

Piramit Menkul Kıymetler 3Ç23 Model Portföy'ünde **AEFES, AKCNS, BIMAS, CEMTS, DOAS, FROTO, GOLTS, INDES, KCHOL, SAHOL, TCELL, THYAO, YKBNK** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 24 Kasım 2023 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	24.11.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
<b>AEFES</b>	113,70	8,3	1,8	67.322	10,4	10,5	92,7
<b>AKCNS</b>	155,10	9,2	3,5	29.693	-13,6	10,5	202,5
<b>BIMAS</b>	316,50	16,8	6,4	192.179	5,0	31,8	144,4
<b>CEMTS</b>	11,83	6,0	2,3	5.915	-3,8	9,4	13,0
<b>DOAS</b>	256,50	3,2	2,2	56.430	-1,8	-8,0	92,0
<b>FROTO</b>	819,50	8,6	7,1	287.571	-2,6	-1,2	99,4
<b>GOLTS</b>	310,00	6,4	2,9	5.580	2,4	44,9	168,5
<b>INDES</b>	28,00	8,2	3,5	6.272	16,6	40,5	67,3
<b>KCHOL</b>	141,40	3,5	1,7	358.576	-2,3	3,7	110,8
<b>SAHOL</b>	61,10	2,3	0,9	124.669	8,7	4,0	61,6
<b>TCELL</b>	58,05	7,3	3,1	127.710	14,2	3,7	69,2
<b>THYAO</b>	259,75	4,6	1,0	358.455	19,2	12,7	132,8
<b>YKBNK</b>	17,82	2,3	0,9	150.526	-4,8	5,8	65,7

- 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.

## 2Ç23 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	24.11.2023	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	01.09.2023 Kapanışa Göre Getiri (%)
ALGYO	42,22	2,1	1,0	6.118	-1,4	0,5	33,7	-0,94
ANSGR	67,75	5,6	2,3	33.875	12,0	75,9	349,6	74,88
CEMST	11,83	6,0	2,3	5.915	-3,8	9,4	13,0	-17,21
CIMSA	35,64	12,6	4,1	33.701	-5,3	37,0	208,4	17,51
DEVA	87,20	7,6	3,0	17.442	-3,1	-0,3	75,4	-3,54
DOAS	256,50	3,2	2,2	56.430	-1,8	-8,0	92,0	-7,41
DOHOL	13,39	3,7	1,1	35.042	-10,1	1,7	92,1	-4,56
ENJSA	49,58	2,3	1,8	58.557	-8,7	4,4	98,8	-6,36
ISCTR	21,26	2,8	1,0	212.599	-11,4	18,1	117,0	-0,47
ORGE	68,00	11,1	5,3	5.440	28,1	36,9	134,0	20,04
OZKGY	9,77	1,2	0,5	14.225	1,2	7,0	40,6	9,65
SAHOL	61,10	2,3	0,9	124.669	8,7	4,0	61,6	-0,57
THYAO	259,75	4,6	1,0	358.455	19,2	12,7	132,8	2,26
TOASO	240,00	7,5	5,7	120.000	-9,2	-8,5	85,2	-14,44
<b>Ortalama</b>								<b>4,92</b>
<b>XU100</b>	7959,95							<b>-1,19</b>
<b>Fark</b>								<b>6,11</b>

- 2 -

\*2Ç23 Model Portföy'de yer alan **CIMSA, DOAS** hisselerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. Performans İstatistikleri tablosundaki değer değişimleri düzeltilmiş fiyat seviyeleri ile hesaplanmıştır.

Kod	Nakit Kâr Payı – Net (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
DOAS	5,1136362	24.11.2023	28.11.2023

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
CIMSA	600,00	29.09.2023	03.10.2023

**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.

**Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. (AEFES):** Şirket'in 3Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %65, yıllık %127 artışla 4,73milyar TL'ye yükselerek piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşti. Hâsılat çeyreklik %31, yıllık %67 artışla 49,79milyar TL'ye yükselerek beklentileri karşılamıştır. Şirket'in 3Ç23 dönemi satışları incelendiğinde geçen yılın aynı dönemine göre bira grubu satışlarının yıllık %44 artarak 17,74milyar TL'ye, meşrubat grubu satışlarının ise yıllık %82 yükselerek 31,73milyar TL'ye ulaştığı görülmektedir. Şirket'in konsolide satış hacmi 3Ç23'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,3 oranında artarak 37,8milyon hektolitreye (milyon hektolitreye) olmuştur. İlgili dönemde bira grubu hacimleri yıllık bazda %8 oranında büyüyerek 10,4milyon hektolitreye seviyesine ulaşmıştır. Bira grubunun satış hacmindeki artışta Rusya ve Türkiye'de yürütülen faaliyetlerin güçlenmesi etkili olmuştur.

Hem temmuz-eylül döneminde hem de dokuz ayın toplamında Şirket'in maliyet artışının ciroya göre sınırlı kalmasıyla birlikte net faaliyet kârının güçlü artması finansal performans açısından olumludur. 3Ç23'te 12,19milyar TL ile beklenti üzeri FAVÖK elde edilmiştir. FAVÖK, hem yıllık hem de çeyreklik bazda oransal olarak hâsılatın üzerinde artmıştır.

Kâr marjlarının ağustos-eylül döneminde hem bir önceki çeyreğe hem de bir önceki yılın aynı dönemine göre artış kaydettiği görülmektedir. Dokuz aylık marjlarda da önceki yılın aynı dönemine göre artış olmuştur. Ayrıca, son beş yılın dokuz aylık dönemlerindeki kademeli yükseliş eğilimini ve bu yılın dokuz ayında en yüksek seviyede gerçekleşmesini olumlu buluyoruz. Şirket'in 2023/09 itibarıyla nakit ve nakit benzerlerinde artış, net borç pozisyonunda düşüş olmuştur. Döviz açığının bir miktar artmasına karşın türev ürünlerle dengelenmeye devam etmektedir. 3Ç23'te beklentileri aşan net kâr, ciro ve FAVÖK rakamlarının yanı sıra istikrarlı bir şekilde güçlenen operasyonel performansın, sektöre kıyasla iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz AEFES hissesini orta vadede pozitif etkileyeceğini düşünmekteyiz.

