

Piramit Menkul Kıymetler 1Ç23 model portföyünde **AGHOL, AKCNS, ALGYO, ANHYT, BIMAS, BRLSM, EKGYO, KCHOL, KLSYN, ORGE, PETUN, THYAO, TTRAK, TUPRS** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 26 Mayıs 2023 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	26.05.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
AGHOL	92,00	5,0	1,5	22.405	0,4	12,3	157,8
AKCNS	69,20	6,3	3,3	13.248	12,5	2,7	251,5
ALGYO	54,05	1,3	0,6	3.481	-8,0	-13,2	74,2
ANHYT	15,78	4,3	2,2	6.785	0,6	-9,4	29,0
BIMAS	134,50	10,0	3,1	81.668	-12,4	1,7	69,1
BRLSM	8,96	8,7	3,4	2.007	20,8	1,7	129,5
EKGYO	7,04	8,4	1,5	26.752	13,0	-15,9	178,9
KCHOL	75,00	2,4	1,2	190.192	-3,2	2,0	91,6
KLSYN	3,64	9,8	2,0	1.570	25,1	18,2	79,3
ORGE	21,88	5,1	2,4	1.750	6,6	2,1	201,0
PETUN	42,78	5,2	0,7	1.854	-16,4	-19,5	108,0
THYAO	142,30	4,0	1,0	196.374	9,5	5,4	220,1
TTRAK	599,40	8,2	10,8	31.989	8,4	14,3	177,9
TUPRS	65,70	2,7	2,1	126.590	-5,3	-17,4	94,1

- 1 -

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

4Ç22 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	26.05.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	31.03.2022 Kapanışa Göre Getiri (%)
*ALGYO	54,05	1,3	0,6	3.481	-8,0	-13,2	74,2	-13,16
ASELS	43,74	8,0	2,4	99.727	-9,7	-17,9	83,3	-15,80
BIMAS	134,50	10,0	3,1	81.668	-12,4	1,7	69,1	-9,55
*CCOLA	225,60	12,1	2,7	57.386	-3,3	23,8	83,3	12,05
*ENJSA	27,98	2,3	1,7	33.046	-0,4	-7,8	116,1	9,88
KCHOL	75,00	2,4	1,2	190.192	-3,2	2,0	91,6	-1,96
MPARK	59,95	7,4	6,7	12.472	-7,0	-24,8	80,4	-15,56
ORGE	21,88	5,1	2,4	1.750	6,6	2,1	201,0	-0,91
OZKGY	10,24	0,7	0,4	7.455	-7,5	-30,1	108,6	-16,20
*PETUN	42,78	5,2	0,7	1.854	-16,4	-19,5	108,0	-16,71
*SAHOL	35,54	1,7	0,7	72.516	-11,9	-8,4	81,0	-6,00
THYAO	142,30	4,0	1,0	196.374	9,5	5,4	220,1	20,08
TOASO	190,10	9,6	8,6	95.050	-9,6	22,5	164,3	1,82
*TUPRS	65,70	2,7	2,1	126.590	-5,3	-17,4	94,1	-13,24
Ortalama								-4,66
XU100	4580,67							-4,83
Fark								0,16

- 2 -

*4Ç22 Model Portföy'de yer alan **ALGYO, CCOLA, ENJSA, PETUN, SAHOL, TUPRS** hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Getiri hesaplamasına temettü ödemeleri dâhil edilmiş olup yukarıdaki tablodaki değer değişimleri temettü ödemelerine göre düzeltilmiş fiyatlarla hesaplanmıştır.

Kod	Nakit Kâr Payı – Net (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
ALGYO	1,75	25.04.2023	27.04.2023
CCOLA	2,65365	22.05.2023	24.05.2023
ENJSA	2,07	12.04.2023	14.04.2023
PETUN	2,826	03.04.2023	05.04.2023
SAHOL	1,575	03.04.2023	05.04.2023

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
TUPRS	600,00	05.04.2023	06.04.2023

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

AG Anadolu Grubu Holding A.Ş. (AGHOL): Şirket'in 1Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %27 artışla 320mn TL'lik piyasa beklentisini aşarak 660,8mn TL'ye ulaşmıştır. Bir önceki yılın aynı döneminde 1,2mn TL'lik ana ortaklık zararı gerçekleşmişti. Cari dönem hâsılatı piyasa beklentisi doğrultusunda çeyreklik %10 ve yıllık %103 artarak 56,36mlr TL'ye yükselmiştir. Hâsılat içerisindeki en yüksek payı 27,18mlr TL (yıllık %122 artış) ile Migros Ticaret A.Ş. sağlamaktadır. İkinci sırada 15,56mlr TL (yıllık %80 artış) ile meşrubat grubu yer almaktadır. Meşrubat grubu satış hacmi 332mn ünite kasadan 353mn ünite kasaya yükselmiştir. Bira grubu satış gelirleri 9,01mlr TL (yıllık %77 artış) ile üçüncü oldu. Bira satış hacminde 7,7mhl'den 7,2mhl'ye sınırlı bir düşüş gerçekleşti. Satışların maliyeti yıllık bazda hâsılatı paralel oranda artarak 39,47mlr TL'ye ulaştı. Çeyreklik bazda ise maliyetlerin hâsılatıdan az artması kârlılığı destekledi. Şirket'in esas faaliyetlerinden kaynaklı diğer net giderlerin 1Ç23'te 534,1mn TL'ye gerilemesi de kârlılığı desteklemiştir. Böylece esas faaliyet kârı (EFK) cari dönemde çeyreklik %88 ve yıllık %257 artarak 4,52mlr TL'ye ulaştı. Ayrıca FAVÖK'ün piyasanın 6,13mlr TL'lik tahminini aşarak 6,66mlr TL'ye yükselmesi pozitif bir görünüm sergilemektedir. 1Ç23'te EFK marjının, son 5 yılın ilk çeyrek ortalaması olan %3,2'yi dikkate ölçüde aşarak %8,02'ye ulaştığı görülmektedir. Bu durum operasyonel kârlılığın güç bir ivme kazandığını işaret etmektedir. Zira EFK marjı 1Ç21'de %3,05 ve 1Ç22'de %4,57 değerini almıştı. Ana ortaklık net kâr marjının son 5 yıla ait ortalaması -%1 ile negatif bölgede bulunmaktadır. Ancak 1Ç23'te Şirket %1,17'lik ana ortaklık net kâr marjı yakalamıştır. Cari dönem bilanço kalemleri likidite oranlarının makul seviyelerde bulunduğunu ve borç ödeme olanaklarında negatif bir parasal durum olmadığını göstermektedir. Nisan 2023'e kadar aralıksız 12 ay gerileyen küresel gıda fiyatlarına karşın Şirket'in kârlılığını iyileştirmesini olumlu bulmaktayız. Şirket'in yayımladığı son finansallarındaki pozitif görünümün orta-uzun vadede hissenin fiyatlanmasına yukarı yönlü etkide bulunabileceğini düşünmekteyiz.

