

Piramit Menkul Kıymetler 2Ç23 model portföyünde **ALGYO, ANSGR, CEMTS, CIMSA, DEVA, DOAS, DOHOL, ENJSA, ISCTR, ORGE, OZKGY, SAHOL, THYAO, TOASO** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 01 Eylül 2023 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	01.09.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
ALGYO	42,62	2,1	1,0	6.176	19,4	57,2	149,4
ANSGR	38,74	5,3	2,3	19.370	54,7	118,4	378,3
CEMTS	14,29	8,2	3,2	7.145	29,2	58,6	127,8
CIMSA	212,30	7,7	4,0	28.678	16,2	89,6	316,0
DEVA	90,40	8,8	3,5	18.082	43,8	103,9	164,9
DOAS	283,10	4,4	3,3	62.282	19,4	106,5	227,6
DOHOL	14,03	3,7	1,2	36.716	8,6	66,5	172,6
ENJSA	52,95	4,0	2,9	62.538	4,9	73,7	237,5
ISCTR	21,36	3,0	1,0	213.599	39,6	87,4	186,0
ORGE	56,65	10,7	5,1	4.532	86,6	137,2	390,1
OZKGY	8,91	0,7	0,5	12.973	-0,8	42,3	123,3
SAHOL	61,45	2,7	1,1	125.383	8,1	56,0	155,9
THYAO	254,00	6,5	1,3	350.520	10,0	72,8	257,2
TOASO	280,50	10,8	8,8	140.250	-6,9	35,8	225,9

1Ç23 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	25.08.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	26.05.2023 Kapanışa Göre Getiri (%)
AGHOL	204,60	8,4	2,4	49.827	59,2	127,2	179,3	122,39
AKCNS	137,20	9,6	4,9	26.267	36,9	110,8	378,1	98,27
*ALGYO	43,16	2,1	1,0	6.254	33,5	85,0	175,8	79,67
ANHYT	38,50	7,2	4,0	16.555	39,2	148,5	180,2	143,98
*BIMAS	257,00	16,7	6,0	156.050	32,3	95,6	135,8	93,42
*BRLSM	21,42	18,5	9,0	6.787	127,3	243,4	564,1	142,03
EKGYO	8,64	7,8	1,6	32.832	5,5	33,7	132,6	22,73
KCHOL	137,00	4,1	1,9	347.418	17,6	87,5	195,5	82,67
*KLSYN	5,81	13,0	3,2	2.507	4,7	62,7	104,0	60,94
ORGE	47,70	9,0	4,3	3.816	64,5	119,4	366,7	118,01
PETUN	79,00	10,5	1,2	3.423	19,7	88,1	212,8	84,67
THYAO	238,00	6,1	1,2	328.440	9,5	77,5	238,5	67,25
*TTRAK	817,70	14,6	16,2	81.825	40,7	164,3	565,8	155,79
TUPRS	133,50	6,0	3,8	257.227	42,9	108,9	188,6	103,20
Ortalama								98,22
XU100	7716,67							68,46
Fark								29,75

- 2 -

*1Ç23 Model Portföy'de yer alan **ALGYO, BIMAS, BRLSM, KLSYN, TTRAK** hisselerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Performans İstatistikleri tablosundaki değer değişimleri temettü ödemelerine göre düzeltilmiş fiyatlarla hesaplanmıştır.

*BRLSM hissesi 1Ç23 Model Portföy'den erken çıkarılmıştır. Hisse getirisine ilişkin hesaplamalarda 03.08.2023 günü kapanış fiyatı esas alınmıştır. Konuyla ilgili açıklamaya 03.08.2023 tarihli güncelleme notundan erişilebilir: [Model Portföy 1Ç23 Güncelleme Notu](#)

* Piramit Menkul Kıymetler Araştırma Bölümü tarafından hazırlanan 1Ç23 Model Portföy'ün 25.08.2023 itibarıyla sonlandırılmasına karar verilmiştir. Konuyla ilgili açıklamaya 25.08.2023 tarihli güncelleme notundan erişilebilir: [Model Portföy 1Ç23 Güncelleme Notu](#)

Kod	Nakit Kâr Payı – Net (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
BRLSM	0,1045736	13.06.2023	15.06.2023
KLSYN	0,0300007	12.06.2023	14.06.2023
BIMAS	1,80	14.06.2023	16.06.2023

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
TTRAK	87,50	06.06.2023	08.06.2023
ALGYO	125,00	15.06.2023	19.06.2023

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.

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ALGYO): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %487, yıllık %201 artarak 286,7mn TL'ye yükseldi. Tamamına yakını kira gelirlerinde oluşan cari dönem hâsılatı çeyreklik %54, yıllık %77 artarak 26,5mn TL'ye ulaşmıştır. Cari dönemde 1,4mn TL olarak gerçekleşen maliyetlerin tamamı verilen hizmet maliyetlerinden ve 6,1mn TL'lik faaliyet giderlerinin tamamı genel yönetim giderlerinden kaynaklanmaktadır. 2Ç23'te artan kambiyo kârlarının etkisiyle esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 240,8mn TL'ye yükselmesi net kârdaki artışın temel nedenidir. Böylelikle esas faaliyet kârı çeyreklik %475, yıllık %172 artarak 259,6mn TL'ye yükselmiştir. Ayrıca 2Ç23'te yatırım faaliyetlerden elde edilen gelirlerin 25,2mn TL'ye ulaşması dönem net kârını desteklemiştir. Şirketin yüksek likiditeye sahip ve dönen varlıklarının çoğunluğunun döviz cinsi olması, net borcunun bulunmaması ve ayrıca sektör ortalamalarına kıyasla iskontolu fiyatlanmasını pozitif yorumluyoruz. Genel değerlendirme kapsamında 2Ç23 finansallarının kısa/orta vadede hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olacağını düşünüyoruz.

Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi (ANSGR): Hayat dışı sigortacılığın tüm branşlarında faaliyet gösteren Şirket'in 1Ç23 net dönem kârı 3,03mlr TL ile piyasa beklentilerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. 2Ç22'de 179,3mn TL kâr elde edilirken 1Ç23 döneminde 116,1mn TL zarar edilmişti. Teknik bölümler bazında; hayat dışı bölümde 2Ç23 net çeyrek teknik geliri yıllık %236 artışla 10,71mlr TL seviyesinde gerçekleştirmiştir. Hayat dışı teknik gider yıllık %130 artarak 6,65mlr TL olmuştur. Hayat dışı teknik bölüm dengesi bir önceki yılın aynı döneminde 293,8mn TL iken 4,06mlr TL'ye yükselmiştir. 2023/06 döneminde prim üretimine en büyük katkı kara araçları ve kara araçları sorumluluk sigortası, ardından yangın ve doğal afetler ile hastalık sağlık branşlarından gelmiştir. Şirket güçlü prim üretimiyle pazar payını korumuştur. Hayat ve emeklilik bölümleri bulunmaması dolayısıyla genel teknik bölüm dengesi de 4,06mlr TL olmuştur. Teknik olmayan bölümler bazında; 2Ç23 net çeyrekte yatırım faaliyetlerinden kaynaklı gelirler 1,96mlr TL'den 7,54mlr TL'ye yükseldi. Yatırım giderleri 2,00mlr TL'den 7,64mlr TL'ye yükseldi. Diğer ve olağandışı faaliyetlerden kaynaklı net gider 312,8mn TL oldu. Şirket'in aktif büyüklüğü 2023/06 döneminde bir önceki çeyreğe göre %30, bir önceki yılın aynı dönemine göre %119 artışla 45,65mlr TL oldu. Şirket'in yıllıklandırılmış özsermaye kârlılığı %58,3, yıllıklandırılmış aktif kârlılığı %11 olmuştur. Piyasa beklentisinin üzerinde kâr açıklayan Şirket'in görece düşük pazar çarpanlarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören sigorta şirketleri arasında öne çıktığını düşünmekteyiz. Ayrıca, İş Bankası'nın iştiraklerini yeni bir anonim şirket çatısı altında toplama ve iştirak portföyünün daha verimli kullanılması yönündeki açıklamasına istinaden söz konusu adımın Banka ve iştirakleri için orta/uzun vadede ek değer yaratma potansiyeli taşıdığını düşünmekteyiz.

Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CEMETS): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %187, yıllık %17 artarak 316mn TL'ye ulaştı. Cari dönemde hâsılat yıllık %12 gerilemeye karşın çeyreklik %0,3 artışla 852,1mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2023/06 dönemi hâsılatı miktar bazında incelendiğinde; hadde mamulü satışları yıllık bazda 80.483 tondan 65.363 tona gerilemiştir. Buna karşın, denge çubuğu satışları 58.413 adetten 67.659 adede yükselmiştir. İlgili dönemlerde Şirket'in hadde mamul üretimi 82.160 tondan 69.415 tona gerilemiş olup denge çubuğu üretimi ise 58.413 adetten 67.659 adede yükselmiştir. Bu gelişmeler dikkate alındığında Şirket'in, otomotiv sektörü ve makine sanayide önemli bir yere sahip olan denge çubuğu faaliyetlerine önem verdiğini görmekteyiz. Zira, Çemtaş'ın denge çubuğu için kurulmuş üretim hattı ve bir adet laboratuvarı bulunmaktadır. Denge çubuğu hattında kullanılan ham malzemeler, sıcak haddeleme sonrası kabuk soyma işlemi de dâhil olmak üzere, Çemtaş tesislerinde üretilmesi maliyet kontrolü açısından önemlidir. 2Ç23'te 637,1mn TL olarak gerçekleşen maliyetler, yıllık bazda hâsılatındaki gerilemeye karşın sınırlı artarken çeyreklik bazda geriledi. Faaliyet giderleri çeyreklik %28, yıllık %52 artarak 54,4mn TL oldu. Cari dönemde net faaliyet kârı yıllık %49 gerilemeye karşın çeyreklik %86 ile güçlü artarak 160,6mn TL olmuştur. Şirket 2Ç23 döneminde 170,5mn TL'lik FAVÖK elde etti. 2Ç23'te esas faaliyetlerden diğer gelirlerin 115,1mn TL'ye yükselmesi ve 39,3mn TL'lik finansman geliri oluşması kârlılığını desteklemiştir. 2Ç23 dönemi çeyreklik marjlarında belirgin bir yükseliş görülmektedir. Kâr marjları ise bir miktar gerilemeye karşın son 5 yıllık ortalamanın üzerinde gerçekleşmiştir. Net kâr marjı yıllık %37,1 ve esas faaliyet kâr marjı %32,4 olmuştur. FAVÖK marjı ise %20 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2Ç23 döneminde 399,6mn TL'lik net nakit fazlası ve 575,5mn TL düzeyinde net döviz pozisyonu bulunmaktadır. Türkiye'de 14 ay sonra ilk defa hammadde üretiminde artış yaşanmasını uzun zamandır gerileme kaydeden sektör açısından olumlu buluyoruz. Çelik sektörünün hammadde ve enerji girdilerinde dışa bağımlı olması maliyetlerin yükselmesine sebep olmaktadır. Şirket'in, yakın zamanda bir GES projesinin tamamlandığını açıklaması bu durum açısından önem arz etmektedir. Şirket'in yurt dışı ağırlıklı denge çubuğu satışlarındaki güçlenme ve sektöre kıyasla iskontolu fiyatlanmasını da dikkate alarak CEMTS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 5 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	852	849	0,33	852	963	-0,12
SMM	637	720	0,00	637	610	0,04
Brüt satış karı	215	129	0,67	215	353	-0,39
Faaliyet Giderleri	54	43	0,28	54	36	0,52
Finansal Gelir/Gider	39	-8	a.d.	39	-9	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	276	109	1,53	276	346	-0,20
FAVÖK	170	95	0,79	170	324	-0,47
Ana Ortaklık Net Kâr	316	110	1,87	316	270	0,17

Oranlar (%)	1Ç23	4Ç22	Fark	1Ç23	1Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	25,23	15,18	10,1	25,23	36,66	-11,4
EFK Marjı	32,35	12,82	19,5	32,35	35,88	-3,5
FAVÖK Marjı	20,00	11,19	8,8	20,00	33,67	-13,7
Net Kâr Marjı	37,09	12,95	24,1	37,09	28,06	9,0