- 3 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	49.790	38.002	31,02	49.790	29.755	0,67
SMM	28.815	22.871	0,00	28.815	18.286	0,58
Brüt satış karı	20.975	15.131	0,39	20.975	11.469	0,83
Faaliyet Giderleri	10.297	8.062	0,28	10.297	5.862	0,76
Finansal Gelir/Gider	-548	-618	a.d.	-548	-948	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	10.437	6.909	0,51	10.437	5.454	0,91
FAVÖK	12.190	8.303	0,47	12.190	6.662	0,83
Ana Ortaklık Net Kâr	4.732	2.872	0,65	4.732	2.082	1,27

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	42,13	39,82	2,3	42,13	38,54	3,6
EFK Marjı	20,96	18,18	2,8	20,96	18,33	2,6
FAVÖK Marjı	24,48	21,85	2,6	24,48	22,39	2,1
Net Kâr Marjı	9,50	7,56	1,9	9,50	7,00	2,5

**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 3Ç23 dönemi net kârı yıllık %59, çeyreklik %48 artarak 1,31mlr TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini aşmıştır. Beklentileri karşılayan hâsılat, yıllık %66 ve çeyreklik %29 artışla 4,29mlr TL olmuştur. Şirket'in çimento satışları 2023/09 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %76 artışla 8,25mlr TL, hazır beton satışları ise %109 artışla 3,24mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Orta Anadolu İhracatçılar Birliği'nin verilerine göre aynı dönemde Türkiye'nin toplam çimento ihracatı 15,2 milyon ton ve tutar bazında 987mn USD (27,05mlr TL) seviyesinde gerçekleşmiştir. İlgili dönemde Akçansa'nın toplam ihracatı 1,7 milyon ton ve 2,43mlr TL olmuştur. Şirket, söz konusu rakamlarla 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde Türkiye'nin toplam çimento ihracatından yaklaşık %11 pay almıştır.

3Ç23 dönemi maliyetleri çeyreklik bazda oransal olarak hâsılatla paralel artmış, yıllık dönemde ise artış oranı bakımından hâsılatın gerisinde kalarak kârlılığa olumlu yansımıştır. Şirket'in operasyonel verimliliğinde güçlü bir artış olduğu görülmektedir. 3Ç23'te 1,25mlr TL ile beklentileri karşılayan FAVÖK, yıllık %216 ve çeyreklik %28 artmıştır. Yüksek seyrini koruyan 3Ç23 kâr marjları çeyreklik bazda karışık bir görünüm sergilemesine karşın yıllık bazda belirgin ölçüde yükselmiştir. 2023/09 marjları, 2017-2022 yıllarının ilk dokuz aylarına kıyasla en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Son 10 yılın ilk dokuz ayları dikkate alındığında; en yüksek net kâr marjınının 2023/09 döneminde elde edilmesini olumlu buluyoruz.

3Ç23 bilanço kalemleri çeyreklik bazda incelendiğinde; nakit ve nakit benzerlerinde yükseliş ve toplam finansal borçta düşüş olmuştur. Bu gelişmelerin etkisiyle, 2023/06 döneminde 116,4mn TL net borç pozisyonu mevcutken 2023/09'da 969,6mn TL net nakit fazlası oluşmuştur. Güçlü 3Ç23 performansı, marjların uzun vadeli ortalamaları aşması ile likidite ve borç pozisyonlarındaki olumlu seyri dikkate alarak AKCNS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 4 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	4.291	3.316	29,38	4.291	2.586	0,66
SMM	2.947	2.250	0,00	2.947	2.165	0,36
Brüt satış karı	1.343	1.066	0,26	1.343	421	2,19
Faaliyet Giderleri	146	133	0,10	146	60	1,45
Finansal Gelir/Gider	37	107	-0,65	37	-73	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	1.157	835	0,38	1.157	374	2,09
FAVÖK	1.246	977	0,27	1.246	394	2,16
Ana Ortaklık Net Kâr	1.310	885	0,48	1.310	825	0,59

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	31,31	32,15	-0,84	31,31	16,29	15,02
EFK Marjı	26,96	25,18	1,77	26,96	14,48	12,48
FAVÖK Marjı	29,03	29,47	-0,44	29,03	15,22	13,81
Net Kâr Marjı	30,53	26,68	3,85	30,53	31,92	-1,39

**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.

**BİM Birleşik Mağazaları A.Ş. (BIMAS):** Şirket'in 3Ç23 ana ortaklık net dönem kârı çeyreklik %3 azalmasına karşın yıllık %117 artışla 3,85milyar TL ile beklentilerin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Hâsılat çeyreklik %29, yıllık %81 artarak 74,41milyar TL ile beklentileri aşmıştır. Gıda enflasyonundaki yüksek seyir devam ederek 3Ç23 satış gelirini desteklerken üretici fiyatlarındaki artış ve asgari ücret artışı perakende sektörü için maliyet ve gider artırıcı bir unsur olarak öne çıkmıştır. Şirket'in mağaza sayısındaki istikrarlı artış devam etmektedir. Yurt içi ve yurt dışı BİM ile FİLE toplam mağaza sayısı temmuz-ağustos döneminde yaklaşık %2 artışla (228 adet) 2023/09 sonu itibarıyla 12.046'ya yükseltmiştir. 2022 sonuna (11.510 mağaza) göre yaklaşık %5 artış olmuştur. Ayrıca, yılbaşından beri %10'dan fazla artarak 223'e ulaşan FİLE mağaza sayısındaki hızlı büyüme eğilimi dikkat çekmektedir. Maliyetlerin 3Ç23 döneminde hem çeyreklik hem de yıllık bazda hâsılatın daha düşük bir oranda artması brüt kârlılığı artırmıştır. Ciroya kıyasla oldukça güçlü artan net faaliyet kârı operasyonel performans açısından Şirket'in güçlü bir çeyrek kaydettiğini işaret etmektedir.