- 3 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	56.358	51.348	10	56.358	27.737	103
SMM	39.470	37.431	5	39.470	19.302	104
Brüt satış karı	16.888	13.918	21	16.888	8.435	100
Faaliyet Giderleri	11.835	10.436	13	11.835	6.281	88
Finansal Gelir/Gider	-1.046	-1.114	a.d.	-1.046	-498	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	4.519	2.410	88	4.519	1.267	257
FAVÖK	6.665	5.019	33	6.665	3.296	102
Ana Ortaklık Net Kâr	661	521	27	661	-1	a.d.

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	29,97	27,10	2,9	29,97	30,41	-0,4
EFK Marjı	8,02	4,69	3,3	8,02	4,57	3,5
FAVÖK Marjı	11,83	9,77	2,1	11,83	11,88	-0,1
Net Kâr Marjı	1,17	1,02	0,2	1,17	0,00	a.d.

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (AKCNS): Şirket'in 1Ç23 dönemi net kârı yıllık %552, çeyreklik %86 artışla 434mn TL'lik piyasa beklentisini aşarak 672,2mn TL oldu. Cari dönemde 3,04mlr TL ile beklentiyi karşılayan hâsılat yıllık %145 artış kaydederken çeyreklik bazda fazla değişmemiştir. 1Ç23 brüt satış gelirleri incelendiğinde; yurt içi satışlar yıllık %243 artışla 2,49mlr TL, yurt dışı satışlar ise %4'lük sınırlı artışla 529mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in en büyük satış kalemi olan çimento geliri önceki yıla göre %128 artışla 2,27mlr TL'ye ulaşmıştır. Hazır beton gelirinin ise %274 artışla 1mlr TL'ye yükseldiği görülmektedir. Orta Anadolu İhracatçılar Birliği'nin verilerine göre, 1Ç23 dönemi Türkiye geneli çimento sektörü ihracat miktarı 4,7 milyon ton, tutar bazında ise 302mn USD olmuştur. Akçansa'nın aynı dönemde toplam klinker ve çimento ihracatı ise 455bin ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket, söz konusu ihracat rakamıyla 1Ç23 dönemi itibarıyla sektörde yaklaşık %10 paya sahiptir. Satışların maliyeti yıllık %119'luk artışa karşın çeyreklik %7 gerilemeyle 2,34mlr TL olmuştur. Maliyet ve faaliyet giderlerinin yıllık bazda hâsılatla oranla sınırlı artmasının yanı sıra çeyreklik bazda gerilemiş olması net kâra olumlu yansımıştır. Böylelikle, net faaliyet kârı (NFK) yıllık %373, çeyreklik ise %63 artışla 604,5mn TL'ye yükselerek operasyonel performansta güçlenmeyi işaret etmiştir. Şirket, 1Ç23 döneminde 560mn TL'lik piyasa beklentisine karşın yıllık %311, çeyreklik %58 artışla 646,1mn TL'lik FAVÖK elde etmiştir. Maliyetlerin hâsılatla oranla sınırlı artmasıyla operasyonel kâr marjlarında belirgin bir iyileşme görülmektedir. Net kâr marjı %22,1, esas faaliyet kâr marjı %20,4 ve FAVÖK marjı ise %21,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in son açıklanan finansalları incelendiğinde; net kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarının beklenti üstü gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca, güçlenen operasyonel performansın orta vadede hisse senedi üzerinde pozitif etki oluşturabileceğini düşünerek Akçansa Şirketini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	3.042	3.029	0	3.042	1.240	145
SMM	2.342	2.527	-7	2.342	1.070	119
Brüt satış karı	700	502	39	700	170	312
Faaliyet Giderleri	95	130	-27	95	42	126
Finansal Gelir/Gider	-52	-72	a.d.	-52	-35	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	621	349	78	621	105	490
FAVÖK	646	408	58	646	157	311
Ana Ortaklık Net Kâr	672	361	86	672	103	552

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	23,01	16,58	6,4	23,01	13,71	9,3
EFK Marjı	20,43	11,52	8,9	20,43	8,49	11,9
FAVÖK Marjı	21,24	13,47	7,8	21,24	12,67	8,6
Net Kâr Marjı	22,10	11,93	10,2	22,10	8,32	13,8

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ALGYO): Şirket'in 1Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %98 ve yıllık %41 azalarak 48,8mn TL'ye geriledi. 1Ç23'te hâsılat çeyreklik %52, yıllık %43 artışla 17,2mn TL oldu. Cari dönemde 1,4mn TL olarak gerçekleşen maliyetlerin tamamı verilen hizmet maliyetlerinden ve 4,8mn TL'lik faaliyet giderlerinin tamamı genel yönetim giderlerinden kaynaklanmaktadır. 1Ç23'te azalan kambiyo kârlarının etkisiyle esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 34,1mn TL'ye gerilemesi net kârdaki düşüşün temel nedenidir. Net borcu bulunmayan şirketin yabancı para net varlık pozisyonu 770mn TL ile pozitif bölgede bulunmaktadır. Dönen varlıklarının çoğunluğunun döviz cinsi olması, net borcunun bulunmamasını ve sektör çarpanlarına kıyasla iskontolu fiyatlanmasını olumlu olarak yorumluyoruz. Şirket, uzun vadeli hedefleri çerçevesinde güçlü varlık portföyüne eklemek üzere uygun yatırım fırsatlarını araştırmaya devam etmektedir. Şirket'in güçlü varlık portföyü ile GYO'lar arasında öne çıktığını düşünmekteyiz. Şirketin azami fon tutarı 37mn TL olmak üzere pay geri alım programı mevcuttur. Son durum itibarıyla 370 bin lot pay geri alımı yapılmış olup kullanılan fon tutarı 22,3mn TL'dir.

Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. (ANHYT): Şirket'in 1Ç23 net dönem kârı bir önceki çeyreğe göre %35 düşmesine karşın yıllık bazda %107 artışla 393,5mn TL olmuştur. Teknik bölüm bazında; hayat sigortası geliri 1Ç23 döneminde çeyreklik %12, yıllık %38 artışla 1,65mlr TL olmuştur. Hayat sigortası gideri çeyreklik %4, yıllık %27 artarak 1,42mlr TL olmuştur. Hayat sigortası giderinin gelire kıyasla daha sınırlı artmasının etkisiyle net çeyreklik (Hayat) teknik bölüm dengesi bir önceki çeyreğe göre %104, yıllık bazda %215 artışla 225mn TL seviyesine yükselmiştir. Hayat sigortası (Brüt) prim üretimi çeyreklik %12, yıllık %169 artışla 1,49mlr TL olmuştur. Net sigorta prim geliri brüt prim üretimine paralel artışla 1,43mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Net sigorta prim gelirin tamamina yakını hayat dalındadır. İlk çeyreğin ardından nisan ayındaki hayat sigortası brüt prim üretimi 470mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Teknik bölüm dengesi; hayat dışı bölümde -3,6mn TL oldu. Hayat dalında çeyreklik %104, yıllık %215 artışla 225mn TL seviyesinde gerçekleşti. Emeklilik dalında çeyreklik %111, yıllık %4 artarak 54,4mn TL oldu. Genel teknik bölüm dengesi 1Ç23 döneminde çeyreklik %105, yıllık %124 artışla 275,8mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Teknik olmayan bölümde yatırım gelirleri çeyreklik %56 düşmesine karşın yıllık %42 artarak 267,2mn TL olurken yatırım giderleri çeyreklik %33, yıllık %46 artışla 51,1mn TL olmuştur. Net yatırım gelirleri bir önceki çeyreğe göre %62 düşmesine karşın yıllık bazda %41 artarak 216,1mn TL'ye yükselmiştir. Dönem kârı vergi ve diğer yasal yükümlülük karşılıkları 1Ç23 döneminde çeyreklik %81, yıllık %43 artışla 118,9mn TL olmuştur. Şirket'in aktif büyüklüğü 2023/03 döneminde bir önceki çeyreğe göre %5, bir önceki yılın aynı dönemine göre %65 artışla 95,42mlr TL'yi aşmıştır. Emeklilik dalında toplam fon büyüklüğü çeyreklik %5, yıllık %64 artışla 79,11mlr TL büyüklüğüne ulaşmıştır. Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) verilerine göre Türkiye'deki BES katılımcılarının fon tutarı mart sonu itibarıyla 368,71mlr TL düzeyinde olup devlet katkısı fon tutarı 50,92mlr TL olmuştur. Toplam katılımcı sayısı 8,04 milyon kişi olup Anadolu Hayat Emeklilik BES katılımcı sayısı 1,32 milyon dolayındadır. Şirket'in, güçlü prim üretimi ve genel teknik bölüm dengesindeki artıştan dolayı 1Ç23 finansalları ve uygun pazar çarpanlarına göre sektörde öne çıktığını düşünmekteyiz.

Bim Birleşik Mağazalar A.Ş. (BIMAS): Şirket'in 1Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %60 gerilemeye karşın yıllık %1 artarak 1,35mlr TL olarak gerçekleşti. Cari dönemde hâsılat çeyreklik %13 ve yıllık %88 artışla beklentiler doğrultusunda 51,33mlr TL oldu. Buna karşın maliyet ve faaliyet giderleri hâsılatтан fazla artarak sırasıyla 42,11mlr TL'ye ve 7,03mlr TL'ye yükseldi. Bu durum operasyonel kârlılığın bir miktar azaldığını işaret etmektedir. Şirket, Şubat başında meydana gelen deprem felaketinde hasar görerek kapanan mağaza sayısını 225 adet olarak açıkladı. Buna karşın yeni açılan mağazalarla birlikte Şirket'in toplam mağaza sayısı bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %7 artarak 11.525 adede ulaşmıştır. Salt operasyonel performans olarak değerlendirdiğimiz net faaliyet kârı çeyreklik %31 azalırken yıllık %25 artışla 2,19mlr TL oldu. 1Ç23'te FAVÖK, çeyreklik %21 düşüşe karşın yıllık %36 artarak 3,14mlr TL ile beklentileri karşılamıştır. Gıda enflasyonundaki yüksek seyrin iskontolu perakende ticaret sektörünün satış gelirlerini destekleyici nitelikte olmasıyla birlikte, artan maliyetler, asgari ücret artışları ve şubat ayında meydana gelen depremin oluşturduğu hasar genel olarak kâr marjları üzerinde baskı oluşturmaktadır. Bununla birlikte Şirket'in kâr marjlarındaki istikrarlı görünüm büyük ölçüde korunmuş ve marjlardaki bozulma sınırlı kalmıştır. Şirket'in 2023 beklentilerine göre; satış artışının %75 ve FAVÖK marjının %7,0-%7,5 olması hedeflenmektedir. Tüketiciler tarafında alım gücünde yaşanan düşüşler yüksek indirim mağazacılığı ve bu mağazaların kendi markalı ürünlerine talebi artırmıştır. Birçok ürün grubunda kendi ürettiği ürünler ile piyasa içerisinde rekabet hâlinde olan BIMAS'ın öne çıkabileceğini düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	51.335	45.393	13	51.335	27.314	88
SMM	42.115	37.053	14	42.115	22.246	89
Brüt satış karı	9.220	8.340	11	9.220	5.068	82
Faaliyet Giderleri	7.030	5.161	36	7.030	3.319	112
Finansal Gelir/Gider	-473	-365	a.d.	-473	-214	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	2.164	3.143	-31	2.164	1.803	20
FAVÖK	3.138	3.949	-21	3.138	2.305	36
Ana Ortaklık Net Kâr	1.354	3.364	-60	1.354	1.342	1

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	17,96	18,37	-0,4	17,96	18,55	-0,6
EFK Marjı	4,22	6,92	-2,7	4,22	6,60	-2,4
FAVÖK Marjı	6,11	8,70	-2,6	6,11	8,44	-2,3
Net Kâr Marjı	2,64	7,41	-4,8	2,64	4,91	-2,3