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.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CİMSA): Şirket'in 2Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %300, yıllık %17 artışla 1,01mlr TL'ye yükselerek beklentilerin bir hayli üzerinde gerçekleşti. Cari dönemde hâsılat çeyreklik %29 ve yıllık %36 artarak 3,05mlr TL'ye ulaştı. 2Ç23 dönemi hâsılatı incelendiğinde; çimento satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %31 artarak 2,61mlr TL, hazır beton satışları ise %75 yükselişle 443,87mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Cari dönemde 2,23mlr TL olarak gerçekleşen maliyetlerin artış oranı bakımından yıllık ve çeyreklik bazda hâsılatın gerisinde olması kârlılığı olumlu etkilemiştir. Operasyonel performansa dair fikir veren net faaliyet kârı yıllık %58,5, çeyreklik %152 ile güçlü yükselerek 693,03mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket 2Ç23 döneminde 741mn TL'lik FAVÖK elde etmiştir. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlarından (Exsa ve Cimsa Sabancı Cement BV) elde edilen 168 mn TL'lik katkı ve vadesi dolan KKM'lerden elde edilen 218,47mn TL gelir karlılığı olumlu etkileyen diğer unsurlar olmuştur. Faaliyet giderlerindeki yıllık ciro üzeri oransal artış ve finansman net giderlerindeki artışın etkisiyle; net kâr marjındaki hafifçe gerileme haricinde diğer marjların tümünde hem yıllık hem de çeyreklik bazda iyileşme gerçekleşmiştir; net kâr marjı %33, esas faaliyet kâr marjı %33 ve FAVÖK marjı %24,3 olmuştur. Kâr marjları son 5 yıllık ortalamaların üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2Ç23'te yabancı para net varlık pozisyonunun bir önceki çeyreğe göre yaklaşık 1mlr TL düzeyinde artırımını olumlu bulmaktayız. Ayrıca, iyileşen operasyonel performansın sektöre kıyasla iskontolu fiyatlanan CİMSA hissesini orta vadede pozitif etkileyeceğini düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	3.049	2.363	29,05	3.049	2.240	0,36
SMM	2.232	1.939	0,00	2.232	1.733	0,29
Brüt satış karı	818	424	0,93	818	507	0,61
Faaliyet Giderleri	125	149	-0,16	125	70	0,78
Finansal Gelir/Gider	-228	-103	a.d.	-228	-61	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	1.006	306	2,28	1.006	534	0,89
FAVÖK	741	314	1,36	741	471	0,57
Ana Ortaklık Net Kâr	1.007	252	3,00	1.007	858	0,17

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	26,81	17,94	8,9	26,81	22,63	4,2
EFK Marjı	33,01	12,97	20,0	33,01	23,82	9,2
FAVÖK Marjı	24,30	13,29	11,0	24,30	21,02	3,3
Net Kâr Marjı	33,02	10,65	22,4	33,02	38,32	-5,3

Deva Holding A.Ş. (DEVA): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %103, yıllık %193 artarak 903,1mn TL'ye yükseldi. Cari dönemde 1,9mlr TL'ye yükselen hâsılatın değişim oranı çeyreklik %5 düşüş, yıllık %86 artış yönünde oldu. 2Ç23 hâsılatı yıllık bazda incelendiğinde; beşeri ilaç satış gelirleri 1,84mlr TL (%100 artış), veteriner ve tarım ilâçları satış geliri 48,9mn TL (%18 artış) ve diğer gelirler 8,5mn TL seviyelerinde gerçekleşmiştir. Serbest piyasa IQVIA verilerine göre 1Y23 döneminde Türkiye ilaç pazarında 89,49mlr TL değerinde olan 1,36 milyar kutu ilaç satışı gerçekleşmiştir. Böylece yurt içi ilaç pazarı 1Y22 dönemine kıyasla tutar bazında %103 ve adet bazında %6 oranında büyüme kaydetmiştir. DEVA Holding ise 1Y23'te 2,69mlr TL IQVIA satışı ile yıllık %123 ve 70 milyon adet IQVIA satışıyla %16,90'lık bir büyüme yakalamıştır. 2Ç23'te 808,3mn TL olan maliyetlerin yıllık bazda hâsılatla oranla sınırlı artması kârlılığa olumlu yansımıştır. Böylece brüt satış kârı yıllık %109 artışla 1,09mlr TL'ye ulaşmıştır. Esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 103,1mn TL'ye ve yatırım faaliyetlerinden gelirlerin 389,5mn TL'ye ulaşması kârlılığını desteklemiştir. 2Ç23 kâr marjları incelendiğinde, halihazırda yüksek seyreden kâr marjlarında artış görülmektedir. Net kâr marjı 17,4 puan artışla %47,6 ve FAVÖK marjı 5,7 puan yükselişle %35,3'e ulaşmıştır. Şirket'in likidite oranlarının makul seviyelerde seyirini sürdürmesini olumlu olarak değerlendirmekteyiz. Şirketin temel operasyonel performansının güçlendiğini ve marjlarını istikrarlı bir şekilde artırdığını görmekteyiz. Satış adetlerinin artış oranı bakımından sektörün üzerinde gerçekleşmesini de dikkate alarak hisseyi 2Ç23 Model Portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	1.897	2.003	-5%	1.897	1.020	86%
SMM	808	838	-4%	808	498	62%
Brüt satış karı	1.089	1.165	-7%	1.089	522	109%
Faaliyet Giderleri	468	423	11%	468	248	88%
Finansal Gelir/Gider	-225	-218	a.d.	-225	-123	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	725	794	-9%	725	397	83%
FAVÖK	669	772	-13%	669	302	122%
Ana Ortaklık Net Kâr	903	445	103%	903	308	193%

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	57,40	58,16	-0,8	57,40	51,17	6,2
EFK Marjı	38,19	39,65	-1,5	38,19	38,89	-0,7
FAVÖK Marjı	35,26	38,55	-3,3	35,26	29,59	5,7
Net Kâr Marjı	47,59	22,20	25,4	47,59	30,20	17,4

Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. (DOAS): Şirket'in 2Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %32 ve yıllık %191 artışla piyasa beklentisi doğrultusunda 5,13mlr TL'ye yükseldi. Cari dönem hâsılatı çeyreklik %40, yıllık %134 artışla 27,14mlr TL'ye ulaşarak beklentileri karşıladı. 06/23 döneminde Türkiye Pazar Satış Adetleri yıllık bazda %55 büyüme kaydederek 559.942 olurken, Doğuş Otomotiv perakende satışlarını yıllık bazda %51 artırarak 61.921 seviyesine yükseltti. (Skoda hariç). 2Ç23'te satışların maliyeti 20,51mlr TL'ye yükselmiştir. Ancak hem çeyreklik hem yıllık bazda artış oranı bakımından hâsılatın gerisinde kalmış ve kârlılığa olumlu yansımıştır. Esas faaliyetlerden diğer net gelirlerin 559,7mn TL'ye ve yatırım faaliyetlerinden gelirlerin 738,3mn TL'ye çıkması kârlılığı desteklemiştir. 2Ç23 kâr marjları incelendiğinde, yıllık ve çeyreklik iyileşme görülmektedir. Net kâr marjı %18,9, FAVÖK marjı %21,2, esas faaliyet kârı %22,8 ve brüt kâr %24,4 olmuştur. Şirket'in yabancı para net varlık pozisyonu önceki çeyreğe kıyasla -1,49mlr TL'den 1,77mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket, 2023 yılında yurt içi toplam otomotiv pazarı satışlarının 1mn adet seviyelerinde gerçekleşeceğini öngörmektedir. Buna bağlı olarak aynı dönemde DOAS'ın 110 bin satış adedine ulaşması beklenmektedir. (Skoda hariç). Yurt içi otomotiv piyasasında yaşanan canlılığın önümüzdeki dönemlerde şirket satışlarına olumlu yansıyacağını düşünmekteyiz. Pazar çarpanları Şirketin otomotiv sektörüne kıyasla iskontolu olduğunu işaret etmektedir. Hâsılat ve marjlardaki artışın yanı sıra yabancı para net varlık pozisyonundaki iyileşme olumludur. Şirket'in 2Ç23 finansallarını ve sektör çarpanlarına göre iskontolu fiyatlanmasını pozitif bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	27.142	19.450	39,55	27.142	11.614	1,34
SMM	20.510	14.905	0,00	20.510	9.082	1,26
Brüt satış karı	6.632	4.544	0,46	6.632	2.532	1,62
Faaliyet Giderleri	1.015	607	0,67	1.015	446	1,28
Finansal Gelir/Gider	-1.378	-250	a.d.	-1.378	-195	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	6.177	3.873	0,59	6.177	2.146	1,88
FAVÖK	5.750	4.061	0,42	5.750	2.157	1,67
Ana Ortaklık Net Kâr	5.135	3.900	0,32	5.135	1.766	1,91

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	24,43	23,36	1,1	24,43	21,80	2,6
EFK Marjı	22,76	19,91	2,8	22,76	18,47	4,3
FAVÖK Marjı	21,19	20,88	0,3	21,19	18,58	2,6
Net Kâr Marjı	18,92	20,05	-1,1	18,92	15,20	3,7

Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. (DOHOL): Şirket'in 2Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %830, yıllık %289 artarak 5,88mlr TL'ye ulaştı. Cari dönem hâsılatı çeyreklik %33, yıllık %187 artışla 8,73mlr TL oldu. Hâsılatın; 3,07mlr TL'si (yıllık %116 artış) sanayi ve ticaret, 3,01mlr TL'si (yıllık %236 artış) otomotiv ticaret ile pazarlama ve 1,81mlr TL'si (yıllık %1.062 artış) finansman ve yatırım bölümünden elde edilmiştir. 2Ç23'te satışların maliyeti 5,73mlr TL'ye ve faaliyet giderleri 776,6mn TL'ye yükseldi. Ancak her iki gider kalemi de hem çeyreklik hem de yıllık bazda hâsılatın daha az artmış ve kârlılığa olumlu yansımıştır. Salt operasyonel performansla dair fikir veren net faaliyet kârı çeyreklik %165, yıllık %310 artarak 2,22mlr TL oldu. Ayrıca SMM/Ciro oranı son beş yılın ilk yarılarında istikrarlı bir düşüşle %91,7'den %57,2'ye gerilemiştir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer net gelirleri, kur farkı gelirindeki artışa bağlı olarak 1,13mlr TL'ye çıkmıştır. Cari dönemde Grup, bağlı ortaklığı Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin satılmasına karar verdi. Bağlı ortaklık satışı neticesinde 2Ç23'te yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirler sert bir yükselişle 4,14mlr TL'ye ulaşmıştır. Öte yandan net finansman giderleri 1,36mlr TL'ye yükseldi ancak kâr marjları üzerinde dikkate değer bir baskı yaratmamıştır. 2Ç23'te kâr marjları hem çeyreklik hem de yıllık bazda belirgin iyileşmiştir; ana ortaklık net kâr marjı %67,4'e ve esas faaliyet kâr marjı %38,4'e ulaştı. Böylece ilgili marjlar 1Y23'te %42,6 ve %28,1 düzeyinde gerçekleşti. Son beş yıla ait ilk yarı ortalaması ise sırasıyla %26,1 ve %20,4 seviyesinde bulunmaktadır. 2Ç23'te vadeli mevduatlardaki artışla beraber nakit ve nakit benzerleri 8,7mlr TL'ye yükselerek likidite oranlarına pozitif yansımıştır. Şirket'in USD cinsi riskten korunma amaçlı türev araç varlıklarında dikkate değer artış gerçekleşmiştir. Net döviz fazlası 14,25mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket'in yayımladığı son finansallarındaki pozitif görünümün orta/uzun vadede hisse fiyatına pozitif etki edebileceğini düşünmekteyiz.