Şirket'in kâr marjları uzun vadeli istikrarlı seyrini korumaktadır. 2023/09 dönemi marjlarının son beş yılın dokuz aylık ortalamalarının hafifçe üzerinde gerçekleşmesi olumludur. Ayrıca, hem çeyreklik hem de yıllık bazda artan 3Ç23 kâr marjları uzun vadeli ortalamaların da üzerindedir. 3Ç23 döneminde net kâr marjı %5,20, EFK marjı %7,40 ve FAVÖK marjı %9,00 seviyesinde gerçekleşmiştir. İstikrarlı finansal performansını koruyan BIMAS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	74.406	57.878	29%	74.406	41.171	81%
SMM	58.835	47.184	25%	58.835	33.896	74%
Brüt satış kârı	15.571	10.694	46%	15.571	7.275	114%
Faaliyet Giderleri	10.147	7.455	36%	10.147	5.040	101%
Finansal Gelir/Gider	-523	-381	a.d.	-523	-269	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	5.491	3.668	50%	5.491	2.303	138%
FAVÖK	6.672	4.292	55%	6.672	2.902	130%
Ana Ortaklık Net Kâr	3.849	2.845	35%	3.849	1.775	117%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	20,93	18,48	2,45	20,93	17,67	3,26
EFK Marjı	7,38	6,34	1,04	7,38	5,59	1,79
FAVÖK Marjı	8,97	7,42	1,55	8,97	7,05	1,92
Net Kâr Marjı	5,17	4,92	0,26	5,17	4,31	0,86

**Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CEMŞ):** Şirket'in 3Ç23 dönemi net kârı yıllık %41, çeyreklik %15 artışla 364,6mn TL'ye ulaşırken hâsılat yıllık %44 ve çeyreklik %31'lik artışla 1,12mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2023 yılı ilk 9 ayında hadde mamul satışları bir önceki yıla göre %11 düşüşle 101.534 ton olmuştur. Ancak, ilgili dönemde denge çubuğu satışları %13 artarak 100.134 adede yükselmiştir. Dünya Çelik Birliği (Worldsteel) verilerine göre, dünya ham çelik üretimi 2023/09 döneminde (Çin, Hindistan ve Rusya'nın belirgin pozitif etkisiyle) bir önceki yıla göre %0,1 artarak 1,41 milyar ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Türkiye'nin ham çelik üretimi yıllık %10 gerilemiş ve 24,5 milyon ton olmuştur. Çemtaş'ın hadde üretimi ise (Çelik üretimindeki düşüşe paralel olarak) %7 düşüşle 103.768 ton olmuştur. Ancak, denge çubuğu üretimi %6 yükselişle 97.063 adede ulaşmıştır.

3Ç23'te 754,5mn TL olarak gerçekleşen maliyetlerin yıllık ve çeyreklik bazda oransal olarak hâsılatın daha az artması kârlılığa olumlu yansımıştır. Net faaliyet kârındaki güçlü artış finansal verimliliğin güçlendiğini işaret etmektedir.

Kâr marjlarındaki yüksek seyir hem net çeyrek hem de dokuz aylık dönemde korunmuştur. 2023/09 kâr marjları son beş yılın ilk dokuz ay ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2023/09 itibarıyla nakit pozisyonu ve döviz pozisyonu oldukça güçlüdür. Net nakit fazlası ve döviz fazlasındaki artışı olumlu buluyoruz. Hadde üretimi ve satışlarındaki düşüşü denge çubuğu satışlarındaki artış ile dengeleyen Şirket'in finansal performansının güçlendiğini görmekteyiz. Çelik sektörünün hammadde ve enerji girdilerinde dışa bağımlı olması maliyet artışına sebep olurken Şirket'in yakın zamanda GES projesini faaliyete geçirmesi maliyet kontrolü açısından önem arz etmektedir. Kısa/orta vadeli hisse performansının bu gelişmelerden olumlu etkilenebileceğini düşünmekteyiz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	1.118	852	31%	1.118	778	44%
SMM	755	637	18%	755	565	34%
Brüt satış karı	364	215	69%	364	213	71%
Faaliyet Giderleri	51	54	-7%	51	31	62%
Finansal Gelir/Gider	2	39	-96%	2	-4	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	355	276	29%	355	214	66%
FAVÖK	324	170	90%	324	189	72%
Ana Ortaklık Net Kâr	365	316	15%	365	259	41%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	32,54	25,23	7,30	32,54	27,37	5,17
EFK Marjı	31,73	32,35	-0,63	31,73	27,55	4,18
FAVÖK Marjı	28,95	20,00	8,95	28,95	24,26	4,70
Net Kâr Marjı	32,60	37,09	-4,49	32,60	33,35	-0,75

**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.

**Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. (DOAS):** Şirket'in 3Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %21, yıllık %129 artışla 6,19mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisini önemli ölçüde aştı. 3Ç23 net çeyrekte 36,05mlr TL ile beklentilerin hafifçe üzerinde gerçekleşen hâsılat bir önceki çeyreğe göre %33, yıllık bazda %204 artış kaydetti. 2023/09 döneminde de güçlü bir performans ortaya koyan Şirket'in dokuz aylık hâsılatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %169'luk güçlü artışla 82,65mlr TL olmuştur. Hâsılat, faaliyet bölümü bazında incelendiğinde, binek araçlardan 60,67mlr TL (%174 artış), ticari araçlardan 13,14mlr TL (%255 artış) ve diğer bölümlerden 8,84mlr TL'lik (%80 artış) gelir elde edildiği görülmektedir. Pazarın toplam satış adetleri söz konusu dönemde yıllık %64 artarak yaklaşık 868 bin adet olmuştur. Aynı dönemde, Şirket'in (Skoda hariç) satış adetleri sektöre paralel artarak yaklaşık 100 bin adede yükselmiştir. Yılın ilk dokuz ayında toplam maliyetler 63,26mlr TL olmuştur. SMM/Ciro rasyosu yaklaşık %77 ile son beş yılın aynı dönemlerine kıyasla en düşük seviyede gerçekleşerek operasyonel verimliliğin güçlendiğini işaret etmektedir. 3Ç23 döneminde de SMM/Ciro oranının oldukça düşük bir seviyede gerçekleştiği görülmektedir.

