

Piramit Menkul Kıymetler 1Ç24 Model Portföy’de **AEFES, AHGAZ, AKFYE, BIMAS, BUCIM, EREGL, FROTO, INDES, RYGYO, THYAO, TNZTP, VESBE** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 05 Temmuz 2024 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	05.07.2024	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
<b>AEFES</b>	272,50	7,3	2,2	161.349	25,7	68,5	283,3
<b>AHGAZ</b>	14,19	8,8	1,9	36.894	3,4	9,2	72,2
<b>AKFYE</b>	26,52	5,2	1,1	26.945	-2,1	22,2	127,1
<b>BIMAS</b>	553,50	18,5	4,0	336.085	9,8	36,7	209,5
<b>BUCIM</b>	8,25	5,2	1,2	12.375	1,7	4,6	32,1
<b>EREG</b>	55,00	20,2	0,9	192.500	13,0	34,5	43,9
<b>FROTO</b>	1123,00	7,9	4,4	394.072	7,3	-4,5	50,3
<b>INDES</b>	8,36	9,8	1,6	6.270	2,0	3,1	47,7
<b>RYGYO</b>	51,90	1,5	0,7	25.950	36,2	95,0	259,9
<b>THYAO</b>	308,00	2,6	0,8	425.040	-1,4	0,2	42,3
<b>TNZTP</b>	57,35	8,5	2,0	7.341	4,7	-19,5	114,5
<b>VESBE</b>	21,42	8,1	1,3	34.272	-4,2	3,4	70,9

- 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.

### 3Ç23 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	24.05.2024 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	24.11.2023 Kapanışa Göre Getiri (%)
AEFES	202,40	5,4	1,6	119.842	14,7	32,2	246,3	78,01
AKCNS	142,60	11,5	2,0	27.300	0,1	-14,7	123,2	-4,32
BIMAS	467,50	18,4	4,1	283.866	27,0	18,4	258,3	49,18
CEMTS	11,14	67,4	1,5	5.570	4,4	-13,3	48,8	-4,54
DOAS	310,00	3,5	1,6	68.200	0,8	26,4	195,5	35,07
FROTO	1123,00	7,9	4,4	394.072	1,6	14,9	132,3	42,08
GOLTS	460,00	5,1	1,6	8.280	-17,7	46,3	317,6	48,39
INDES	9,20	13,6	2,1	6.900	-2,5	-18,9	98,7	10,01
KCHOL	148,20	10,0	1,4	629.410	17,1	47,6	255,0	82,28
SAHOL	102,00	13,9	1,0	214.238	19,5	28,4	205,2	72,44
TCELL	91,80	13,1	1,4	201.960	17,2	34,3	202,4	61,18
THYAO	318,25	2,7	0,9	439.185	2,7	11,1	139,6	22,52
YKBNK	35,30	4,5	1,7	298.181	13,2	52,2	322,9	106,69
<b>Ortalama</b>								<b>46,08</b>
<b>XU100</b>	10676,65				9,8	13,9	141,3	<b>34,13</b>
<b>Fark</b>								<b>11,95</b>

- 2 -

\*Performans İstatistikleri tablosundaki değer değişimleri düzeltilmiş fiyat seviyeleri ile hesaplanmıştır.

\*3Ç23 Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablolar aşağıdaki gibidir.

Kod	Nakit Kâr Payı – Net (TL)	Hak Kullanım Tarihi	Ödeme Tarihi
DOAS	5,11364	24.11.2023	28.11.2023
BIMAS	2,7	20.12.2023	22.12.2023
TCELL	0,92455	20.12.2023	22.12.2023
YKBNK	1,08688	3.04.2024	5.04.2024
FROTO	38,97	8.04.2024	16.04.2024
AKCNS	5,40619	15.04.2024	17.04.2024
DOAS	36,8182	19.04.2024	24.04.2024
KCHOL	7,2	24.04.2024	26.04.2024
CEMTS	0,135	29.04.2024	2.05.2024
SAHOL	2,6487	2.05.2024	6.05.2024

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
INDES	234,82142	01.12.2023	04.12.2023

**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 1Ç24 ana ortaklık net kârı geçen yılın aynı dönemine göre %3,8 artışla 3,14milyar TL olarak gerçekleşti. Hâsılat bu dönemde yıllık %5,1 artış ile 43,56milyar TL olarak açıklandı. TMS 29'un etkisi hariç olarak, gelir artışı %76,9 seviyesinde gerçekleşirken kur etkisinden arındırılmış gelir büyümesi ise %39,1 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in 1Ç24 satışları incelendiğinde uluslararası bira operasyonları özellikle Rusya pazarının büyümesinin katkısıyla ilk çeyrekte %12,5'lik artış ile 7,1 milyar TL'ye ulaşarak yıla oldukça güçlü bir başlangıç yaparken Türkiye bira operasyonu ise 1Ç24'te %12,0 seviyesinde önemli seviyede artış göstererek 1.0 milyar TL'ye ulaşmıştır. Böylece Bira grubunun konsolide hacmi 1Ç2024'te 8,1 milyar TL'ye ulaşarak geçen yılın aynı dönemine göre %12,4 oranında artış kaydetmiştir. Meşrubat grubunda ise Türkiye'de satış hacminde yıllık %5,4'lük büyüme kaydedilirken, uluslararası operasyonlar, geçen yılın aynı dönemindeki %14,7'lik güçlü büyümenin üzerine Pakistan'da makroekonomik baskıların devam etmesi ve Kazakistan'da bir önceki yılın yüksek baz etkisi nedeniyle 2024 yılının ilk çeyreğinde %7,2'lik daralma kaydetmiştir. Böylece geçen yıla göre sınırlı azalarak 341,1 milyon ünite kasa satışı gerçekleşmiştir. 1Ç24'te konsolide satış hacmi geçen yılın aynı çeyreğine göre %0,9 oranında artış kaydetmiştir. Kaydedilen büyümeyle konsolide satış hacmi 27,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2024'ün ilk çeyreğinde brüt kâr yıllık olarak %10,7 artış göstererek 15,6milyar TL seviyesinde yer aldı. 1Ç24'te esas faaliyet kârı 2023'ün ilk üç ayına göre %12,1 azalarak 2,71milyar TL olarak kaydedildi. FAVÖK ise geçen yılın aynı dönemine göre sınırlı gerileyerek 5,34milyar TL oldu. TMS 29'un etkisi hariç bakıldığında ise konsolide FAVÖK'te 1Ç23'e göre %69,6 artış görülmektedir.