- 9 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	8.726	6.551	33%	8.726	3.043	187%
SMM	5.730	5.045	14%	5.730	2.141	168%
Brüt satış karı	2.997	1.506	99%	2.997	902	232%
Faaliyet Giderleri	777	669	16%	777	360	116%
Finansal Gelir/Gider	-1.355	-459	a.d.	-1.355	-424	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	3.347	941	256%	3.347	1.140	193%
FAVÖK	2.551	1.078	137%	2.551	689	270%
Ana Ortaklık Net Kâr	5.878	632	830%	5.878	1.511	289%

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	34,34	22,99	11,3	34,34	29,64	4,7
EFK Marjı	38,35	14,37	24,0	38,35	37,48	0,9
FAVÖK Marjı	29,23	16,46	12,8	29,23	22,64	6,6
Net Kâr Marjı	67,36	9,65	57,7	67,36	49,66	17,7

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.

Enerjisa Enerji A.Ş. (ENJSA): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %437, yıllık %102 artarak 1,98mlr TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. 2Ç23 döneminde hâsılat yıllık %54, çeyreklik %3 artışla 29,48mlr TL olmuştur. Satışların maliyeti yıllık bazda hâsılatın daha az artarak 24,73mlr TL'ye ulaşmıştır. Faaliyet giderlerinde çeyreklik bazda yaşanan %71'lik düşüş kârı olumlu etkilemiştir. Net faaliyet kârında yıllık ve çeyreklik bazda görülen belirgin iyileşme olumludur. Cari dönemde 650,6mn TL'lik belirgin bir net kur farkı gideri oluşmasına rağmen türev ürünlerden 1,13mlr TL tutarında gerçeğe uygun değer farkı kazancı kaydedilmesi esas faaliyetlerden diğer net gelir/gider dengesini olumlu etkilemiştir. Esas faaliyet kârı çeyreklik %166, yıllık %38 artışla 3,35mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Önceki çeyreğe göre genel olarak belirgin kâr marjı artışları olmuştur. 2Ç23 döneminde net kâr marjı %6,7, FAVÖK marjı %13,1, esas faaliyet kârı %11,4 ve brüt kâr %16,1 olmuştur. Şirket'in 2Ç23 itibarıyla 2,30mlr TL Türk Lirası ve 51,3mn USD vadeli mevduatı bulunmaktadır. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payı sınırlı bir düşüşle %78'e gerilemiştir. Şirket'in yabancı para (YP) net finansal durum pozisyonu -933,2mn TL'den -587,5mn TL'ye gerilemiştir. Ayrıca, YP net varlık pozisyonu 4,54mlr TL'den 9,61mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2Ç23 döneminde beklentinin oldukça üstünde net kâr elde etmesi, güçlü YP net varlık pozisyonu ve şirket çarpanlarının sektöre göre oldukça iskontolu fiyatlanmasını olumlu bulmaktayız.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	29.476	28.641	3%	29.476	19.140	54%
SMM	24.731	22.927	8%	24.731	16.269	52%
Brüt satış karı	4.745	5.715	-17%	4.745	2.871	65%
Faaliyet Giderleri	1.071	3.684	-71%	1.071	767	40%
Finansal Gelir/Gider	-883	-765	a.d.	-883	-1.047	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	3.348	1.260	166%	3.348	2.424	38%
FAVÖK	3.861	2.188	76%	3.861	2.241	72%
Ana Ortaklık Net Kâr	1.984	370	437%	1.984	982	102%

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	16,10	19,95	-3,9	16,10	15,00	1,1
EFK Marjı	11,36	4,40	7,0	11,36	12,67	-1,3
FAVÖK Marjı	13,10	7,64	5,5	13,10	11,71	1,4
Net Kâr Marjı	6,73	1,29	5,4	6,73	5,13	1,6

- 10 -

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.

Türkiye İş Bankası A.Ş. (ISCTR): Banka'nın konsolide olmayan finansallarına göre 2Ç23 dönemi (Net çeyrek) net kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %28 artışla 18,60mlr TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisini aşmıştır. Aynı dönemde net ücret ve komisyon gelirleri yıllık %94 artışla 7,47mlr TL, net faiz geliri ise %20 azalarak 15,24mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Bankanın toplam kredileri bir önceki çeyreğe göre %15 artarak 2023/06 itibarıyla 967,37mlr TL olmuştur. Kredilerin 581,59mlr TL kısmı (%60,1) Türk Lirası, 385,78mlr TL kısmı (%39,9) yabancı para cinsindedir. Yabancı para cinsi kredilerde çeyreklik bazda artış, Türk Lirası cinsi kredilerdeki artıştan hızlı olmuştur. Toplam aktifleri çeyreklik %24 artışla 1,95trln TL olmuştur. Mevduat %22 artarak 1,27trln TL seviyesine yükselirken mevduatın 544,98mlr TL kısmı (%43,1) Türk Lirası, 720,46mlr TL kısmı (%56,9) kısmı yabancı para cinsindedir. Kredi mevduat oranı 2023/06 döneminde fazla değişmeyerek yaklaşık %75 olmuştur. Takipteki kredi oranı kayıttan düşülen krediler sonrasında, önceki çeyrekteki %2,68 seviyesinden 2023/06 itibarıyla %2,24 seviyesine gerilemiştir. Net faiz marjı %1,72'den %1,13 seviyesine gerilemiştir. Özsermaye kârlılığı bir önceki çeyreğe kıyasla %8,45'ten %18,91'e ve aktif kârlılığı %1,00'den %2,04'e yükselmiştir. Konsolide finansallara göre sermaye yeterlilik oranı %18,51'den %19,13'e yükselmiştir. Beklentilerin üzerinde kâr açıklayan İş Bankası hisselerinin Borsa İstanbul'da işlem gören bankalar arasında öne çıkabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca, Banka'nın iştiraklerini yeni bir anonim şirket çatısı altında toplama ve iştirak portföyünün daha verimli kullanılması yönündeki açıklamasına istinaden söz konusu adımın Banka ve iştirakleri için orta/uzun vadede ek değer yaratma potansiyeli taşıdığını düşünmekteyiz. Söz konusu yapılanma sürecinin yıl sonuna kadar tamamlanması beklenmektedir.