Şirket'in kâr marjları temmuz-eylül döneminde yüksek seyretmiştir. 2023/09 marjlarının son beş yılın aynı dönemleriyle kıyaslandığında en yüksek seviyede gerçekleşmesi verimlilik açısından olumludur. Esas faaliyet kâr (EFK) marjı %21,0, FAVÖK marjı %20,6 ve net kâr marjı %18,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, dokuz aylıkların uzun vadeli seyri incelendiğinde son beş yılda hem operasyonel verimlilikte hem de net kârlılıkta belirgin bir kademeli artış olduğu görülmektedir.

Şirket'in 2023/06 dönemi sonunda 3,15mlr TL tutarında net borcu varken 2023/09 itibarıyla 2,83mlr TL'lik net nakit fazlası oluşmuştur. Ayrıca, likidite pozisyonundaki iyileşmeyi, borçlanma koşullarındaki sıkılaşma dolayısıyla önümüzdeki dönem için olumlu olarak değerlendirmekteyiz. Şirket'in finansal performansını pozitif bulmakta ve pazar çarpanlarına göre bir miktar iskontolu fiyatlandığını düşünmekteyiz. DOAS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 7 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	36.055	27.142	33%	36.055	11.858	204%
SMM	27.839	20.510	36%	27.839	9.058	207%
Brüt satış karı	8.216	6.632	24%	8.216	2.800	193%
Faaliyet Giderleri	1.140	1.015	12%	1.140	496	130%
Finansal Gelir/Gider	-348	-1.378	a.d.	-348	-146	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	7.299	6.177	18%	7.299	2.311	216%
FAVÖK	7.227	5.750	26%	7.227	2.378	204%
Ana Ortaklık Net Kâr	6.189	5.135	21%	6.189	2.698	129%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	22,79	24,43	-1,65	22,79	23,61	-0,83
EFK Marjı	20,25	22,76	-2,51	20,25	19,49	0,76
FAVÖK Marjı	20,04	21,19	-1,14	20,04	20,06	-0,01
Net Kâr Marjı	17,17	18,92	-1,75	17,17	22,75	-5,59

**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.

**Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. (FROTO):** Şirket'in 3Ç23 dönemi net kârı çeyreklik %94, yıllık %241 artarak 13,01mlr TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşti. Hâsılat çeyreklik %17, yıllık %72 artışla 86,11mlr TL ile beklentiye karşılıdı. Hâsılatın 26,51mlr TL'si yurt içi satışlardan (yıllık %149 artış), 61,22mlr TL'si yurt dışı satışlardan (Ford Romanya SRL'nin satışları dâhil) (yıllık %52 artış) oluşmaktadır. Şirket'in dokuz aylık (2023/09) üretim hacmi geçen yılın aynı dönemine göre %37 artışla yaklaşık 445 bin adet oldu. Craiova tesisinde üretilen Puma modelinin %269 artışla 141 bin adede yükselmesi dikkat çekmektedir. 2023/09 döneminde Şirket'in satışları içerisinde ihracat payı yaklaşık %71 olmuştur. Otomotiv Distribütörleri ve Mobilite Derneği'nin (ODMD) açıkladığı verilere göre 2023/09'da yurt içi otomotiv endüstrisinde (binek, hafif ticari, orta ticari araç ve kamyon) adet bazında satışlar önceki yılın aynı dönemine kıyasla %63 artarak 889 bin olmuştur. Aynı dönemde Şirket'in yurt içine yaptığı satış adedi %66 artışla yaklaşık 90 bin olarak gerçekleşirken yurt dışı satış adedi (Ford Romanya SRL'nin satışları dâhil) ise %35 artarak 366 bine yükseldi. Bu bağlamda Puma modeli ihraç adedinin 39 binden 137 bine yükselmesi önem arz etmektedir.

3Ç23 net çeyrekte 71,41mlr TL'ye ulaşan maliyetlerin artış oranı bakımından hâsılatın gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. Net faaliyet kârının cirodan daha hızlı artması operasyonel kârlılık adına olumlu bir görünüm sergilemektedir. FAVÖK de piyasanın 10,30mlr TL'lik beklentisini aşarak 11,25mlr TL olmuştur. Dokuz aylık finansallarda da net faaliyet kârlılığının cirodan daha hızlı arttığı, güçlü esas faaliyet ve FAVÖK kârlılığı kaydedildiği görülmektedir. Finansman giderinin 2023/09 döneminde bir önceki yıla göre sert artmasına karşın temmuz-eylül döneminde bir önceki üç aya göre gerilemesi kârlılığı olumlu etkilemiştir.

Şirket'in kâr marjları 3Ç23 döneminde bir miktar artmıştır. Net kar marjı %15,1, esas faaliyet kâr (EFK) marjı %13,6 ve FAVÖK marjı %13,1 olmuştur. Dokuz aylık kâr marjlarındaki uzun vadeli artış eğilimini de olumlu değerlendiriyoruz. Sektör ortalamalarını aşan satış adedi artışlarını, 3Ç23 döneminde beklentileri aşan kâr rakamlarını ve güçlü operasyonel performansı beğeniyoruz.

- 8 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	86.106	73.553	17%	86.106	50.127	72%
SMM	71.409	62.098	15%	71.409	44.440	61%
Brüt satış karı	14.697	11.455	28%	14.697	5.687	158%
Faaliyet Giderleri	4.233	3.667	15%	4.233	1.501	182%
Finansal Gelir/Gider	-573	-3.900	a.d.	-573	-635	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	11.696	11.201	4%	11.696	4.247	175%
FAVÖK	11.253	8.449	33%	11.253	4.853	132%
Ana Ortaklık Net Kâr	13.014	6.727	93%	13.014	3.816	241%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	17,07	15,57	1,49	17,07	11,35	5,72
EFK Marjı	13,58	15,23	-1,65	13,58	8,47	5,11
FAVÖK Marjı	13,07	11,49	1,58	13,07	9,68	3,39
Net Kâr Marjı	15,11	9,15	5,97	15,11	7,61	7,50

**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.



**Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (GOLTS):** Şirket'in 3Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %5 azalırken yıllık %203 artarak 210,8mn TL olmuştur. Hâsılat çeyreklik %51, yıllık %78 artış kaydederek 1,3mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2023/09 dönemi hâsılatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %65 artışla 3,12mlr TL'ye ulaşmıştır. Eliminasyon dâhil olan hâsılat ise 3,53mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt hâsılatın tamamına yakını 3,29mlr TL ile çimento ve hazır beton gelirlerinden oluşmaktadır. Çimento ve hazır beton gelirleri yıllık %78 büyümüştür. 2023 yılının ilk dokuz ayında Şirket, 1,72 milyon ton çimento üretimi gerçekleştirmiştir. Önceki yılın aynı döneminde 1,65 milyon ton çimento üretilmişti. İlgili dönemlerde klinker üretimi ise 1,34 milyon tondan 1,38 milyon tona yükselmiştir.