- 7 -

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi A.Ş. (BRLSM): 1Ç23 döneminde 56,7mn TL ana ortaklık net kârı açıklayan Şirket, 1Ç22 döneminde 1,17mn TL, 4Ç22 döneminde ise 55,7mn TL net kâr açıklamıştır. Şirket'in kârını yıllık bazda belirgin bir şekilde artırması temel olarak güçlü ciro artışı ve SMM/Ciro oranındaki düşüşten kaynaklanmıştır. SMM/Ciro oranı 1Ç23'te %87,2, 1Ç22'de %95,44 ve 4Ç22'de %87 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin net satışları 1Ç22 dönemine göre %132 artışla 562,2mn TL'ye yükselmiştir. 4Ç22'ye göre net satışlardaki artış ise %21 oranında gerçekleşmiştir. Hasılatın %51,3'ü mekanik işleri (Birleşim Mühendislik), %48,6'sı elektrik tesisat işleri (Erde Mühendislik – bağlı ortaklık), geri kalanı ise GES kurulum işlerinden (Solar Santral Enerji – bağlı ortaklık) kaynaklanmaktadır. Hasılatın, proje bazlı dağılımında ise en büyük payı %55,9 ile hastane projeleri oluştururken %23 ile konut projeleri ikinci sırada yer almaktadır. Diğer projeler ise %14 ile en yüksek üçüncü katkıyı sağlamıştır. Ofis projelerinin ve Lojistik projelerinin hasılatı sırasıyla %4 ve %3 katkısı olmuştur. Yıllık bazda SMM/Ciro oranındaki geri çekilmeye elektrik tesisat işlerinin (Erde Mühendislik) SMM/Ciro oranındaki geri çekilme öncülük etmiştir. Şirketin brüt kârı yıllık %538,7, çeyreklik %19 artarak 72mn TL olarak gerçekleşmiştir. (Brüt kâr marjı %12,8, 1Ç22:%4,6, 4Ç22:%13) Toplam faaliyet giderlerinin %51,3'ünü personel giderleri oluşturmaktadır. Esas faaliyetlerden net gelirden güçlü artışlar sonucunda esas faaliyet kârı (EFK) 62,4mn TL'ye ulaşmıştır. FAVÖK 2,16mn TL'den 50,1mn TL'ye çıkmıştır. Yatırım faaliyetlerinden net gelir yıllık bazda artarken çeyreklik bazda azalmıştır. Finansman giderlerinin şirket kârlılığına etkisi sınırlıdır. Şirket güçlü net nakit pozisyonu ve döviz pozisyonunu korumaktadır. Şirket ve bağlı ortaklıklarının halihazırda devam eden Ziraat Bankası Genel Müdürlüğü, Vakıfbank Genel Müdürlüğü, Borsa İstanbul'un İstanbul Finans Merkezi Ofisi Faz 2'nin de aralarında bulunduğu toplam 16 projesi vardır ve backlog (Devam eden projelerin teslimat bekleyen kısmı) 31.03.2023 itibarı ile 2,1mlr TL'ye ulaşmıştır. Bu tarih sonrası yeni imzalan sözleşmelerin toplam büyüklüğü ise imzalandığı günkü güncel kurla 1,71mlr TL'dir. 2023 yılı ilk çeyreğinde yeni alınan projelerin %97,2'si döviz, %2,8'i TL cinsindedir. Şirketin güçlü backlog'u, net nakit pozisyonu ve döviz pozisyonuna ek olarak uzun vadeli finansal performansındaki gelişim ve güçlü 1Ç23 performansından dolayı BRLSM hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 8 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	562	465	21	562	243	131
SMM	490	404	21	490	232	112
Brüt satış karı	72	61	19	72	11	539
Faaliyet Giderleri	24	14	67	24	10	135
Finansal Gelir/Gider	-4	-4	a.d.	-4	-5	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	62	38	65	62	-4	a.d.
FAVÖK	50	48	4	50	2	2222
Ana Ortaklık Net Kâr	57	56	2	57	1	4743

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	12,81	13,04	-0,2	12,81	4,64	8,2
EFK Marjı	11,10	8,16	2,9	11,10	-1,75	a.d.
FAVÖK Marjı	8,91	10,32	-1,4	8,91	0,89	8,0
Net Kâr Marjı	10,08	12,00	-1,9	10,08	0,48	9,6

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EKGYO): Şirket'in 1Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %3 gerilemeye karşın yıllık %20 artarak 925,4mn TL ile 707,5mn TL'lik piyasa beklentisini aşmıştır. Aynı dönemde hâsılat çeyreklik %68, yıllık %84 artışla 1,83mlr TL'lik piyasa beklentisini oldukça aştı ve 3,99mlr TL oldu. Cari dönem hâsılatı incelendiğinde, arsa satış gelirinin 602,6mn TL'den 1,74mlr TL'ye sert yükseldiği görülmektedir. Ayrıca, konut ve ticari ünite satış gelirlerinin 853,8mn TL'den 1,56mlr TL'ye yükselmesi hâsılat artışına önemli katkı sağlamıştır. 1Ç23 döneminde satılan arsa maliyetlerinin yanı sıra konut ve ticari ünite maliyetlerinin artmasıyla maliyetler yıllık %63, çeyreklik ise %128 yükselerek 1,91mlr TL olmuştur. Çeyreklik maliyetlerin yanı sıra 1,06mlr TL olarak gerçekleşen faaliyet giderlerinin de oransal olarak hâsılatın üzerinde artması kârlılığı baskılamıştır. Şirket, 6 Şubat tarihinde meydana gelen depremin hemen ardından başlatılan bağış kampanyasına 700mn TL yardımda bulunmuştur. Bu durum faaliyet giderlerindeki dramatik yükselişi açıklamaktadır. Böylelikle salt operasyonel performans olarak değerlendirdiğimiz net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %15 gerileme ve yıllık %18 artışla 1,01mlr TL olmuştur. Şirket, 1Ç23'te 824mn TL'de bulunan piyasa beklentisine karşın 1,02mlr TL'lik FAVÖK elde etmiştir. Kâr marjları çeyreklik bazda incelendiğinde; maliyet ve faaliyet giderlerindeki artışın etkisiyle sert gerilemiştir. Yıllık marjlar ise faaliyet giderlerinin etkisiyle (brüt kâr marjı hariç) belirgin düşmüştür. 1Ç23'te net kâr marjı %23,2, esas faaliyet kâr marjı %23 ve FAVÖK marjı ise %25,5 seviyelerinde gerçekleşmiştir. 1Ç23 bilanço kalemleri çeyreklik bazda kıyaslandığında; kısa vadeli mevduatlardaki artışın etkisiyle nakit ve nakit benzerlerinin 6mlr TL'den 8,55mlr TL'ye yükseldiği görülmektedir. Net finansal borcu bulunmayan Şirket'in 1Ç23 döneminde 1,39mlr TL net nakit fazlası oluşmuştur. Şirket'in kârlılığını baskılayan finansman giderinin önemli kısmını bağış ve yardımın oluşturduğunu göz önünde bulundurarak net kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarının beklentiyi aşmasını olumlu bulmaktayız. Ayrıca, deprem bölgesinde kalıcı konut ve alt yapı vb. işler için yapılacak ihalelerin her türlü giderinin Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından karşılanacağını açıklayan Şirket'in deprem bölgelerinde etkin bir rol alabileceği düşünmekteyiz.