Özet Finansallar Solo (mn TL)	2Ç23	1Ç23	Fark (%)
Aktifler	1.945.933	1.575.042	24
Krediler	967.370	843.916	15
Mevduat	1.265.442	1.038.323	22
Net faiz geliri	15.238	19.919	-24
Net ücret ve komisyon geliri	7.467	6.154	21
Net kâr/zarar	18.595	12.903	44
Özsermaye	208.451	196.883	6

Oranlar %	2Ç23	1Ç23	Fark (Puan)
Özsermaye kârlılığı	18,91	8,45	10,45
Aktif kârlılığı	2,04	1,00	1,04
Net faiz marjı	1,13	1,72	-0,60
Takipteki krediler oranı	2,24	2,68	-0,44
Sermaye yeterlilik oranı	19,13	18,51	0,62

- 11 -

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 Elektrik Taahhüt A.Ş. (ORGE): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı yıllık %105, çeyreklik %100 artarak 151,1mn TL'ye ulaştı. Piyasa beklentisi net kârın 83mn TL olarak açıklanması yönündeydi. Cari dönemde 280,4mn TL'ye yükselen hâsılat yıllık %79 ve çeyreklik %3 arttı. Taahhüt satış gelirleri %81 artışla 216,7mn TL, malzeme satış gelirleri %72 artışla 63,7mn TL olmuştur. 2Ç23'te 132,5mn TL'ye yükselen maliyetler yıllık bazda oransal olarak hâsılatın gerisinde artış kaydetmiştir. Çeyreklik bazda ise hâsılattaki artışa karşın maliyetlerin gerilemesi kârlılığa olumlu yansımıştır. Net faaliyet kârı çeyreklik %37 ve yıllık %139 ile güçlü artarak 137,2mn TL'ye ulaştı. Şirket 2Ç23'te 107,4mn TL'lik beklentiye karşın 137,4mn TL'lik FAVÖK elde etmiştir. 2Ç23'te 55,6mn TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul değerlendirme gelirlerinin oluşması net kârı olumlu etkilemiştir. Şirket'in Hatay ve İstanbul'un Şile, Kartal, Maltepe, Ümraniye ve Kadıköy ilçelerinde yatırım amaçlı gayrimenkulleri bulunmaktadır. Kâr marjlarının yıllık ve çeyreklik bazda belirgin yükselmesi operasyonel performanstaki iyileşmeyi teyit etmektedir. Marjların uzun vade görünümüne baktığımızda istikrarlı seyrin devam ettiğini görmekteyiz. Ayrıca, cari dönemdeki marj oranlarının son 10 yılın en yüksek seviyesinde gerçekleşmesini olumlu buluyoruz. Şirket'in hali hazırda devam eden 12 adet projesi bulunmaktadır. Bunlardan 3 tanesi GES projelerinden oluşurken 5 tanesi ise İstanbul'da yer alan metro projeleridir. Önemli altyapı projeleri ve istikrarlı finansal performansı ile dikkat çeken Şirket'in inşaat altyapı taahhüt şirketleri arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	280	272	3%	280	157	79%
SMM	133	161	-18%	133	96	38%
Brüt satış karı	148	111	33%	148	61	144%
Faaliyet Giderleri	11	11	0%	11	3	245%
Finansal Gelir/Gider	-7	-5	a.d.	-7	-4	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	134	100	34%	134	62	115%
FAVÖK	137	101	36%	137	58	138%
Ana Ortaklık Net Kâr	151	76	100%	151	74	105%

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	52,75	40,89	11,9	52,75	38,62	14,1
EFK Marjı	47,61	36,64	11,0	47,61	39,58	8,0
FAVÖK Marjı	49,01	37,13	11,9	49,01	36,83	12,2
Net Kâr Marjı	53,89	27,83	26,1	53,89	46,99	6,9

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ÖZKGY): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %1.918, yıllık %1.306 artarak 7,92mlr TL'ye yükseldi. Cari dönemde hâsılat çeyreklik %27 artarken yıllık %53 azalarak 340,8mn TL oldu. Konut ve arsa satışları gelirinin 631,2mn TL'den 123,5mn TL'ye gerilemesi toplam hâsılatın yıllık bazda gerilemesini açıklamaktadır. Buna karşın kira gelirleri 85,8mn TL'den 217mn TL'ye yükselmiştir. Satışların maliyeti çeyreklik %24, yıllık %72'lik düşüşle 60,1mn TL'ye gerilemiş ve kârlılığa olumlu yansımıştır. Zira satılan stok maliyetinin 204,1mn TL'den 38mn TL'ye dikkate değer bir düşüş kaydettiği görülmektedir. Tamamına yakını personel giderlerinden oluşan faaliyet giderleri ise çeyreklik %311, yıllık %184 artışla 34,7mn TL'ye yükselmiştir. Net faaliyet kârı çeyreklik %37 artış ve yıllık %50 azalışla 246mn TL olmuştur. 2Ç23'te Şirket, yatırım amaçlı gayrimenkul gerçeğe uygun değer artışı kaydetmiştir. Böylece esas faaliyetlerden 6,92mlr TL'lik diğer net gelir oluşmuştur. İlgili brüt tutarın 5,13mlr TL'si bina ve 1,81mlr TL'si arazi ile arsa makul değer artışından kaynaklanan kazançtan sağlanmıştır. Diğer gelirlerdeki astronomik yükselişin neticesinde 2Ç23'te 7,17mlr TL'lik esas faaliyet kârı kayda geçmiştir. Cari dönemde net finansman gelirleri çeyreklik %418, yıllık %952 artışla 693,3mn TL'ye yükselmiş ve kârlılığı desteklemiştir. Zira finansal yatırımların gerçeğe uygun değer kazançları 666,3mn TL'ye ulaşmıştır. 2Ç23 kâr marjları salt operasyonel kârlılığın yükseldiğini işaret etmektedir. Net faaliyet kâr marjı çeyreklik 5 ve yıllık 3,3 puan artarak %72,2 ile oldukça yüksek bir seviyeye tırmanmıştır. 2Ç23 bilanço kalemleri; nakit ve nakit benzerlerinin, önceki çeyreğe kıyasla TL cinsi vadeli mevduatlardaki düşüşün etkisiyle 588,7mn TL'den 249,7mn TL'ye gerilediğini göstermektedir. Buna karşın net döviz fazlası USD cinsi parasal finansal varlıklardaki artış ile 549,9mn TL'den 995mn TL'ye yükselmiştir. Ayrıca aynı dönemde net nakit fazlası da 1,78mlr TL'den 1,98mlr TL'ye çıkmıştır. 2Ç23 finansalları Şirket'in gayrimenkul değer artışı geliri haricinde de yüksek kârlılık potansiyelini koruduğunu işaret etmektedir.

Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL): Şirket'in 2Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik bazda %119 ve yıllık %65 artarak 13,31mlr TL'ye yükseldi. Böylece piyasanın 10,69mlr TL'lik beklentisinin üzerinde bir net kâr gerçekleşti. Cari dönemde net satış gelirleri çeyreklik %17, yıllık %73 artışla 88,5mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisinin (71,23mlr TL) oldukça üzerinde yer aldı. Banka grubu 56,17mlr TL (yıllık %75,1 artış) ile hâsılata önemli kısmını oluşturmaya devam etmiştir. Ancak banka segmentinde operasyonel gider/gelir rasyosunun 10 puan artarak %26,4'e yükselmesi bir miktar dikkat çekmektedir. Konsolide hâsılata geri kalan 32,92mlr TL'lik (yıllık %67,3 artış) kısmı ise banka dışı gruptan (Sanayi, yapı malzemeleri, dijital, finansal hizmetler ve diğer) sağlanmıştır. Banka dışı grupta en yüksek hâsılat büyümesi %128,9 ile dijital faaliyetlerde gerçekleşmiş olup 8,22mlr TL gelir elde edilmiştir. Finansal hizmetler %93,7'lik büyüme ile ikinci sırada yer alarak 7,61mlr TL hâsılat sağlamıştır. 2Ç23'te maliyetler 48,49mlr TL'ye ve faaliyet giderleri 14,4mlr TL'ye yükselmiştir. Çeyreklik bazda hem maliyet hem de faaliyet giderlerinin oldukça sınırlı (%0,1) artması kârlılık oranlarına pozitif yansımıştır. Öte yandan yıllık bazda maliyet ve faaliyet giderleri hâsılatın oldukça fazla artarak kârlılık oranlarını baskılamıştır. Şirket'in cari dönemde ürettiği 26,87mlr TL'lik FAVÖK, piyasanın 17,06mlr TL'lik beklentisinin oldukça üzerinde yer alarak pozitif bir görünüm sergilemiştir. 2Ç23'te kâr marjları çeyreklik bazda güçlü iyileşirken yıllık bazda gerilemiştir. 2023/06 döneminde ana ortaklık net kâr marjı %11,8 ve esas faaliyet kâr marjı %27,4 olarak gerçekleşmiştir. İlgili marjların son beş yıla ait ilk yarıyı ortalaması sırasıyla %10,9-%22,8 düzeyinde bulunmaktadır. Özetle Şirket'in cari yarıyla ait hem salt operasyonel hem de genel kârlılığı ortalamasının üzerinde seyretmektedir. 2Ç23'te nakit ve nakit benzerlerinin, ters repo alacaklarındaki artışın neticesinde 71,76mlr TL'den 117,32mlr TL'ye yükseldiği görülmektedir. Bu gelişmeyle beraber nakit oran 2023/06'da 0,16'ya yükselerek son beş yılın ilk yarı ortalamasına paralel gerçekleşmiştir. Şirket'in yayımlanan son finansalları, kârlılık oranlarının yüksek seyrini koruduğunu ve başlıca finansal göstergelerin piyasa beklentisinin oldukça üzerinde yer aldığını göstermektedir. Bu gelişmelere bağlı olarak SAHOL hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 14 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	88.504	75.512	17%	88.504	51.271	73%
SMM	48.489	48.186	1%	48.489	26.407	84%
Brüt satış karı	40.015	27.327	46%	40.015	24.864	61%
Faaliyet Giderleri	14.397	14.280	1%	14.397	6.625	117%
Finansal Gelir/Gider	-1.002	-821	a.d.	-1.002	-257	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	31.067	13.877	124%	31.067	20.326	53%
FAVÖK	26.875	14.218	89%	26.875	19.036	41%
Ana Ortaklık Net Kâr	13.313	6.087	119%	13.313	8.091	65%

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	45,21	36,19	9,0	45,21	48,50	-3,3
EFK Marjı	35,10	18,38	16,7	35,10	39,64	-4,5
FAVÖK Marjı	30,37	18,83	11,5	30,37	37,13	-6,8
Net Kâr Marjı	15,04	8,06	7,0	15,04	15,78	-0,7

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.