3Ç23'te satışların maliyeti 725,6mn TL'ye yükselmiştir. Ancak, artış oranı bakımından hem çeyreklik hem de yıllık bazda hâsılatın gerisinde kalmıştır. 3Ç23 döneminde 398,7mn TL'ye yükselen net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %99 ve yıllık %201 ile güçlü artarak operasyonel performansta güçlenmeyi işaret etmiştir. Şirket 3Ç23'te 404,4mn TL FAVÖK elde etmiştir. FAVÖK, hem yıllık hem de çeyreklik bazda hâsılatla oranla güçlü artmıştır.

Şirket'in 3Ç23'te operasyonel kâr marjları hem çeyreklik hem de yıllık bazda belirgin artmıştır. 2023/09 dönemi kâr marjlarının son on yılın ilk dokuz aylarına kıyasla en yüksek seviyede gerçekleşmesini olumlu buluyoruz. Şirket etkin maliyet kontrolü ile operasyonel kârlılığını yüksek seviyelere taşımıştır. Sektör çarpanlarına göre sektöre kıyasla iskontolu fiyatlanan GOLTS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	1.298	862	51%	1.298	729	78%
SMM	726	551	32%	726	520	39%
Brüt satış karı	573	311	84%	573	208	175%
Faaliyet Giderleri	174	111	57%	174	76	129%
Finansal Gelir/Gider	-42	-202	a.d.	-42	-53	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	400	193	107%	400	103	290%
FAVÖK	404	206	96%	404	136	197%
Ana Ortaklık Net Kâr	211	222	-5%	211	70	202%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	44,11	36,11	8,00	44,11	28,60	15,51
EFK Marjı	30,83	22,40	8,44	30,83	14,07	16,77
FAVÖK Marjı	31,15	23,91	7,24	31,15	18,67	12,49
Net Kâr Marjı	16,24	25,70	-9,46	16,24	9,57	6,68

- 9 -

**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.

**İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (İNDES):** Şirket 2023 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %66 artışla piyasa beklentisinin bir miktar üzerinde 275mn TL net kâr açıkladı. Ana ortaklık net kârı bir önceki çeyreğe göre ise %31 artış gösterdi. Şirketin net satışları çeyreklik %39, yıllık %69 artış göstererek piyasa beklentisinin hafifçe üzerinde 11,42milyar TL olarak gerçekleşti.

Yıllık ve çeyreklik bazda maliyet artışı cirodaki artışa paralel gerçekleşmiştir. Güçlü operasyonel performansın sürmesi ile birlikte faaliyet giderlerindeki artışın yıllık bazda cirodaki artışın görece üzerinde olması ve esas faaliyet net gelirlerinde %75 azalış net faaliyet kârı (NFK) ve esas faaliyet kârını (EFK) bir miktar baskılamıştır. Çeyreklik bazda ise faaliyet giderlerindeki artış oransal olarak cirodaki artışın altında kalmış, esas faaliyetlerden net diğer gelirler de pozitif bölgeye geçmiştir. Bu durum NFK ve EFK'yu pozitif etkilerken finansman net giderlerindeki yaklaşık 200mn TL'lik artış karlılığı baskılayan bir unsur olmuştur. Şirket, 3Ç23 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %120 artışla piyasa beklentisinin üzerinde 623,6mn TL FAVÖK elde etmiştir. Kârlılık oranlarını incelediğimizde; operasyonel marjların on yıllık ortalamaların üzerinde seyrettiğini görmekteyiz. Şirket, 2023/09 itibarıyla net nakit fazlası ve güçlü likidite pozisyonunu korumuştur. Kur riskine karşı bilanço dışı yöntemler uygulayan şirketin pozitif yabancı para (YP) net varlık pozisyonu korunmuştur. Piyasa beklentileri üzerinde gerçekleşen son finansallarının hisse fiyatı üzerinde kısa/orta vadede olumlu etki edeceği tahminiyle, sektöre göre bir miktar iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz İNDES hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

\* Şirketin 224mn TL nominal değerli çıkarılmış sermayesinin, tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 526mn TL nominal değerde ve %234,82 oranında bedelsiz artırılarak 750mn TL'ye çıkarılmasına ilişkin başvurusu 15.11.2023 tarihinde SPK tarafından onaylanmıştır.

- 10 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	11.417	8.232	39%	11.417	6.758	69%
SMM	10.655	7.734	38%	10.655	6.408	66%
Brüt satış karı	762	498	53%	762	350	118%
Faaliyet Giderleri	147	113	31%	147	71	108%
Finansal Gelir/Gider	-315	-107	a.d.	-315	-327	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	678	344	97%	678	537	26%
FAVÖK	624	392	59%	624	284	120%
Ana Ortaklık Net Kâr	275	210	31%	275	166	65%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	6,67	6,04	0,63	6,67	5,17	1,50
EFK Marjı	5,94	4,18	1,76	5,94	7,95	-2,02
FAVÖK Marjı	5,46	4,76	0,70	5,46	4,20	1,26
Net Kâr Marjı	2,41	2,54	-0,14	2,41	2,46	-0,05

**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.

**Koç Holding A.Ş. (KCHOL):** Şirket'in ana ortaklık net kârı 3Ç23 döneminde çeyreklik %76, yıllık %83 artışla 36,30mlr TL'ye ulaşarak piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşti. Hâsılat çeyreklik %49, yıllık %52 artışla 396,02mlr TL'ye yükseldi. Hâsılatın 304,52mlr TL'si (Yıllık %43 artış) ticari faaliyetlerden, 91,5mlr TL'si (Yıllık %92 artış) ise finans sektörü faaliyetlerinden oluşmaktadır. 2023/09 döneminde net kâr (Yıllık %75 artış) ve hâsılat (Yıllık %37 artış) sırasıyla 73,68mlr TL ile 886,32mlr TL olmuştur. Aynı dönemde 1,44trln TL'lik kombine gelirler incelendiğinde; tüm faaliyet kolları gelirlerinde artış olduğu görülmektedir. Otomotiv sektörü faaliyetlerinden elde edilen gelirler yıllık %103 artışla 404,50mlr TL'ye yükselerek en güçlü artışı kaydetmiştir.