Koç Holding A.Ş. (KCHOL): Şirket'in 1Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı piyasa beklentisi doğrultusunda çeyreklik bazda %40 azalış ve yıllık %150 artışla 16,77milyar TL oldu. İlgili dönemde Şirket ticari faaliyetlerden 173,86milyar TL ve finans sektörü faaliyetlerinden 49,9milyar TL gelir elde etti. Böylece cari dönemde hâsılat çeyreklik %12 azalış ve yıllık %47 artışla 223,76milyar TL düzeyinde gerçekleşti. Yapılan satışların maliyeti ise 167,74milyar TL oldu. Maliyetlerin çeyreklik bazda hâsılatın daha az düşmesi operasyonel kârlılığı baskılıken yıllık bazda hâsılatın gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. Şirket'in salt operasyonel kârlılığına dair fikir veren net faaliyet kârı 1Ç23'te çeyreklik %35 azalış ve yıllık %63 artışla 33,56 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 1Ç23 kâr marjları operasyonel kârlılıktaki iyileşmeyi ortaya koymaktadır. Zira brüt kâr marjı %25,0 ve net faaliyet kâr marjı %15,0 düzeyinde yer almaktadır. İlgili marjların son 5 yılın ilk çeyreklerine ait ortalaması sırasıyla %20,3 ve %10,2 olmuştur. Cari dönemde Şirket'in esas faaliyetlerinden kaynaklı diğer net giderleri 1,41milyar TL'ye ve net finansman giderleri 3,86milyar TL'ye gerilemiştir. Ayrıca Şirket'in iş ortaklıklarının ve iştiraklerin kârından sağlanan payı 3,89milyar TL'ye yükselmiştir. Bu gelişmelerin de etkisiyle ana ortaklık net kâr marjı %7,5'e ulaşmış ve Borsa İstanbul'da listelenen holdinglerin ortalaması yakalanmıştır. Şirket'in son beş yıllık net kâr marjlarının ortalaması %5,3 ile 1Ç23 dönemine göre daha düşük bir seviyededir. 1Ç23 bilanço kalemleri incelendiğinde, kısa vadeli USD cinsi yükümlülüklerdeki azalışa bağlı olarak yabancı para net varlık pozisyonununun 13,63milyar TL fazla verdiği görülmektedir. Cari dönemde gerçekleşen yabancı para fazlası son beş yılın görece en yüksek seviyesindedir. Şirket'in 1Ç23 net kârı beklentiler dâhilinde gerçekleşmiş olup temel olarak esas faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Kâr marjlarında istikrarlı yükseliş sürmektedir. Bununla beraber şirket çarpanlarının sektöre göre hafifçe iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	223.762	254.985	-12	223.762	152.105	47
SMM	167.744	179.448	-7	167.744	118.830	41
Brüt satış karı	56.018	75.537	-26	56.018	33.275	68
Faaliyet Giderleri	22.463	23.725	-5	22.463	12.700	77
Finansal Gelir/Gider	-3.859	-4.808	a.d.	-3.859	-4.523	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	32.149	46.829	-31	32.149	17.391	85
FAVÖK	35.936	54.167	-34	35.936	22.354	61
Ana Ortaklık Net Kâr	16.772	27.784	-40	16.772	6.712	150

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	25,03	29,62	-4,6	25,03	21,88	3,2
EFK Marjı	14,37	18,37	-4,0	14,37	11,43	2,9
FAVÖK Marjı	16,06	21,24	-5,2	16,06	14,70	1,4
Net Kâr Marjı	7,50	10,90	-3,4	7,50	4,41	3,1

Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. (KLSYN): Koleksiyon Mobilya 1Ç23 döneminde 52,7mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Şirket 1Ç22 döneminde 7,14mn TL ana ortaklık net zararı açıklamıştı. Şirketin net kârı geçmesinde güçlü maliyet kontrolü ve cirodaki yıllık %207'lik artış öne çıkmaktadır. Şirketin cirosunun %81'i yurtiçi satışlardan %19'u ise yurtdışı satışlardan oluşmaktadır. Alt kırılımlarına baktığımızda; cironun %76'sı toplu projeli satışlar, %12'si bayi satışları, %10'u perakende, kalan %2'si ise online ve diğer satışlardan müteşekkildir. Ciro %207 artarken maliyetler %92 ile oransal olarak sınırlı artmıştır. Buna bağlı olarak brüt kâr %343 artışla 153,6mn TL'ye yükselmiştir. Faaliyet giderlerinin de ciroya oranla sınırlı artması (%180) net faaliyet kârının %659 artışla 89,7mn TL olarak yüksek bir düzeyde gerçekleşmesini sağlamıştır. Şirket 1Ç23 döneminde 89,23mn TL esas faaliyet kârı (EFK) ve 95,2mn TL FAVÖK üretmiştir. Finansman giderlerinde %52,9'luk azalış nedeniyle, finansman net giderlerinde 23mn TL'den 9,49mn TL'ye gerileme kârlılığı desteklerken; 27,7mn TL dönem vergi gideri kârlılığı bir miktar baskılamıştır. Şirketin brüt kâr marjı 2022 yılı ilk 3 ayında %46 iken 2023 ilk 3 ayında %66'ya yükselmiş, FAVÖK marjı da aynı dönemlerde %21'den %41'e çıkmıştır. Ana ortaklık net kâr marjı %22,7 olmuştur. Kârlılık oranlarındaki yıllık bazda belirgin yükselişi oldukça olumlu değerlendiriyoruz. Finansallardaki çeyreklik gelişmelere baktığımızda; ana ortaklık net kârındaki %22,3'lük düşüş ve ana ortaklık net kâr marjındaki %35,3'ten %22,7'ye geri çekilme, son çeyrekte gerçekleşen vergi giderlerindeki artışa ek olarak bir önceki dönemde yatırım amaçlı gayrimenkuller değer artışının finansallara olan pozitif etkisinden kaynaklanmıştır. Operasyonel performans çeyreklik bazda da güçlenmeye devam etmiştir. Şirket'in yurt içi ve yurt dışında birçok sektörde faaliyet gösteren firma ve/veya kuruluşlar ile ilişkileri devam etmektedir. Şirketin 2023 yılı ilk üç ayında devam eden proje bedeli 249,62mn TL tutarında olup, söz konusu projelerin 10.05.2023 itibarıyla kalan tutarı 100mn TL'dir. Yurt içi takip edilen 3 aylık toplam proje potansiyeli 193,9mn TL'dir. Şirket, küresel çapta enerji maliyetlerindeki artış sebebiyle, 90 bin m² açık alanda, 42 bin m² kapalı alana sahip olan Tekirdağ fabrikasının artan enerji talebini karşılamak üzere, 2,4MW gücünde; 2,2mn USD+KDV tutarında güneş enerjisi paneli sistemi yatırımını tamamlamıştır. Şirket'in azami pay sayısı 7mn TL ve azami fon tutarı 21mn TL olmak üzere pay geri alım programı bulunmaktadır. 24 Mayıs itibarıyla 3,04 TL ağırlıklı ortalama fiyattan 5,38mn TL nominal payın geri alımı halihazırda yapılmış durumdadır. Şirketin son çeyrek finansallarının sektör ve endeks geneline görece pozitif ayrıştığını düşünüyor ve şirketin uzun vadeli finansal performansındaki gelişimi göz önünde bulundurarak KLSYN hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 11 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	232	192	21	232	76	207
SMM	79	74	6	79	41	92
Brüt satış karı	154	118	30	154	35	343
Faaliyet Giderleri	64	49	31	64	23	180
Finansal Gelir/Gider	-9	-16	a.d.	-9	-23	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	89	71	25	89	15	490%
FAVÖK	95	74	29	95	16	502
Ana Ortaklık Net Kâr	53	68	-22	53	-7	a.d.