Şirket'in 1Ç24 kâr marjları incelendiğinde brüt kâr marjı geçen yılın aynı dönemine göre 1,8 puan yükseliş ile %35,8 olurken FAVÖK marjı 1,46 puan düşüşle %12,3 olarak kaydedilmiştir. Ana ortaklık net kâr marjı ise %7,2 seviyesinde geçen yılki görünümünü korumuştur. Sektör içerisinde iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz AEFES hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 3 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	43.562	41.433	5%
SMM	27.961	27.343	2%
Brüt satış karı	15.600	14.090	11%
Faaliyet giderleri	12.675	10.837	17%
Esas faaliyet kârı (EFK)	2.714	3.087	-12%
FAVÖK	5.341	5.687	-6%
Finansal gelir/gider	-653	-925	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	4.060	4.866	-17%
Ana ortaklık net kâr	3.141	3.025	4%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	35,8%	34,0%	1,8
EFK Marjı	6,2%	7,5%	-1,2
FAVÖK Marjı	12,3%	13,7%	-1,5
Net Kar Marjı	7,2%	7,3%	-0,1

**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.

**Ahlatçı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. (AHGAZ):** Şirketin ana ortaklık net karı TMS-29 (Enflasyon muhasebesi) raporlaması kapsamında, 1Ç23 döneminde 33,54mn TL olarak gerçekleşmiş olup 1Ç24'te 1,12mlr TL'ye yükselmiştir. Dönem net kârı 93,6mn TL'den 1,52mlr TL'ye yükselmiştir. EPDK mevzuatı gereği yapılan ve nakit çıkışı gerektirmeyen güvence bedeli güncelleme tutarı hariç tutulduğunda 1Ç24'te 2,07mlr TL tutarında dönem kârı hesaplanmaktadır. 1Ç24 dönem sonu itibarıyla güvence bedellerinin değerlendirme tutarı TÜFE artışı nedeniyle 544,35mn TL'dir. Hesaplanan değerlendirme karşılıkları finansman giderleri hesabına kaydedilmektedir. Söz konusu değerlendirme gideri fiilen gerçekleşen bir gider olmayıp, herhangi bir nakit çıkışı gerektirmemekte ve bütün aboneliklerin feshedilmesi varsayımı altında ödenecek değerlendirilmiş tutarı göstermektedir.

Ciro aynı dönemlerde 11,15mlr TL'den 7,46mlr TL'ye gerilemiştir. Ciro tutarındaki düşüşte ilgili dönem içerisinde 144 sayılı Doğal Gaz Tüketimine İlişkin Sistem Kullanım Bedelleri Hakkında Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi (Kararname)'nin 01.05.2023 tarih ve 32177 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmesi etkili olmuştur. Kararname "Sistem kullanım bedellerinin karşılanması" başlıklı 2. maddesinin birinci fıkrası "Konut, ibadethane ve cemevi abonelerinin 24.04.2023 tarihinden 31.05.2023 tarihine kadar olan ilk fatura tahakkukları kapsamındaki sistem kullanım bedellerinin tamamı ile 01.05.2024 tarihine kadar tahakkuk edecek sonraki faturalarda 25 m<sup>3</sup>e kadar olan doğal gaz tüketimine ilişkin sistem kullanım bedelleri Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı bütçesinden karşılanır." hükmünü içermektedir. Bu kapsamda, kararnamede belirtilen tarih aralığında konut, ibadethane ve cemevi abonelerinin tüketimlerine ilişkin doğal gaz alım maliyetleri için BOTAS ile mahsuplaşma yöntemi uygulanırken, ilgili tüketimlerin tarife bedeli (sistem kullanım bedeli/kar marjı) tüketiciler yerine Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından karşılanarak Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri'ne ödenmiştir. Bu uygulama, Ocak-mart 2023 ara hesap döneminde geçerli olmayıp, Ocak-Mart 2024 döneminde uygulanıyor olması nedeniyle konut, ibadethane ve cemevi abonelerinin ilk 25 m<sup>3</sup>lük tüketimlerinin alım maliyetleri ilgili dönem içerisinde doğalgaz dağıtım şirketlerinin hâsılatına dâhil olmamıştır. Bu kapsamda, gaz gelirleri ve maliyetlerindeki mahsuplaşma yöntemi ve ayrıca enflasyon muhasebesi etkisiyle "Net Satışlar" kalemi 1Ç23 tarihine göre azalış kaydederek 1Ç24 döneminde 7,46mlr TL olarak gerçekleşmiştir.

Ciro tutarı ile ilgili bu tek seferlik durum nedeniyle yaşanan %33,1'lik düşüşe karşın maliyetlerde gerçekleşen azalış brüt satış kârında %9,4'lük bir artışa neden olmuş, brüt kâr marjı %14'e yükselmiştir. Esas faaliyetlerden diğer net gelirlerde faiz geliri kaynaklı %69 yükselişin etkisiyle ile esas faaliyet kârı (EFK) %12 artarak 1,31mlr TL'ye yükselirken EFK marjı %17,6'ya yükselmiştir. Şirket 1Ç24 döneminde 1,14mlr TL FAVÖK üretmiş ve FAVÖK marjı %15,3'e yükselmiştir. Şirket'in 1Ç24 kâr marjlarında belirgin artışlar olmuştur. 1Ç24'te kaydedilen 1,21mlr TL ertelenmiş vergi geliri kâra önemli katkı sağlamıştır.