2023/09 döneminde 650,77mlr TL'ye yükselen maliyetlerin artış oranı bakımından hâsılatın gerisinde kalması kârlılığa olumlu yansımıştır. SMM/Ciro oranının %61 ile son beş yılın dokuz aylık dönemleri ortalamasının (%69) önemli ölçüde altında kalması olumludur. Maliyetlerin hâsılat içerisindeki payı gerileyerek operasyonel kârlılığın arttığını işaret etmektedir. 2019/09'dan beri kademeli bir şekilde artan net faaliyet kârlılığının 2023/09 döneminde %18'e yükselmesi dikkat çekmektedir.

Şirket'in 3Ç23 performansının uzun vadeli iyileşen finansal performansına önemli katkısı olmuştur. 3Ç23 kâr marjları hem önceki çeyreğin hem de bir önceki yılın aynı dönemi marjlarının üzerindedir. 2023/09'da net faaliyet kâr marjı %17,5'e ve net kâr marjı %8,3'e yükselerek son beş yılın aynı dönemlerine ilişkin ortalamaların oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 3Ç23 finansallarındaki pozitif görünümün hisse fiyatına pozitif etki edebileceğini düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	396.016	266.540	49%	396.016	260.994	52%
SMM	287.316	195.707	47%	287.316	197.596	45%
Brüt satış karı	108.700	70.833	53%	108.700	63.398	71%
Faaliyet Giderleri	32.053	25.863	24%	32.053	16.227	98%
Finansal Gelir/Gider	-4.603	-5.474	a.d.	-4.603	-3.941	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	71.876	34.006	111%	71.876	41.010	75%
FAVÖK	79.993	47.707	68%	79.993	49.356	62%
Ana Ortaklık Net Kâr	36.303	20.600	76%	36.303	19.859	83%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	27,45	26,57	0,9	27,45	24,29	3,2
EFK Marjı	18,15	12,76	5,4	18,15	15,71	2,4
FAVÖK Marjı	20,20	17,90	2,3	20,20	18,91	1,3
Net Kâr Marjı	9,17	7,73	1,4	9,17	7,61	1,6

**Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL):** Şirket'in 3Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %30, yıllık %59 artarak 17,27mlr TL'ye yükselerek piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşti. Hâsılat çeyreklik %47, yıllık %101 artışla 129,94mlr TL'ye ulaştı. Banka grubu gelirleri yıllık %106 artışla 95,3mlr TL'ye yükselerek hâsılatın önemli kısmını oluşturmuştur. Hâsılatın geri kalan 34,64mlr TL'lik (Yıllık %88 artış) kısmı ise banka dışı gruptan sağlanmıştır. 3Ç23'te banka dışı grupta 'dijital' faaliyetlerden elde edilen 10,89mlr TL'lik gelir dikkat çekmektedir. Zira dijital grubu banka dışı hâsılatı en yüksek katkıyı verirken tüm gruplar arasında %127 ile en hızlı büyümeyi kaydetmiştir. Şirket'in 2023/09 dönemi banka dışı hâsılatı 81,58mlr TL'ye yükselmiş ve dijital grubu ilgili rakama 26,09mlr TL katkı sağlamıştır. Dijital faaliyet gelirlerinin dokuz aylık finansallarda da öne çıktığı görülmektedir. Şirket, dijital işlerini büyütme ve bu alanda yeni yatırımları hızlandırmak amacıyla bu yılın ilk çeyreğinin sonunda Sabancı Holding Dijital Grup Başkanlığı oluşturmuştur.

Şirket'in 2022/09 kâr marjları son beş yılın aynı dönemlerine kıyasla en yüksek seviyeye yükselmişti. 2023/09 marjlarında önceki yıla göre düşüş olmasına karşın son beş yılın aynı dönemlerinin ortalamalarının üzerindedir. 2023/09 döneminde esas faaliyet kâr (EFK) marjı %26,9, FAVÖK marjı %25,5 ve net kâr marjı %12,5 olmuştur. Kâr marjları tarihi ortalamalara göre makul seviyelerde korunmaktadır. Finansal performansını tarihi ortalamalarının üzerinde sürdüren ve pazar çarpanlarına göre bir miktar iskontolu olduğunu düşündüğümüz SAHOL hissesini model portföyümüzde tutuyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	129.939	88.504	47%	129.939	64.715	101%
SMM	79.332	48.489	64%	79.332	33.325	138%
Brüt satış karı	50.607	40.015	26%	50.607	31.390	61%
Faaliyet Giderleri	18.401	14.397	28%	18.401	8.391	119%
Finansal Gelir/Gider	-1.335	-1.002	a.d.	-1.335	-379	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	34.180	31.067	10%	34.180	24.695	38%
FAVÖK	33.721	26.875	25%	33.721	23.891	41%
Ana Ortaklık Net Kâr	17.274	13.313	30%	17.274	10.873	59%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	38,95	45,21	-6,3	38,95	48,50	-9,6
EFK Marjı	26,30	35,10	-8,8	26,30	38,16	-11,9
FAVÖK Marjı	25,95	30,37	-4,4	25,95	36,92	-11,0
Net Kâr Marjı	13,29	15,04	-1,7	13,29	16,80	-3,5

**Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. (TCELL):** Şirket'in 3Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %73, yıllık %129 artarak 5,48mlr TL ile piyasa beklentisini bir hayli aşmıştır. 3Ç23'de 25,05mlr TL ile beklentilerin bir miktar altında gerçekleşen hâsılâtın değişim oranı yıllık %77, çeyreklik %20 artış yönünde olmuştur. Grup gelirlerinin %79'unu oluşturan Turkcell Türkiye gelirleri yıllık bazda %85 artışla 20,44mlr TL'ye yükselmiştir. Grup gelirlerinin %11'ini oluşturan Turkcell Uluslararası gelirleri ise, kur hareketlerinin ve lifecell'in operasyonel performansının olumlu etkisiyle yıllık %75 büyüyerek 2,87mlr TL'ye yükselmiştir. Grup gelirlerinin %4'ünü oluşturan Techfin gelirleri yıllık bazda %108 artarak 1,04mlr TL'ye yükselmiştir. Grup gelirlerinin %6'sını oluşturan, temel olarak tüketici elektroniği satışları, çağrı merkezi gelirleri ve enerji işi gelirlerinden oluşan diğer iştirak gelirleri ise yıllık %14 artarak 1,65mlr TL olmuştur.

Turkcell Grup abone sayısı; çeyreklik %1,8, yıllık %4,5 artışla yaklaşık 56,2 milyona ulaşmıştır. Turkcell Türkiye'nin abone bazı çeyrek bazda net 674 bin abone kazanımı ile 42,7 milyona genişlemiştir. Çeyrek bazda net 392 bin mobil faturalı abone kazanımı gerçekleşmiş; faturalı abone oranı yaklaşık %70 olmuştur. Turizm faaliyetlerindeki artışın desteğiyle çeyrek bazda net 193 bin mobil ön ödemeli abone kazanımı gerçekleşmiştir. Sabit hat tarafında ise net 48 bin fiber abone kazanımı gerçekleşirken, 24 bin yeni haneye fiber erişimi sağlanmış; fiber hane erişimi toplamda 5,7 milyonu aşmıştır. Mobil ARPU (Abone Başına Ortalama Gelir) yıllık %87 artmıştır. Bireysel fiber ARPU ise yıllık %63,1 büyümüştür.

3Ç23'de satışların maliyeti çeyreklik %17, yıllık %57 artışla 15,18mlr TL olmuştur. Her iki dönemde de oransal olarak hâsılâtın altında gerçekleşen maliyetler kârlılığı desteklerken hâsılâtın üzerinde artan faaliyet giderleri kârlılığı baskılamıştır. Net faaliyet kârı ve FAVÖK'ün güçlü artması finansal verimliliğin arttığını işaret etmektedir. FAVÖK yıllık %88 artarak 11,46mlr TL ile piyasa beklentisini aşmıştır. Kâr marjları incelendiğinde, şubat ayında yaşanan deprem felaketinin yaralarının sarılması için yapılan 1,82mlr TL'lik tek seferlik bağış giderinden dolayı EFK marjının gerilediği görülmektedir. Buna karşın operasyonel - 13 - ve net kâr marjları aynı dönemlerde güçlü artmıştır. Şirket, 2023 yılı ciro ve FAVÖK beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir.

\*Şirketin 13.09.2023 tarihli genel kurul toplantısında; 1 TL nominal değerli paya ödenecek nakit kar payı brüt 1,0272727 TL ve kesinleşen nakit kar payı hak kullanım tarihi 20.12.2023 olmak üzere; 2,26mlr TL nakit temettü dağıtılmasına ilişkin yönetim kurulu kararı onaylanmıştır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	25.063	20.915	20%	25.063	14.203	76%
SMM	15.180	12.998	17%	15.180	9.666	57%
Brüt satış karı	10.360	8.377	24%	10.360	4.810	115%
Faaliyet Giderleri	2.294	1.630	41%	2.294	1.077	113%
Finansal Gelir/Gider	-3.276	-11.242	a.d.	-3.276	-3.650	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	8.037	12.238	-34%	8.037	6.148	31%
FAVÖK	11.462	9.732	18%	11.462	6.105	88%
Ana Ortaklık Net Kâr	5.478	3.161	73%	5.478	2.396	129%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	41,34	40,05	1,28	41,34	33,87	7,47
EFK Marjı	32,07	58,51	-26,45	32,07	43,28	-11,22
FAVÖK Marjı	45,73	46,53	-0,80	45,73	42,98	2,75
Net Kâr Marjı	21,86	15,11	6,74	21,86	16,87	4,99

**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 3Ç23 dönemi ana ortaklık net kârı çeyreklik %273, yıllık %89 artışla 51,33mlr TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Hâsılat çeyreklik %57, yıllık %56 artışla beklentiler doğrultusunda 169,09mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket, hava taşımacılığı faaliyetinden 147,85mlr TL'lik yolcu geliri ve 16,52mlr TL'lik kargo geliri elde etmiştir. 2023/09 dönemi hâsılatı ise yıllık %61 artışla 358,78mlr TL olmuştur. 2023/09'da 309,03mlr TL'lik yolcu geliri ve 40,15mlr TL'lik kargo geliri sağlanmıştır. Yolcu ve kargo gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde hem 3Ç23'te hem de 2023/09'da yıllık bazda tüm bölgelerde artış gerçekleştiği görülmektedir. 2023/09 dönemi trafik sonuçları, yolcu sayısının önceki yılın aynı dönemine kıyasla %18,6 arttığını ve 63,92 milyon kişiye ulaştığını göstermektedir. Yolcu gelirinin, ücretli yolcu kilometreye oranlanması ile bulunan 'yolcu birim geliri' %7,0 artışla 9,29 USc'ye yükselmiştir. Ayrıca, Şirket'in uçak sayısı 390'dan 429'a ve uçulan şehir sayısı 335'ten 339'a çıkmıştır.

