

Piramit Menkul Kıymetler 2Ç24 Model Portföy’de **AEFES, CIMSA, ENKAI, EREGL, ISDMR, RYGYO, TAVHL, TCELL, THYAO, TNZTP, TUPRS** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 11 Ekim 2024 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	11.10.2024	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
<b>AEFES</b>	193,20	5,6	1,5	114.395	-7,8	-33,0	77,8
<b>CIMSA</b>	31,46	11,7	1,3	29.748	-6,0	-10,6	-9,0
<b>ENKAI</b>	44,78	12,4	1,1	268.680	-4,7	8,1	43,9
<b>EREG</b>	48,92	9,6	0,8	171.220	3,2	-11,3	12,2
<b>ISDMR</b>	35,34	7,2	1,0	102.486	2,8	-13,0	-9,7
<b>RYGYO</b>	11,61	1,3	0,6	23.220	6,4	-10,3	67,9
<b>TAVHL</b>	219,70	7,7	1,5	79.813	-16,2	-19,5	68,4
<b>TCELL</b>	84,10	9,5	1,2	185.020	-14,4	-24,4	55,0
<b>THYAO</b>	264,75	2,0	0,7	365.355	-5,4	-14,6	15,1
<b>TNZTP</b>	49,80	3,7	1,3	6.374	-13,6	-16,7	-12,9
<b>TUPRS</b>	148,20	6,1	1,2	285.551	2,3	-6,6	17,3

- 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.

### 1Ç24 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	11.10.2024 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	05.07.2024 Kapanışa Göre Getiri (%)
AEFES	193,20	5,6	1,5	114.395	-7,8	-33,0	77,8	-29,10
AHGAZ	17,03	11,3	2,1	44.278	18,4	22,7	15,2	20,19
AKFYE	17,27	4,0	0,6	17.547	-15,3	-30,5	-2,8	-34,88
BIMAS	466,00	15,0	3,2	282.955	-16,5	-17,3	48,5	-14,82
BUCIM	6,58	5,8	0,9	9.870	-10,3	-21,1	-37,9	-19,53
EREGL	48,92	9,6	0,8	171.220	3,2	-11,3	12,2	-11,05
FROTO	938,00	7,3	3,8	329.154	9,1	-13,0	15,2	-16,47
İNDES	6,32	8,3	1,1	4.740	-6,9	-22,7	-8,6	-24,40
RYGYO	11,61	1,3	0,6	23.220	6,4	-10,3	67,9	-10,52
THYAO	264,75	2,0	0,7	365.355	-5,4	-14,6	15,1	-14,04
TNZTP	49,80	3,7	1,3	6.374	-13,6	-16,7	-12,9	-13,16
VESBE	17,02	7,7	1,0	27.232	2,1	-16,9	6,1	-17,90
<b>Ortalama</b>								<b>-15,47</b>
<b>XU100</b>	8876,22				-5,8	-19,5	6,5	<b>-18,20</b>
<b>Fark</b>								<b>2,73</b>

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

- 2 -

\*1Ç24 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
AHGAZ	0,0173076	24.07.2024	26.07.2024
BIMAS	1,80	17.07.2024	19.07.2024
BIMAS	3,60	02.10.2024	04.10.2024
VESBE	0,6533334	25.07.2024	29.07.2024
BUCIM	0,0599999	30.09.2024	02.10.2024

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
RYGYO	300,00	25.07.2024	26.07.2024

**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, TMS29 enflasyon muhasebesi kapsamında 2Ç24 döneminde 3,96mlr TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Şirket, 2Ç23 döneminde 5,96mlr TL, 1Ç24 döneminde ise 3,4mlr TL ana ortaklık net kârı açıklamıştı. Net kârlılıktaki düşüşün temel nedenleri Türkiye'deki artan borçlanma maliyeti sebebiyle yüksek faiz giderleri ve lokal para birimlerinin güçlü performansı sonucu oluşan döviz cinsinden nakit pozisyonundan kaydedilen zararlar olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte TMS 29 uygulamasının bir sonucu olarak ertelenmiş vergi geliri kârı desteklemiştir. TMS 29'un etkisi hariç bakıldığında, konsolide net kâr yılın ilk yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemindeki 3,28mlr TL seviyesine kıyasla artış göstererek 5,09mlr TL seviyesinde kaydedilmiştir.