- 4 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	7.460	11.154	-33%
SMM	6.590	10.197	-35%
Brüt satış kârı	1.047	957	9%
Faaliyet giderleri	527	254	108%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.315	1.175	12%
FAVÖK	1.144	1.127	1%
Finansal gelir/gider	-149	-70	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-626	-567	a.d.
Ana ortaklık net kâr	1.117	34	3230%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	14,0%	8,6%	5,5
EFK Marjı	17,6%	10,5%	7,1
FAVÖK Marjı	15,3%	10,1%	5,2
Net Kar Marjı	15,0%	0,3%	14,7

**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.

**Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (AKFYE):** Şirket'in 1Ç24 ana ortaklık payları net kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %164 artışla 1,02milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Net satış geliri %3 artarak 1,15milyar TL olmuştur. Türkiye'nin farklı noktalarında kurulu hidroelektrik santralleri (HES), rüzgar enerji santralleri (RES) ve güneş enerji santralleri (GES) ile elektrik üreten Şirket'in hâsılatında en fazla payı yaklaşık %52 ile RES, %34 ile HES ve %14 ile GES almaktadır. Elektrik üretimi 1Ç24'te %17 artışla 384 GWs olurken üretimin %52'si RES, %40'ı HES ve %8'i GES kaynaklıdır. Üretilen toplam elektriğin %73'ü YEKDEM kapsamında değerlendirilirken %27'si (Tamamı HES üretimi) spot piyasada satılmıştır.

Maliyet ve faaliyet giderlerindeki sınırlı azalmanın etkisiyle net faaliyet kârı (NFK) %24 artarak 309,3milyar TL olurken esas faaliyet kârı (EFK) %23 artışla 313,9milyar TL'ye yükselmiştir. FAVÖK yıllık %13 artışla 743,3milyar TL olmuştur. Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in, uzun vadede genellikle yüksek finansman gideri kaydetmesine karşın 1Ç24 döneminde türev araç gerçeğe uygun değer kazancı ve faiz gelirinden kaynaklı 256,6milyar TL tutarındaki net finansman geliri kârlılığı desteklemiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde 166,3milyar TL net finansman gideri kaydedilmişti. Net finansal borcu bir önceki çeyrek sonu itibarıyla 6,87milyar TL iken 1Ç24'te 9,24milyar TL'ye yükselmiştir. Bununla birlikte Şirket'in TL bazında finansal borcunun FAVÖK, hâsılat vb. kalemlere göre oransal olarak düzenli artış kaydetmemesi olumludur. 1Ç24 döneminde TMS-29 raporlaması kapsamındaki 268,2milyar TL net parasal pozisyon kazancı ve 244,7milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi geliri kârlılığı önemli ölçüde etkilemiştir. Enflasyon muhasebesinin Şirket'in finansallarına genellikle pozitif yansıdığı görülmektedir.

Şirket'in kâr marjlarında enflasyon muhasebesinden kaynaklı kısmi bir düşüş olsa da uzun vadeli yıllık ortalamaların büyük ölçüde istikrarlı bir operasyonel performansı işaret ettiğini düşünmekteyiz. Şirket, 1Ç24'te %88,6 ana ortaklık net kâr marjı, %64,7 FAVÖK marjı, %27,3 EFK marjı ve %30,9 brüt kâr marjı kaydetmiştir.

Kurulu güç miktarını uzun vadede istikrarlı bir şekilde artıran Şirket, büyüme stratejisi kapsamında kurulu gücünün 2023 sonu itibarıyla 699MW iken 2024'te 785MW ve 2028'de 1.202MW seviyesine çıkacağını öngörmektedir. Üretim büyümesinin 2023'te 1.660MW iken 2024'te 1.743MW ve 2028'de 3.166MW'a yükseleceğini öngörmektedir. Yüksek operasyonel verimlilik ve nakit yaratma kabiliyeti değerlendirildiğinde enerji sektörünün pazar çarpanlarına göre öne çıktığını düşündüğümüz Şirket'i Model Portföy'ümüze ekliyoruz.

- 5 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	1.148	1.115	3%
SMM	793	812	-2%
Brüt satış karı	355	303	17%
Faaliyet giderleri	46	53	-13%
Esas faaliyet kârı (EFK)	314	255	23%
FAVÖK	743	656	13%
Finansal gelir/gider	257	-166	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	268	197	36%
Ana ortaklık net kâr	1.017	385	164%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	30,9%	27,2%	3,8
EFK Marjı	27,3%	22,8%	4,5
FAVÖK Marjı	64,7%	58,8%	5,9
Net Kar Marjı	88,6%	34,5%	54,1

**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.

**BİM Birleşik Mağazaları A.Ş. (BIMAS):** Yüksek indirimli gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in 1Ç24 net çeyreklik ana ortaklık net kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %232 artışla 3,88mlr TL'ye yükselmiştir. Hâsılat yıllık %17 artarak 103,77mlr TL olmuştur. Gıda enflasyonu yılın ilk çeyreğinde yüksek seyrini sürdürerek satış gelirlerini desteklemiştir.

Şirket'in mağaza ve müşteri sayısındaki hızlı artış devam etmektedir. BİM Türkiye mağaza sayısı geçen yılın sonu itibarıyla 11.203 iken bu yıl mart sonunda 11.471 mağazaya ulaşmıştır. Bir önceki yılın aynı dönemine göre ise yaklaşık %11'lik artış kaydedilmiştir. Fas ve Mısır'daki yurt dışı mağazalarda da yakın büyüme ivmesi görülmektedir. Farklı bir satış modeli benimseyen FİLE mağazaları tarafında neredeyse çeyreklik %3, yıllık %16 ile hızlı büyüme eğilimi devam etmektedir. Şirket'in toplam mağaza sayısı 1Ç23'te 11.535 ve 4Ç23'te 12.482 iken 1Ç24'te 12.791 olmuştur.