2022/09 döneminde maliyet ve faaliyet gideri içindeki akaryakıt payı %47 iken, petrol fiyatlarındaki değişimin etkisiyle 2023/09'da %39 seviyesinde gerçekleşmiştir. Brent petrolün ortalama fiyatı söz konusu dönemlerde sırasıyla 105USD ve 82USD olmuştur. Şirket'in ortalama birim maliyeti aynı dönemlerde 1.154 USD/Ton'dan 950 USD/Ton'a düşmüştür. Dokuz aylık SMM/Ciro oranlarının son beş yıllık seyrine bakıldığında (Pandemi etkisinin yaşandığı 2020 yılı hariç) kademeli bir düşüş olduğu ve 2023/09'da %73'e gerilediği görülmektedir.

Şirket'in 3Ç23 net çeyrek kâr marjları hem bir önceki çeyreğe hem de bir önceki yılın aynı dönemine göre iyileşmiştir. Temmuz-eylül dönemindeki güçlü performansın da etkisiyle dokuz aylık esas faaliyet kâr (EFK) marjı %18,3 ve net kâr marjı %19,4 olmuştur. EFK ve net kâr marjları son beş yılın aynı dönemleriyle kıyaslandığında en yüksek seviyeye yükselmiştir. Şirket'in likidite pozisyonundaki güçlenme, yüksek borçlanma maliyetleri dolayısıyla olumludur. Yolcu başı kârlılık artışı ve finansal performans artışının devam etmesi dolayısıyla THYAO model portföyümüzde tutuyoruz.

- 14 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Net Satışlar	169.091	107.633	57%	169.091	108.537	56%
SMM	111.966	80.383	39%	111.966	75.084	49%
Brüt satış karı	57.125	27.250	110%	57.125	33.453	71%
Faaliyet Giderleri	14.821	11.950	24%	14.821	7.761	91%
Finansal Gelir/Gider	4.404	-3.310	a.d.	4.404	2.572	71%
Esas Faaliyet Kârı	46.388	17.139	171%	46.388	25.141	85%
FAVÖK	55.794	25.623	118%	55.794	34.161	63%
Ana Ortaklık Net Kâr	51.331	13.754	273%	51.331	27.118	89%

Oranlar (%)	3Ç23	2Ç23	Fark	3Ç23	3Ç22	Fark
Brüt Kar Marjı	33,78	25,32	8,47	33,78	30,82	2,96
EFK Marjı	27,43	15,92	11,51	27,43	23,16	4,27
FAVÖK Marjı	33,00	23,81	9,19	33,00	31,47	1,52
Net Kâr Marjı	30,36	12,78	17,58	30,36	24,99	5,37

**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.

**Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. (YKBNK):** Bankanın konsolide olmayan finansallarına göre 3Ç23 dönem kârı (Düşük baz etkisiyle) çeyreklik %114, yıllık %52 artışla 24,59mlr TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde net ücret ve komisyon gelirleri çeyreklik %48, yıllık %154 artışla 9,77mlr TL olurken net faiz geliri çeyreklik %265, yıllık %34'lük güçlü artışla 27,70mlr TL olmuştur. Beklenen zarar karşılıkları ve diğer karşılık giderleri 2023/09 itibarıyla %26,2 artarak 15,1mlr TL'den 19,07mlr TL'ye yükselmiştir. Beklenen kredi zarar karşılıkları ise 14,84mlr TL'den %28,1 artışla 19,00mlr TL'ye yükselmiştir.

Toplam krediler 2023/09 sonunda çeyreklik %8, yıllık %41 artışla 787,74mlr TL olmuştur. Kredilerin 572,58,65mlr TL (%73) kısmı Türk Lirası cinsi, 215,16mlr TL (%27) kısmı yabancı para kredilerden oluşmaktadır. Toplam aktifleri çeyreklik %14, yıllık %52 artarak 2023/09 itibarıyla 1,56trln TL olmuştur. Toplam mevduatlar çeyreklik %5, yıllık %56 artışla 946,66mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Toplam mevduatın 578,15mlr TL (%61) kısmı Türk Lirası, 368,51mlr TL (%39) kısmı yabancı para cinsindedir. Kredi mevduat oranı 2023/06 dönemindeki %80,6'dan 2023/09 döneminde %83,2 seviyesine yükselmiştir. Takipteki kredilerin oranı 2023/06 döneminde %3,65 iken 2023/09 döneminde %3,39 seviyesine gerilemiştir.

Bankanın 3Ç23 net çeyrekte kaydettiği net faiz marjı %2,40, 2023/09 itibarıyla yıllıklandırılmış net faiz marjı %6,90 olmuştur. Özsermaye ve aktif kârlılıklarında artışlar görülmektedir. 2023/09 döneminde yıllıklandırılmış özsermaye kârlılığı %35,46, aktif kârlılığı %3,75 seviyesinde gerçekleşmiştir. Konsolide finansallarına göre Banka'nın sermaye yeterlilik oranı 17,8, çekirdek sermaye yeterlilik oranı %15,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bankanın, 3Ç23 döneminde güçlü net kâr artışı ve net faiz gelirindeki güçlü performans ile özel bankalar arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 15 -

Özet Finansallar Solo (mn TL)	3Ç23	2Ç23	Fark (%)
Aktifler	1.564.789	1.378.169	14%
Krediler	787.740	727.750	8%
Mevduat	946.657	903.372	5%
Net faiz geliri	27.703	7.601	264%
Net ücret ve komisyon geliri	9.765	6.583	48%
Net kâr/zarar	24.586	11.476	114%
Özsermaye	162.204	139.245	16%

Oranlar %	3Ç23	2Ç23	Fark (Puan)
Özsermaye kârlılığı	35,46	20,64	14,81
Aktif kârlılığı	3,75	2,09	1,66
Net faiz marjı	2,40	0,75	1,65
Takipteki krediler oranı	3,39	3,65	-0,27
Sermaye yeterlilik oranı	19,91	18,79	1,12

**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](mailto:ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr)

### **Arif Tekin Seğmen** **Piramit PYS Araştırma Uzmanı** **02123953213**

[arif.segmen@piramitmenkul.com.tr](mailto:arif.segmen@piramitmenkul.com.tr)

### **Ahmet Ökmen** **Araştırma Uzmanı** **02123953251**

[ahmet.okmen@piramitmenkul.com.tr](mailto:ahmet.okmen@piramitmenkul.com.tr)