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in 2Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %50, çeyreklik %211 artarak 13,75mlr TL'ye ulaştı. Piyasa beklentisi 11,88mlr TL düzeyinde bulunuyordu. Cari dönemde 107,63mlr TL ile beklentilerin üzerinde gerçekleşen hâsılat yıllık %50, çeyreklik %31 arttı. Hâsılatın önemli kısmını oluşturan yolcu gelirleri yıllık %72 artarak 92,47mlr TL'ye yükselirken kargo gelirleri %25 azalışla 12,49mlr TL'ye geriledi. Böylelikle, toplam yolcu ve kargo gelirler 104,95mlr TL'ye ulaşmıştır. Yolcu ve kargo gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde; birinci sırada Avrupa (31,86mlr TL), ikinci sırada Amerika (23,56mlr TL) ve üçüncü sırada Asya gelirlerinin (22,99mlr TL) yer aldığı görülmektedir. Yurt içi gelirler ise 8,07mlr TL olarak gerçekleşmiştir. 2Ç23 dönemi trafik sonuçları toplam yolcu sayısının yıllık %19 artışla 21,65 milyon kişiye ulaştığını göstermektedir. Cari dönemde 80,38mlr TL olarak gerçekleşen maliyetlerin hâsılatla oranla sınırlı artması kârlılığa olumlu yansımıştır. En büyük gider kalemi olan akaryakıt giderlerinin bu dönemde bir miktar gerilemesi maliyetlerin sınırlı kalmasında etkili olmuştur. Operasyonel performansla dair fikir veren net faaliyet kârı yıllık %80, çeyreklik %505 ile güçlü artarak 15,3mlr TL'ye yükselmiştir. Ayrıca FAVÖK 2Ç23'te beklentileri karşılayarak 25,62mlr TL olmuştur. Kur farkı gelirlerinin önemli etkisiyle esas faaliyetlerden diğer gelirler 1,84mlr TL'ye yükselmiştir. Bununla beraber faiz geliri ve devlet teşvik gelirlerindeki artıştan kaynaklı yatırım faaliyetlerinden gelirler 4,39mlr TL'ye yükselmiştir. 2020 yılı ile başlayan pandemi sürecinde esas faaliyetleri dolayısıyla THYAO kâr marjları negatif bölgede yer almaya başlamıştı. 2023/06 döneminde net kâr marjı %9,58'e ve net faaliyet kâr marjı %9,40'a çıkmıştır. Son beş yılın aynı döneme ait ortalaması ise sırasıyla -%0,8 ve %0,1 düzeyinde bulunmaktadır. Zira THYAO kârlılığındaki belirgin iyileşme dikkat çekmektedir. 2Ç23 döneminde beklenti üstü gerçekleşen net kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarını olumlu buluyor ve hisse senedini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	107.633	82.057	31,17	107.633	71.969	0,50
SMM	80.383	69.839	0,00	80.383	56.908	0,41
Brüt satış karı	27.250	12.218	1,23	27.250	15.061	0,81
Faaliyet Giderleri	11.950	9.688	0,23	11.950	6.553	0,82
Finansal Gelir/Gider	-3.310	665	a.d.	-3.310	143	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	17.139	2.151	6,97	17.139	8.685	0,97
FAVÖK	25.623	11.908	1,15	25.623	15.649	0,64
Ana Ortaklık Net Kâr	13.754	4.418	2,11	13.754	9.155	0,50

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	25,32	14,89	10,4	25,32	20,93	4,4
EFK Marjı	15,92	2,62	13,3	15,92	12,07	3,9
FAVÖK Marjı	23,81	14,51	9,3	23,81	21,74	2,1
Net Kâr Marjı	12,78	5,38	7,4	12,78	12,72	0,1

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. (TOASO): Şirket'in 2Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %103, yıllık %163 artışla 4,94mlr TL'ye yükselerek 3,58mlr TL'de bulunan beklentinin oldukça üzerinde gerçekleşti. 2Ç23'te 23,37mlr TL ile beklentilerin bir miktar üzerinde gerçekleşen hâsılat çeyreklik %25, yıllık ise %52'lik artış kaydetmiştir. Türkiye'de 2023/06 dönemi yurt içi otomobil ve hafif ticari araç toplam satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %56 artarak 556,4bin adet olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Tofaş'ın yurt içi toplam satışları yıllık %66 artışla 103,9bin adet seviyesine ulaşırken yurt dışı satışlarda %53'lük bir gerileme görülmektedir. Stellantis ile yapılan anlaşmaya göre Doblo satışlarının yalnızca yurtiçinde satışa sunulmasıyla birlikte Doblo üretiminin 40,2bin adetten 9,9bin adede gerilemesi bu düşüşte etkili olmuştur. Şirket'in en büyük üretim kalemi olan Egea üretimi 2023/06 döneminde yıllık %44 artışla 85,9bin adet, MCV üretimi ise yıllık %50 yükselişle 27,4bine ulaşarak Doblo üretimindeki düşüşü telafi etmiştir. Böylelikle, Tofaş'ın 2023/06 dönemi toplam üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre %4 büyüyerek 123,3bin adet olmuştur. 2Ç23'de 18,13mlr TL'ye yükselen maliyetlerin hem yıllık hem de çeyreklik bazda oransal olarak hâsılatın gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. 2Ç23 döneminde kaydedilen 2,21mlr TL tutarındaki net finansman geliri kârın piyasa beklentisini aşmasında etkili olmuştur. Net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik bazda %64, yıllık bazda ise %92 artarak 4,21mlr TL ile operasyonel performansta güçlenmeyi işaret etmiştir. 2Ç23'te beklentileri aşarak 4,37mlr TL'ye ulaşan FAVÖK, son 10 yılda istikrarlı bir artış kaydetmektedir. Kâr marjlarındaki artış operasyonel performanstaki iyileşmeyi işaret etmektedir. 2Ç23'te net kâr marjı %21,1, FAVÖK marjı %18,7 ve NFK marjı %18 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2Ç23 döneminde 9,09mlr TL net nakit fazlası ve 313mn TL'lik döviz fazlası oluşmuştur. Şirket'in 2Ç23 dönemi operasyonel performansındaki iyileşmeyi dikkate alarak TOASO hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç23	1Ç23	% Değ.	2Ç23	2Ç22	% Değ.
Net Satışlar	23.366	18.741	24,68	23.366	15.415	0,52
SMM	18.132	15.303	0,00	18.132	12.733	0,42
Brüt satış karı	5.352	3.552	0,51	5.352	2.751	0,95
Faaliyet Giderleri	1.144	981	0,17	1.144	556	1,06
Finansal Gelir/Gider	2.213	587	2,77	2.213	-114	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	2.951	2.489	0,19	2.951	1.987	0,49
FAVÖK	4.367	2.868	0,52	4.367	2.571	0,70
Ana Ortaklık Net Kâr	4.939	2.433	1,03	4.939	1.876	1,63

Oranlar (%)	2Ç23	1Ç23	Fark	2Ç23	2Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	22,91	18,95	4,0	22,91	17,85	5,1
EFK Marjı	12,63	13,28	-0,7	12,63	12,89	-0,3
FAVÖK Marjı	18,69	15,31	3,4	18,69	16,68	2,0
Net Kâr Marjı	21,14	12,98	8,2	21,14	12,17	9,0

- 16 -

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.

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