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	66,14	61,50	4,6	66,14	45,86	20,3
EFK Marjı	38,42	36,97	1,4	38,42	19,99	18,4
FAVÖK Marjı	40,98	38,51	2,5	40,98	20,91	20,1
Net Kâr Marjı	22,71	35,29	-12,6	22,71	-9,44	a.d.

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş. (ORGE): Şirket'in 1Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %46 düşerken yıllık %86 artışla 75,7mn TL olmuştur. Hâsılat bir önceki çeyreğe göre %20,3, yıllık bazda %84 artışla 272,1mn TL'ye yükselmiştir. Taahhüt satış gelirleri %62 artışla 223,1mn TL, malzeme satış gelirleri %381 artışla 49mn TL olmuştur. Maliyetler oransal olarak hâsılatın bir miktar daha fazla artmıştır. Faaliyet giderlerinin sert artmasına karşın hâsılatın %4'ü civarında olmasından dolayı finansal performansa etkisi sınırlı kalmıştır. 1Ç22 döneminde 8,4mn TL esas faaliyetlerden diğer net gider yazılırken cari dönemde 819bin TL'ye gerilemesi esas faaliyet kârını (EFK) desteklemiştir. Zira EFK yıllık %99 yükselişle oransal olarak hâsılatın üzerinde artış kaydetmiştir; ancak çeyreklik bazda artış %3 ile sınırlı kalmıştır. FAVÖK çeyreklik %8, yıllık %71 artışla 101mn TL olmuştur. Net kâr rakamındaki çeyreklik düşüş, 4Ç22 döneminde yatırım faaliyetlerinden kaynaklı 51,2mn TL'lik net gelirin oluşmamasından kaynaklanmaktadır. 4Ç22'deki yatırım gelirleri büyük ölçüde yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerlendirilmesinden kaynaklı olup cari dönemde söz konusu gayrimenkullerden kaynaklı 286 bin TL'lik sınırlı bir kira geliri mevcuttur. Şirket'in Hatay ve İstanbul'un Şile, Kartal, Maltepe, Ümraniye ve Kadıköy ilçelerinde yatırım amaçlı gayrimenkulleri bulunmaktadır. 1Ç23 döneminde büyük ölçüde faiz ve komisyon giderinden kaynaklı olarak 5,3mn TL'ye yükselen net Finansman gideri kârlılığı hafifçe baskılamıştır. Operasyonel performans ve kârlılığın sınırlı gerilemesine karşın hâsılat makul ölçüde artmış ve kârlılık korunmuştur. Şirket'in devam eden on üç projesinin altısı İstanbul'da yer alan metro hattı projeleridir. İki adet GES projesi bulunmaktadır. Önemli altyapı projeleri ve istikrarlı finansal performansı dikkat çeken Şirket'in inşaat altyapı taahhüt şirketleri arasında öne çıktığını düşünmekteyiz. Ayrıca, Şirket, pay geri alımı için 20mn TL tutarındaki azami tutarı Şubat 2023'te 40mn TL'ye artırmıştır. 24 Mayıs itibarıyla geri alınan payların tutarı 8,6mn TL civarındadır.

- 12 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	272	226	20	272	148	84
SMM	161	126	27	161	86	87
Brüt satış karı	111	100	12	111	62	80
Faaliyet Giderleri	11	6	73	11	3	218
Finansal Gelir/Gider	-5	-0	a.d.	-5	1	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	100	97	3	100	50	99
FAVÖK	101	94	8	101	59	71
Ana Ortaklık Net Kâr	76	139	-45	76	41	86

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	40,89	44,11	-3,2	40,89	41,84	-0,9
EFK Marjı	36,64	42,79	-6,1	36,64	33,87	2,8
FAVÖK Marjı	37,13	41,46	-4,3	37,13	39,85	-2,7
Net Kâr Marjı	27,83	61,38	-33,6	27,83	27,46	0,4

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş. (PETUN): Şirket'in 1Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %83 azalırken yıllık %1.739 artarak 33,3mn TL oldu. Cari dönemde hâsılat çeyreklik %30 ve yıllık %95 artışla 767,1mn TL'ye ulaştı. Brüt satış gelirleri içerisinde yurt içi mamul satışları yıllık %90 artışla 876,8mn TL ve yurt dışı satışlar %46 artışla 23,65mn TL'ye yükseldi. Maliyetler çeyreklik %35 ve yıllık %90 artışla 649,9mn TL oldu. Yıllık bazda maliyet artışının hâsılatla oranla düşük kalması kârlılığa olumlu yansırken çeyreklik dönemde hâsılatın üzerinde gerçekleşmesi net kârı bir miktar baskılamıştır. Salt operasyonel performans olarak değerlendirdiğimiz net faaliyet kârı yıllık %256, çeyreklik ise %22 yükselerek 62,5mn TL'ye ulaştı. Cari dönemde 75,8mn TL olan FAVÖK, yıllık %188 ile hâsılatın oldukça üzerinde artmıştır. 1Ç23 dönemi yıllık bazda net finansman ve vergi giderlerindeki artış kârlılık üzerinde bir miktar baskı yaratmıştır. Ayrıca, bir önceki çeyrekte 50,2mn TL olan yatırım faaliyetleri ve 113,5mn TL'de bulunan öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırım kârlarının cari dönemde oluşmaması kârlılığı etkileyen diğer iki önemli unsur olarak öne çıkmaktadır. Bu gelişmeler çeyreklik net kâr marjındaki belirgin (28 puan) düşüşü açıklamaktadır. Operasyonel kâr marjları maliyet kontrolünün etkisiyle bir önceki yılın aynı dönemine göre iyileşmiştir. Net kâr marjı yıllık %4,3, esas faaliyet kâr marjı %8 ve FAVÖK marjı ise %9,9 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in bir miktar döviz fazlası bulunmakla beraber benzerlerine kıyasla iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz. Ayrıca, yıllık operasyonel performanstaki iyileşmeyi de dikkate alarak hisse senedini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	767	592	30	767	394	95
SMM	650	482	35	650	341	90
Brüt satış karı	131	113	16	131	54	141
Faaliyet Giderleri	69	61	12	69	37	86
Finansal Gelir/Gider	-15	-21	a.d.	-15	-6	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	61	47	29	61	19	215
FAVÖK	76	60	26	76	26	188
Ana Ortaklık Net Kâr	33	192	-83	33	2	1739