Maliyetler %14 ile görece sınırlı bir artışla 85,91mlr TL, faaliyet giderleri %25 ile hâsılattan daha hızlı artarak 16,68mlr TL'ye çıkmıştır. Esas faaliyet kârı (EFK) 1,20mlr TL, FAVÖK yıllık %48 artışla 4,45mlr TL olmuştur. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklı gelirlerin 81,6mn TL'den 441,6mn TL'ye yükselmesi kârlılığı desteklemiştir. Finansman gideri 814,4mn TL'den 901,75mn TL'ye yükselmiştir. TMS-29 raporlaması kapsamında enflasyon muhasebesi kaynaklı 5,87mlr TL'lik net parasal pozisyon kazancı kârın önemli kısmı oluşturmuştur.

Şirket'in kâr marjlarında enflasyon muhasebesi kaynaklı düşüş olsa da finansal performansının Borsa İstanbul'da işlem gören benzerlerine kıyasla olumsuz yönde daha az etkilendiğini düşünmekteyiz. Pazar çarpanlarına göre sektör içerisinde bir miktar yüksek fiyatlanmasına karşın finansal performansı ile benzerleri arasında öne çıkmaktadır. Enflasyondaki düşüş beklentileri ve son dönemdeki yavaşlama sinyallerine karşın yılın ikinci çeyreğindeki yüksek seyrin gıda perakendecileri için destekleyici olmayı sürdürdüğünü düşünerek BIMAS'ı Model Portföy'de bulundurmaya devam ediyoruz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	103.768	88.628	17%
SMM	85.912	75.132	14%
Brüt satış karı	17.856	13.497	32%
Faaliyet giderleri	16.680	13.342	25%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.201	10	11731%
FAVÖK	4.449	3.013	48%
Finansal gelir/gider	-902	-814	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	5.684	4.732	20%
Ana ortaklık net kâr	3.878	1.165	233%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	17,2%	15,2%	2,0
EFK Marjı	1,2%	0,0%	1,1
FAVÖK Marjı	4,3%	3,4%	0,9
Net Kar Marjı	3,7%	1,3%	2,4

**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.

**Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. (BUCIM):** Şirket'in 1Ç24 dönemi ana ortaklık net kârı 304,9mn TL olmuş ve geçen yılın aynı döneminde kaydedilen 230,2mn TL'lik zarar karşısında pozitif bir görünüm sergilemiştir. Hâsılat 2,51mlr TL seviyesinde gerçekleşerek 1Ç23 dönemine paralel seyretmiştir. Ana olarak kur farkı gelirlerinin etkisiyle 132,7mn TL'lik esas faaliyetlerden diğer net gelir elde etmesi kâra olumlu yansımıştır. Esas faaliyet kârı 1Ç23 dönemine göre %6,8 artış ile 558,6mn TL olurken, FAVÖK ise yıllık %10,5 yükselişle 581,3mn TL seviyesine gelmiştir.

Sektörde Türkiye Çimento Sanayicileri Birliğinin verilerine göre 2024 yılı Ocak-şubat döneminde çimento üretiminde, geçen yıla oranla %23,9'luk bir artış yaşanmıştır. Bu dönemde üretilen çimentonun yaklaşık %16,2'si ihracata konu olmuştur. İç satışlarda yıllık %35,1 artış olurken ihracat %12,0 azalmıştır. Sektör, yaklaşık %20 büyüme yaşadığı 2023 yılından sonra 2024 yılına, iç piyasada artış ve ihracatta düşüş ile başlamıştır. 2023 yılındaki depremin yarattığı baz etkisi ile şubat ayında yüksek büyüme yakalanmıştır.

Şirket'in 1Ç24 dönemi kâr marjları incelendiğinde artışlar göze çarpmaktadır. Brüt kâr marjı 2,72 puan artış ile %25,5 seviyesindeyken, FAVÖK marjı 3,9 puan artış ile %23,2 ve ana ortaklık net kâr marjı %12,1 olmuştur. Çimento sektörü pazar çarpanlarına göre öne çıktığını düşündüğümüz Şirket'i Model Portföy'ümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	2.510	2.732	-8%
SMM	1.869	2.108	-11%
Brüt satış karı	641	624	3%
Faaliyet giderleri	215	200	8%
Esas faaliyet kârı (EFK)	559	523	7%
FAVÖK	581	526	10%
Finansal gelir/gider	-8	-9	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	77	-644	a.d.
Ana ortaklık net kâr	305	-230	a.d.

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	25,5%	22,8%	2,7
EFK Marjı	22,3%	19,1%	3,1
FAVÖK Marjı	23,2%	19,3%	3,9
Net Kar Marjı	12,1%	-8,4%	a.d.

- 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.

**Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (EREGL):** Şirket 1Ç24 döneminde 5,60mlr TL ana ortaklık net kârı elde etmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde net kâr 90,3mn TL, bir önceki çeyrekte ise 7,90mlr TL seviyesindeydi. Hâsılat yurt içi demir çelik satışlarındaki artışın etkisiyle yıllık %89 artarak 49,75mlr TL'ye taşınırken maliyet artışının %70 ile oransal olarak hâsılatın altında kalması kârlılığa önemli katkı sağlamıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği ham çelik üretiminde, küresel üretim ocak-mart döneminde yıllık bazda fazla değişmeyerek yaklaşık 469 milyon ton olurken Türkiye'nin üretimi %28 artışla 9,5 milyon tona yükselerek deprem öncesi aynı dönemdeki 1Ç22 üretimini aştı. Şirket, 2,26 milyon ton (Erdemir: 916 bin ton, İsdemir: 1,35 milyon ton) ile Türkiye'nin 1Ç24 toplam üretiminin yaklaşık %24'ünü gerçekleştirmiştir. Şirket'in üretimi 1Ç22'de 1,99 milyon ton iken geçen yıl şubat ayında yaşanan deprem nedeniyle İsdemir tesislerinde üretime ara verilmesinin etkisiyle 1Ç23'te 1,2 milyon tona gerilemişti. Söz konusu dönemlerdeki kapasite kullanım oranları, sıvı çelik üretiminde %51'den %96'ya, ham çelik üretiminde %50'den %95'e yükselmiştir. Söz konusu dönemde Şirket'in miktar bazında satışları (Grup içi satışlar hariç) 1,55 milyon tondan 1,98 milyon tona yükselmiştir. İsdemir satışlarında güçlü artış olmuştur.

1Ç24'te maliyetlerdeki çeyreklik artış görece sınırlı kalmıştır. Zira, ilk madde ve malzeme dağılımında ilk sırada gelen kömür (%38) ve demirli hammadde (%24) fiyatları 1Ç24 döneminde gerilemiştir. Hem yıllık hem de çeyreklik bazda güçlü artan net faaliyet kârının (NFK) 5,53mlr TL'ye, esas faaliyet kârının (EFK) 8,81mlr TL'ye yükselmesi finansal performans artışını işaret etmektedir. Ayrıca, Şirket'in bağlı ortaklığı İsdemir'in (ISDMR), deprem nedeniyle sigorta kapsamında tahsil edilecek hasar tazminatına ilişkin ikinci avans bedelinin tahsil edilmesine yönelik anlaşmaya konu 3,24mlr TL'lik tutar gelir tablosunda esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabında kayda alınmıştır. Bu bağlamda, esas faaliyetlerden diğer gelirlerin belirgin artışla 3,28mlr TL'ye yükselmesi kâra katkı sağlamıştır. Finansal performans artışının etkisiyle FAVÖK 7,52mlr TL'ye çıkmıştır. Ton başına FAVÖK bir önceki çeyrekte 117USD iken 1Ç24'te 124USD'ye yükseldi. Şirket'in finansman gideri kârı bir miktar baskılamıştır. Net borç, önceki çeyrekte 41,93mlr TL iken banka kredilerindeki belirgin artışla 54,38mlr TL'ye yükselmiştir. Finansal borçlardaki USD bazındaki belirgin artış eğilimi devam etmektedir. Fonksiyonel para birimi ABD doları olan Şirket, enflasyon muhasebesinden, fonksiyonel para birimi Türk Lirası olan iştirakleri ölçüsünde sınırlı etkilenmektedir.

Şirket'in 1Ç24 kâr marjlarının, 3Ç22 döneminden bu yana en güçlü net çeyreklik finansal performansı işaret ettiğini düşünmekteyiz. Ana ortaklık net kâr marjı %11,3, EFK marjı %17,7, FAVÖK marjı %15,1 ve brüt kâr marjı %14,1 olmuştur. Yıllık performansların uzun vadeli ortalamalarının altındaki seyir devam etse de hem bir önceki yılın aynı dönemine göre hem de çeyreklik bazda güçlü artışlar dikkat çekmektedir. Pazar çarpanlarına göre Şirket'in geniş demir çelik sektörü içerisinde öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	49.748	26.274	89%
SMM	42.718	25.148	70%
Brüt satış karı	7.029	1.126	525%
Faaliyet giderleri	1.501	746	101%
Esas faaliyet kârı (EFK)	8.811	436	1921%
FAVÖK	7.517	1.389	441%
Finansal gelir/gider	-2.510	-393	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-61	-	a.d.
Ana ortaklık net kâr	5.601	90	6102%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	14,1%	4,3%	9,8
EFK Marjı	17,7%	1,7%	16,1
FAVÖK Marjı	15,1%	5,3%	9,8
Net Kar Marjı	11,3%	0,3%	10,9

**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.



**Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. (FROTO):** Şirket'in 1Ç24 net kârı geçen yılın aynı dönemine göre %10 artış ile 8,97mlr TL oldu. Hâsılat 1Ç23'e göre %9,3 artarak 124,19mlr TL seviyesine geldi.

Otomotiv Distribütörleri Derneğinin verilerine göre 2024'ün ilk üç ayında Türkiye otomotiv pazarı, geçen yılın güçlü bazına rağmen yıllık %24 büyüme kaydetmiştir. Bu dönemde toplam satışlar 305.878 adede (1Ç23: 246.500) ulaşmıştır. 2024 yılının ilk çeyreğinde hem binek hem de orta ticari araç satışlarında sırasıyla %33 ve %63 artışla kayda değer bir büyüme yaşanmıştır. Bu dönemde ithal araçların payı binek araçlarda %68 seviyesinde yatay seyrederken, hafif ticari araçlarda %67'ye yükselmiş ve toplamda %68 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk çeyreğinde Ford Otosan Türkiye'de toplam pazarda %7,9 pay elde ederek 3'üncü sıradaki yerini korumuştur. Perakende satışlar geçen yılın aynı dönemine göre %6 azalarak 24,293 adet olmuştur. Ayrıca 2024 Ocak-Mart döneminde toplam üretim adedi yıllık bazda %5 artmış ve 171.167 adet olmuştur. Avrupa Otomotiv Üreticileri Derneği ACEA'nın verilerine göre Ocak-Mart döneminde hafif ticari araç kümülatif satışlarında geçen yılın yüksek bazı etkisiyle %11,8 artış görülmüştür. Avrupa'da binek araç satışlarında ise yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,4 büyüme görülmüştür. İlk çeyrekte Ford Otosan'ın yurt dışı satış adetleri Craiova Fabrikası'nın da etkisiyle yıllık %11 artmış ve 145.817 adet olmuştur. İhracat 97,6mlr TL olarak gerçekleşmiş olup yıllık %12,3 artmıştır.

1Ç24'te brüt kâr artan işçilik ve hammadde maliyetleri nedeniyle yıllık %6 gerileyerek 13,2mlr TL olmuştur. FAVÖK ise yıllık %7 azalarak 11,9mlr TL seviyesine geldi. 2024'ün ilk çeyreğinde 4,43mlr TL'lik net parasal pozisyon kazancı kârlılığı desteklemiştir. Kâr marjlarında sınırlı gerilemeler olmuştur; brüt kâr marjı %10,6, FAVÖK marjı %8,1, ve net kâr marjı %7,2 seviyelerinde bulunmaktadır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	124.188	113.625	9%
SMM	110.972	99.584	11%
Brüt satış kârı	13.216	14.041	-6%
Faaliyet giderleri	5.230	4.293	22%
Esas faaliyet kârı (EFK)	8.889	9.869	-10%
FAVÖK	10.093	11.894	-15%
Finansal gelir/gider	-4.120	-2.242	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	4.430	2.625	69%
Ana ortaklık net kâr	8.973	8.156	10%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	10,6%	12,4%	-1,7
EFK Marjı	7,2%	8,7%	-1,5
FAVÖK Marjı	8,1%	10,5%	-2,3
Net Kar Marjı	7,2%	7,2%	0,0

**İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (İNDES):** Büyük teknoloji şirketleriyle distribütörlük anlaşmaları bulunan Şirket TMS-29 (Enflasyon muhasebesi) raporlaması kapsamında, 2024 yılının ilk çeyreğinde 109,26mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Bir önceki yılın aynı döneminde 19,78mn TL zarar açıklamıştı. Aynı dönemlerde şirketin net satışları yıllık %2 artış göstererek 14,71mlr TL olarak gerçekleşmiştir.

Cironun sınırlı artmasına karşın maliyetlerin fazla değişmemesi karlılığı olumlu etkilemiştir. Brüt kâr %41 artışla 944,5mn TL'ye yükseldi. Net faaliyet kârı (NFK) %49,4, esas faaliyet kârı (EFK) ise esas faaliyetlerden net giderlerdeki azalışın da etkisiyle %55,3 arttı. FAVÖK %48 artışla 730,05mn TL oldu. Finansman net giderinin 316,9mn TL'ye yükselmesi ve 152,11mn TL enflasyon düzeltmesi kaynaklı net parasal pozisyon kaybı kârlılığı baskılayan unsurlar oldu. Kâr marjlarını incelediğimizde; operasyonel marjların uzun vadeli yıllık ortalamaların üzerinde seyrettiğini görmekteyiz.

1Ç24 finansallarının hisse fiyatına kısa/orta vadede olumlu etki edebileceğini düşünmekteyiz. Sektöre göre oldukça iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz İNDES hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	14.713	14.430	2%
SMM	13.769	13.760	0%
Brüt satış karı	945	670	41%
Faaliyet giderleri	241	199	21%
Esas faaliyet kârı (EFK)	674	434	55%
FAVÖK	730	492	48%
Finansal gelir/gider	-317	-192	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-152	-214	a.d.
Ana ortaklık net kâr	109	-20	a.d.

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	6,4%	4,6%	1,8
EFK Marjı	4,6%	3,0%	1,6
FAVÖK Marjı	5,0%	3,4%	1,6
Net Kar Marjı	0,7%	-0,1%	a.d.

- 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.

**Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (RYGYO):** Şirket'in 1Ç24 dönemi net kârı geçen yılın aynı dönemine göre %468,7 artışla 596,5mn TL olarak kaydedildi. Bu dönemde hâsılat 1Ç23'e göre %42,7 artarak 489,2mn TL seviyesine geldi. Böylece brüt satış kârı 2023'ün ilk üç ayına göre %57,4 artıp 446,5mn TL olarak açıklandı. 1Ç24 döneminde ertelenmiş finansman gelirleri ve diğer gelir ve kârların etkisiyle 236,9mn TL'lik esas faaliyetlerden diğer gelirler kaydedilmesiyle esas faaliyet kârı yıllık %124,2 artarak 678,3mn TL seviyesine yükselmiştir. FAVÖK yıllık %63,4 artarak 462,3mn TL oldu.

Portföyünde 1,3 milyon m<sup>2</sup>'lik kira getirisi olan alana sahip 82 adet gayrimenkulü bulunan Reysaş GYO'nun varlıklarının yılsonu değeri 30,80mlr TL seviyelerindedir. Ayrıca Şirket'in portföyündeki depo çatılarında kurulu GES'lerin, devam eden yatırımlar ile 2024 yılında 45 MW kurulu gücün üzerine, 2025 yılında ise 50 MW üzerine çıkarılması planlanmaktadır. Buna ek olarak Şirket'in devam eden ve gelecek kârlılığına katkı sağlaması beklenen 10 adet projesi bulunmaktadır.

Şirket'in 1Ç24 dönemi kâr marjları incelendiğinde artışlar göze çarpmaktadır. Net kâr marjı 91 puan artış ile %121,9, esas faaliyet kâr marjı 50,4 puan artışla %138,6, FAVÖK marjı 12 puan artışla %94,5 ve brüt kâr marjı 8,6 puan artışla %91,3 seviyesine yükselmiştir.