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	17,08	19,04	-2,0	17,08	13,83	3,3
EFK Marjı	7,96	7,97	-0,0	7,96	4,92	3,0
FAVÖK Marjı	9,88	10,20	-0,3	9,88	6,68	3,2
Net Kâr Marjı	4,34	32,35	-28,0	4,34	0,46	3,9

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in 1Ç23 net kârı çeyreklik %51 azalırken yıllık bazda %99 artışla 3,33mlr TL'lik beklentileri aşarak 4,42mlr TL'ye yükseldi. Cari dönem hâsılatı çeyreklik %7 azalış ve yıllık %93 artışla beklentilere paralel olarak 82,06mlr TL'ye ulaştı. Hâsılatın 68,71mlr TL'si yolcu gelirlerinden (yıllık %147 artış), 11,14mlr TL'si kargo gelirlerinden (yıllık %18 azalış) oluşmaktadır. Toplamda 79,85mlr TL'ye ulaşan toplam yolcu ve kargo gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde ilk sırada Avrupa gelirlerinin (22,66mlr TL) olduğu görülmektedir. İkinci sırada Asya (19,74mlr TL) ve üçüncü sırada Amerika (16,83mlr TL) yer almaktadır. Yurt içi gelirleri ise 4,93mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Hâsılatın geri kalan 2,02mlr TL'lik kısmı teknik gelirlerden kaynaklanmaktadır. Toplam yolcu sayısı yılın ilk çeyreğinde pandemi öncesi dönemi aşmıştır. 2023/03 dönemi trafik sonuçları toplam yolcu sayısının yıllık %34,7 artışla 17,05 milyon kişiye ulaştığını göstermektedir. Böylece pandemi öncesi 2019/03 dönemine kıyasla %2'lik artış kaydedilmiştir. Şirket'in uçak sayısı 373'ten 411'e ve uçulan şehir sayısı 329'den 337'ye yükselmiştir. Maliyetler 1Ç23'te çeyreklik %3 ve yıllık %97 artışla 69,84mlr TL oldu. Akaryakıt giderleri 27,83mlr TL'ye ulaşarak maliyetlerin en önemli kalemi olmaya devam etmiştir. 1Ç23'te net kâr marjı %5,4, esas faaliyet kâr marjı %2,6 ve FAVÖK marjı %14,5 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in likidite oranlarının makul seviyelerde seyrini sürdürmesi ve trafik sonuçlarının pandemi öncesi dönemin üzerine çıkmasını olumlu olarak değerlendirmekteyiz. Ayrıca, Şirket hisselerinin çarpan analizine göre iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz. Şirket'in, 69mn TL nominal değerli payların azami fon tutarı 9mlr TL olacak şekilde geri alınmasına yönelik pay geri alım programı bulunmaktadır. Mevcut durumda 4,49mn adet pay geri alımı yapılmış olup kullanılan fon 584,7mn TL'dir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	82.057	88.049	-7	82.057	42.614	93
SMM	69.839	68.110	3	69.839	35.426	97
Brüt satış karı	12.218	19.939	-39	12.218	7.188	70
Faaliyet Giderleri	9.688	8.447	15	9.688	5.149	88
Finansal Gelir/Gider	665	-6.600	a.d.	665	-879	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	2.151	12.691	-83	2.151	2.294	-6
FAVÖK	11.908	20.627	-42	11.908	8.247	44
Ana Ortaklık Net Kâr	4.418	8.936	-51	4.418	2.220	99

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	14,89	22,65	-7,8	14,89	16,87	-2,0
EFK Marjı	2,62	14,41	-11,8	2,62	5,38	-2,8
FAVÖK Marjı	14,51	23,43	-8,9	14,51	19,35	-4,8
Net Kâr Marjı	5,38	10,15	-4,8	5,38	5,21	0,2

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. (TTRAK): Şirket'in 1Ç23 dönemi net kârı yıllık %193, çeyreklik bazda %3 artışla 1,4milyar TL olarak gerçekleşti. Piyasa beklentisi net kârın 1,12milyar TL olması yönündeydi. Beklenti üstü gelen net kârda operasyonel performansta yaşanan güçlenme etkili oldu. Şirket'in net satışları yıllık %139, çeyreklik bazda ise %32 yükselişle 9,52milyar TL'ye ulaşarak 9,04milyar TL piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti. Şirket'in yurt içi satış gelirinin toplam brüt satış geliri içerisindeki payı 1Ç22 döneminde %66,6 iken 1Ç23 döneminde %75,7 olmuştur. Aynı dönemlerde brüt satış geliri içerisinde ihracatın payı %33,4'ten %24,3'e gerilemesine karşın yurt dışı satışlar %70,5 oranında artmış ve şirket Türkiye traktör ihracatında adet bazında %83'lük payı ile güçlü konumunu sürdürmüştür. Şirket'in traktör üretimi ve adet bazında satışları güçlü artmıştır. Yurt içine yapılan traktör satışları yıllık %36 yükselişle 9.154 adet, yurt dışı traktör satışları ise yıllık %15'lik artışla 5.058 adet olmuştur. Aynı dönemde yurt dışına yapılan transmisyona (gövde) satışları %8'lik artışla 276 adede ulaşmıştır. Sadece yurtiçine yapılan biçerdöver satışları ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %107 artarak 28 adetten 58 adede yükselmiştir. İş makinesi satışları da ithal iş makinesi satışlarındaki artışın etkisiyle 115 adetten 180 adede yükselmiştir. Şirket 1Ç23 döneminde 13.625 adet (%19 artış) traktör üretirken, transmisyona üretimi 13.905 adet (%19 artış) olarak gerçekleştirmiştir. Satışların maliyeti artış oranı bakımından hem yıllık hem de çeyreklik bazda hâsılattan gerisinde kalarak 7,31milyar TL olmuştur. Bu durum operasyonel kârlılığın bir miktar artmasını sağlamıştır. Ayrıca, cari dönemde faaliyet giderleri önceki çeyreğe kıyasla hafifçe gerilemiş ve kârlılığa olumlu yansımıştır. Şirket'in salt operasyonel performansına dair fikir veren net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %56, yıllık bazda ise %230'luk artışla 1,74milyar TL'ye yükselmiştir. Şirket 1Ç23 döneminde 1,4milyar TL'de bulunan piyasa beklentisine karşın 1,82milyar TL'lik FAVÖK elde etmiştir. FAVÖK'ün beklentinin oldukça üzerinde gerçekleşmesi ve oransal olarak hâsılattan fazla artması operasyonel kârlılıktaki iyileşmeyi teyit etmektedir. 1Ç23 döneminde hem yıllık hem de çeyreklik marjlarda iyileşmeler görülmektedir. Ancak ana ortaklık net kâr marjı vergi giderlerindeki artışın etkisiyle çeyreklik bazda 4,2 puan gerileyerek %14,7 olmuştur. Esas faaliyet kâr marjı yıllık 5,4 puan artışla %17,0 ve FAVÖK marjı 4,7 puan yükselişle %19,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in üretim ve satışlarının adet bazında artmasını olumlu buluyoruz. Ayrıca, güçlü net nakit pozisyonu, beklenti üstü gerçekleşen net kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarını dikkate alarak 1Ç23 finansallarını pozitif olarak değerlendiriyoruz. Güçlü finansallarıyla öne çıkan TTRAK hissesini model portföyümüze ekliyoruz. Ayrıca, TÜİK'in aylık raporlarına göre pazar adetlerinin şirket beklentilerinin üstünde kalması nedeniyle Şirket'in 2023 yılı Türkiye traktör pazarı satış beklentisi 59 bin-65 bin (önceki 57 bin-63 bin) aralığına yükseltilmiştir. Buna bağlı olarak da iç piyasa toplam traktör satış beklentisi 28 bin-32 bin adet (önceki 27 bin-31 bin) aralığına yükseltilmiştir. Şirketin ihraç traktör satışları beklentisi ise 17.250-19.250 adettir.