Esas itibarıyla depoculuk alanında gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan Şirket'in, finansal performansının öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	489	343	43%
SMM	43	59	-28%
Brüt satış kârı	446	284	57%
Faaliyet giderleri	5	6	-14%
Esas faaliyet kârı (EFK)	678	303	124%
FAVÖK	462	283	63%
Finansal gelir/gider	-45	-141	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-47	-72	a.d.
Ana ortaklık net kâr	596	105	469%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	91,3%	82,7%	8,6
EFK Marjı	138,6%	88,2%	50,4
FAVÖK Marjı	94,5%	82,5%	12,0
Net Kar Marjı	121,9%	30,6%	91,3

**Türk Hava Yolları A.O. (THYAO):** Şirket'in 1Ç24 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %57 artışla 6,93milyar TL olarak gerçekleşti. Hâsılat ise geçen yılın aynı dönemine göre %79 artarak 147,24milyar TL seviyesine geldi. Hâsılat kırılımına göre yolcu gelirleri yıllık %72 artışla 118milyar TL olurken kargo gelirleri yıllık %108 artış ile 23,2milyar TL olarak kaydedilmiştir.

Şirket'in 1Ç24 dönemi trafik sonuçları incelendiğinde yolcu sayısı 2023'ün ilk üç ayına göre %8,4 artarak 18,5 milyon kişiye ulaşmış ve tüm zamanların en yüksek ilk çeyrek yolcu sayısı olarak kayıtlara geçmiştir. Ayrıca Avrupa Hava Seyrüsefer Güvenliği Örgütü (Eurocontrol) verilerine göre Türk Hava Yolları 2024 yılının ilk üç ayında network taşıyıcılar arasında Avrupa'da en fazla sefer yapan havayolu olmuştur. Buna ek olarak kargo ve posta faaliyetleri ton bazında yıllık %35 artarak 477,5bin ton olmuştur. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği IATA'nın yayımladığı verilere göre Turkish Cargo, 2024 yılının ilk çeyreğinde taşınan kargo kilometre bakımından dünyanın en büyük üçüncü hava kargo taşıyıcısı olmuştur.

1Ç24 döneminde maliyet ve faaliyet giderleri içerisindeki akaryakıt payı yıllık 3 puan azalarak %32 seviyesine gelmiştir. Brent petrolün ortalama fiyatı 81USD'den 83USD'ye çıksa da Şirket'in ortalama akaryakıt birim maliyeti 1Ç24 döneminde yıllık %10 azalarak 946 USD/Ton olmuştur. Bunun yanı sıra büyük ölçüde personel, komisyon ve teşvik giderlerindeki yükselişten kaynaklanan pazarlama ve satış giderlerindeki artış 17milyar TL seviyesine gelen faaliyet giderlerindeki yıllık yükselişi açıklamaktadır. 2023'ün ilk çeyreğinde FAVÖK yıllık %30,2 artış ile 15,5milyar TL olmuştur. 1Ç24 döneminde büyük ölçüde finansal yatırımlardan faiz gelirlerindeki artıştan kaynaklanan 9,53milyar TL'lik yatırım faaliyetlerinden gelirler ise kârlılığı desteklemiştir.

Şirket'in 1Ç24 marjları incelendiğinde 2023'ün ilk çeyreğine göre sınırlı düşüşler görülmektedir. Ana ortaklık net kâr marjı %4,7, esas faaliyet kâr (EFK) marjı %0,8, FAVÖK marjı %10,8 ve brüt kâr marjı %11,0 olmuştur.

- 12 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	147.238	82.057	79%
SMM	131.098	69.839	88%
Brüt satış kârı	16.140	12.218	32%
Faaliyet giderleri	17.048	9.688	76%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.203	2.151	-44%
FAVÖK	15.500	11.908	30%
Finansal gelir/gider	-5.714	665	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-	-	-
Ana ortaklık net kâr	6.931	4.418	57%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	11,0%	14,9%	-3,9
EFK Marjı	0,8%	2,6%	-1,8
FAVÖK Marjı	10,5%	14,5%	-4,0
Net Kar Marjı	4,7%	5,4%	-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.

**Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. (TNZTP):** İzmir’de üç adet hastane ve bir tıp merkezi ile sağlık hizmetleri veren Şirket’in 1Ç24 ana ortaklık net kârı yıllık bazda %127 artışla 72,9mn TL olurken net satış geliri %38 artışla 442,1mn TL olmuştur. Hastane bazında brüt satış gelirlerinin (446,2mn TL) yaklaşık %50’si Özel Tınaztepe Galen Hastanesi gelirinden, %32’si Özel Tınaztepe Hastanesi, %11’i Buca Tıp Merkezi ve %5’i Özel Tınaztepe Torbalı Hastanesi gelirinden oluşmaktadır. Kurum bazında ise yaklaşık %24’ü SGK’ya yapılan satışlardan ve kalan %76’sı diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlardan oluşmaktadır. Bir önceki yılın aynı döneminde SGK’ya yapılan satışlar toplamın %28’i düzeyindeydi.

Maliyetlerdeki artışın hâsıllata göre sınırlı artması kârlılığı olumlu etkilemiştir. Net faaliyet kârı (NFK) %96 artışla 115,3mn TL, esas faaliyet kârı (EFK) %118 artışla 96,3mn TL olmuştur. Finansman geliri/gideri dengesinde 1Ç23’te 19,3mn TL net gelir oluşurken 1Ç24 döneminde 22,4mn TL net gider oluşmuş ve kârı baskılamıştır. 2022 sonu itibarıyla 275,6mn TL net nakit fazlası olan Şirket’in 2023 itibarıyla 321,9mn TL, 1Ç24 itibarıyla 218,4mn TL net finansal borç pozisyonu oluşmuştur. TMS-29 kapsamındaki (Enflasyon muhasebesi) 77,1mn TL net parasal pozisyon kazancı ise kârı önemli ölçüde desteklemiştir. Şirket’in yabancı para pozisyonu 194,9mn TL karşılığı fazla vermektedir.