- 15 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	9.524	7.218	32	9.524	3.988	139
SMM	7.305	5.613	30	7.305	3.265	124
Brüt satış karı	2.218	1.605	38	2.218	723	207
Faaliyet Giderleri	478	486	-2	478	195	145
Finansal Gelir/Gider	27	-78	a.d.	27	74	-63
Esas Faaliyet Kârı	1.621	1.149	41	1.621	463	250
FAVÖK	1.815	1.183	53	1.815	572	218
Ana Ortaklık Net Kâr	1.398	1.359	3	1.398	477	193

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	23,29	22,24	1,1	23,29	18,12	5,2
EFK Marjı	17,02	15,92	1,1	17,02	11,62	5,4
FAVÖK Marjı	19,06	16,39	2,7	19,06	14,33	4,7
Net Kâr Marjı	14,68	18,83	-4,1	14,68	11,95	2,7

UYARI: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS): Şirket'in 1Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik bazda %62 azalırken yıllık %512 artışla 6,75mlr TL oldu. Böylece piyasa beklentisini aştı. Cari dönem net satış geliri çeyreklik %20 azalırken yıllık %20 artarak 92,83mlr TL düzeyinde gerçekleşti. Beklentiler 96,05mlr TL'lik net satış geliri elde edilmesi yönündeydi. 1Ç23'te 94,3mlr TL'ye ulaşan brüt satışların 81,06mlr TL'si yurt içi satışlardan (yıllık %36 artış) ve 13,24mlr TL'si yurt dışı satışlardan (yıllık %31 azalış) sağlanmıştır. Şirket'in 1Ç23 döneminde şarja verilen toplam ham petrol ve yarı mamul miktarı planlı bakım ve proje çalışmaları nedeniyle 6,34 milyon tondan 5,3 milyon tona gerilemiş olup kapasite kullanım oranı (KKO) %84,5'ten %70,7'ye inmiştir. Özetle; Şirket'in 1Ç23 dönemi toplam üretim miktarı planlı bakım dolayısıyla %17 azalırken toplam satış hacminde %3'lük sınırlı düşüş gerçekleşti. Cari dönemde FAVÖK'ün 10,85mlr TL'lik piyasa beklentisini aşarak 12,06mlr TL'ye ulaşması pozitif bir görünüm sergilemektedir. 1Ç23 dönemi kâr marjları yıllık bazda operasyonel kârlılığın iyileştiğini ve marjların belirgin bir şekilde arttığını göstermektedir; net kâr marjı %7,3 ve brüt kâr marjı %15,1 değerini almıştır. İlgili marjların son beş yılın ilk çeyreklerine ait ortalaması ise -%2 ve %5,9 ile oldukça düşük bir seviyede yer almaktadır. Şirket'in USD cinsi ticari borçlarındaki azalışla yabancı para pozisyonu 1Ç23'te 37,5mn TL'den 6,57mlr TL'ye sert yükselmiştir. Şirket'in operasyonel kârlılığındaki istikrarlı ve güçlü artışı olumlu bulmaktayız. Ayrıca Şirket hisselerinin piyasa çarpan analizine göre iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç23	4Ç22	% Değ.	1Ç23	1Ç22	% Değ.
Net Satışlar	92.826	116.026	-20	92.826	77.646	20
SMM	78.829	96.560	-18	78.829	71.950	10
Brüt satış karı	13.997	19.466	-28	13.997	5.695	146
Faaliyet Giderleri	2.206	3.084	-28	2.206	1.081	104
Finansal Gelir/Gider	-752	-1.854	a.d.	-752	-1.971	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	11.171	16.282	-31	11.171	3.092	261
FAVÖK	12.057	16.636	-28	12.057	4.848	149
Ana Ortaklık Net Kâr	6.748	17.589	-62	6.748	1.103	512

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	15,08	16,78	-1,7	15,08	7,33	7,7
EFK Marjı	12,03	14,03	-2,0	12,03	3,98	8,1
FAVÖK Marjı	12,99	14,34	-1,4	12,99	6,24	6,7
Net Kâr Marjı	7,27	15,16	-7,9	7,27	1,42	5,8

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Gümüşsuyu Mah. İnönü Cad. Işık Apt. No:53 Kat:5 Daire 9-10 Taksim/İstanbul
Tel: 0212 293 95 00 Faks: 0212 293 95 60

Balıkesir İrtibat Bürosu

Altıeylül Mah. Keçeci sok. Özcaner İş Merkezi No:17 K:1 Altıeylül/ Balıkesir
Tel: 0266 280 15 00 Faks: 0266 245 23 34

Ferdi Uğur Taçkınlar
Araştırma Müdürü
02123953227

ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr

Arif Tekin Seğmen
Araştırma Uzmanı
02123953213

arif.segmen@piramitmenkul.com.tr

Ahmet Ökmen
Araştırma Uzmanı
02123953251

ahmet.okmen@piramitmenkul.com.tr