Şirket’in kâr marjları 1Ç24’te bir önceki yılın aynı dönemine göre oldukça güçlü artmış olup uzun vadeli yıllık ortalamaların üzerindedir. 1Ç24’te, ana ortaklık net kâr marjı %16,5, EFK marjı %21,8, FAVÖK marjı %35,0 ve brüt kâr marjı %39,9 olmuştur. Operasyonel performansını büyük ölçüde istikrarlı ve makul seviyelerde gördüğümüz Şirket’in, Borsa İstanbul’da listelenen sağlık sektörü şirketleri arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	442	320	38%
SMM	266	224	18%
Brüt satış karı	176	96	84%
Faaliyet giderleri	61	37	64%
Esas faaliyet kârı (EFK)	96	44	118%
FAVÖK	155	83	86%
Finansal gelir/gider	-22	19	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	77	-36	a.d.
Ana ortaklık net kâr	73	32	127%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	39,9%	29,9%	9,9
EFK Marjı	21,8%	13,8%	8,0
FAVÖK Marjı	35,0%	26,0%	9,0
Net Kar Marjı	16,5%	10,0%	6,5

**Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş. (VESBE):** Şirket, TMS-29 (Enflasyon muhasebesi) raporlaması kapsamında, 2024 yılının ilk çeyreğinde 616,6mn TL ana ortaklık net kârı elde etti. Bir önceki yılın aynı döneminde net kâr 1,11mlr TL idi. Net kârın düşüşünde finansal giderlerdeki artış ve enflasyon düzeltilmesi kaynaklı net parasal pozisyon kazancındaki azalış etkili olmuştur. Şirketin operasyonel karlılığı ise güçlü yükselmiştir. Yükselişin ana nedeni hammadde ve lojistik maliyetlerdeki düşüş olmuştur. Maliyetlerin azalmasında Şirket'in adet bazında üretiminin geçen yılın aynı dönemine göre %8 oranında azalması etkili olmuştur. Adet bazında satışlar ise %11 azalmıştır.

Net satışların %17,4 düşüşle 13,97mlr TL'ye gerilemesinde yurt dışı satışlardaki 3,58mlr TL gerileme önemli bir rol oynamıştır. Yurt içi satış gelirinde 670,4mn TL artış gerçekleşmiştir. Yurt dışı satışlardaki azalışın ana sebebi, şirketin ihracat yaptığı ülkelerde, küresel merkez bankalarının sıkılaştırıcı para politikaları sebebiyle yaşanan talep daralması olarak görünmektedir. Zira ihracatının yaklaşık yarısını Avrupa ülkelerine yapmaktadır. Avrupa Merkez Bankası (AMB) Haziran 2024'te faiz indirimine giden ilk majör merkez bankası oldu. Bu durum önümüzdeki dönemde talep toparlanmasını da beraberinde getirebilir. Yurt içi satışlardaki artışın sebebini ise geçen yılın ilk çeyreğinde meydana gelen deprem felaketinin düşük baz etkisi ve yüksek enflasyon sebebi ile öne çekilen talep olduğunu söyleyebiliriz.

Maliyetlerin net satışlara göre daha çok düşmesi ile brüt kâr %31,9 artarak 2,14mlr TL'ye (brüt kar marjı %15,3; 1Ç23'te %9,6), faaliyet giderlerindeki 1,34mlr TL'den 991mn TL'ye %26'lık geri çekilmeyle net faaliyet kârı (NFK) ise %309,3 artışla 1,15mlr TL'ye (NFK marjı %8,2; 1Ç23'te %1,7) yükselmiştir. Faaliyet giderlerindeki azalış pazarlama giderleri alt kırılımı; nakliye, komisyon, dağıtım ve depolama giderleri kalemindeki yaklaşık 300mn TL'lik azalıştan kaynaklanmıştır. Şirketin artan kur farkı giderleri nedeniyle esas faaliyetlerden net giderlerinde 154,8mn TL'den 676,5mn TL 'ye yükselişe karşın Esas Faaliyet Karı (EFK) %275 yükselişle 470mn TL TL'ye (EFK marjı %3,4; 1Ç23'te %0,7; 262bp artış) olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK, 1Ç23'teki 1,07mlr TL'den yıllık %72 artışla 1,83mlr TL seviyesine ulaşmıştır. FAVÖK marjı 6,8 puan artışla %13,1 olarak gerçekleşmiştir. (1Ç23: %6,3) Şirketin net borcu bir önceki yılın aynı dönemine göre 6,78mlr TL'den 5,7mlr TL'ye gerilerken güçlü FAVÖK artışı ile net borç/net çeyrek FAVÖK rasyosu 6,4'ten 3,1'e gerilemiştir.

- 14 -

Şirketin yurt dışı pazarlardaki zorlayıcı koşullara rağmen ilk çeyrekteki operasyonel performans artışını pozitif değerlendirmekte olup zorlayıcı koşullarda beklenen gevşemenin Şirket faaliyetlerine olumlu yansiyebileceğini düşünmekteyiz. Pazar çarpanlarına göre öne çıktığını düşündüğümüz VESBE hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	1Ç24	1Ç23	Fark
Net satışlar	13.974	16.911	-17%
SMM	11.836	15.290	-23%
Brüt satış karı	2.137	1.620	32%
Faaliyet giderleri	991	1.340	-26%
Esas faaliyet kârı (EFK)	470	125	275%
FAVÖK	1.835	1.067	72%
Finansal gelir/gider	-850	-306	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	960	1.412	-32%
Ana ortaklık net kâr	617	1.114	-45%

Oranlar	1Ç24	1Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	15,3%	9,6%	5,7
EFK Marjı	3,4%	0,7%	2,6
FAVÖK Marjı	13,1%	6,3%	6,8
Net Kar Marjı	4,4%	6,6%	-2,2

**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 PYŞ Araştırma Uzmanı** **02123953213**

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