Şirketin konsolide net satış geliri, çeyreklik %28 artarken, yıllık %5 azalmıştır. 2Ç24 döneminde 60,5mlr TL konsolide net satış geliri elde edilmiştir. TMS29'un etkisi hariç bakıldığında 2024/06'da konsolide net satış geliri artışı yaklaşık %70 seviyesinde, kur etkisinden arındırılmış net gelir artışı ise %33 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bira grubu net satış gelirleri 2Ç24'te yıllık %2,8 oranında daralarak 23,56mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Güçlü hacim performansına rağmen, uluslararası operasyonların raporlama para birimlerinin TL karşısında değer kazandığı/kaybettiği oran ile ilgili döneme ilişkin enflasyon oranı arasındaki fark nedeniyle dönem içerisinde uluslararası bira operasyonlarının net satış geliri %6,8 oranında azalarak 16,71mlr TL seviyesinde kaydedilmiştir. Türkiye bira operasyonlarında satış gelirleri ikinci çeyrekte %9,4 oranında artmış ve 6,79mlr TL'ye ulaşmıştır. TMS 29'un etkisi hariç bakıldığında 2024/06 bira grubu net satış gelirleri %73,9 oranında artış ile 41,11mlr TL seviyesinde kaydedilmiş, kur etkisinden arındırılmış net gelir ise %36,7 artmıştır.

Şirketin konsolide satış hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,5 artışla 36,4mhl seviyesinde gerçekleşmiştir. Bira grubu satış hacmi büyüme trendini Rusya, Türkiye ve Moldova operasyonlarındaki güçlü performans sayesinde ikinci çeyrekte de devam ettirmiştir; 2Ç23'te 10,1mhl'den, 2024 2. çeyreğinde 10,8mhl'ye yükselerek %7,1 artış göstermiştir. Uluslararası bira operasyonları satış hacmi, Rusya operasyonunun katkısıyla 2Ç24'te ilk çeyrekte kaydedilen güçlü performansın üzerine %8,2 gibi yüksek bir oranda artmış ve 8,9mhl seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer yandan meşrubat iş kolu satış hacimleri yılın ikinci çeyreğinde toparlanma kaydetmiş olup Irak ve Azerbaycan'ın güçlü performanslarının yanı sıra Türkiye'de devam eden büyüme ile desteklenmiştir. Meşrubat grubunda 2024 yılının ilk çeyreğindeki %7,2'lik daralmaya karşın ikinci çeyrekte %0,7 artışla 448 milyon ünite kasadan 451,3 milyon ünite kasaya artış gerçekleşmiştir.

Şirketin kârlılık oranları incelendiğinde brüt kâr marjı geçen yılın aynı dönemine göre 2,71 puan yükseliş ile %40,9 olurken FAVÖK marjı 9bp sınırlı gerileyerek %20,8 olarak kaydedilmiştir. Ana ortaklık net kâr marjı ise %2,82 puan düşüşle %6,5 olarak gerçekleşmiştir. TMS29 uygulanmamış haliyle ise; brüt kâr marjı geçen yılın aynı dönemine göre 2,45 puan yükseliş ile %42,3 olurken FAVÖK marjı 51bp sınırlı gerileyerek %21,7 olarak kaydedilmiştir. Ana ortaklık net kâr marjı ise %2,12 puan düşüşle %5,4 olarak gerçekleşmiştir.

Sektör içerisinde iskontolu fiyatlanmaya devam ettiğini düşündüğümüz AEFES hissesini model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	60.508	63.737	-5%	60.508	47.223	28%
SMM	35.735	39.371	-9%	35.735	30.311	18%
Brüt satış kârı	24.774	24.366	2%	24.774	16.911	46%
Faaliyet giderleri	15.128	13.914	9%	15.128	13.740	10%
Esas faaliyet kârı (EFK)	10.085	10.187	-1%	10.085	2.942	243%
FAVÖK	12.347	13.277	-7%	12.347	5.587	121%
Finansal gelir/gider	-4.659	-1.139	a.d.	-4.659	-708	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	3.394	3.768	-10%	3.394	4.401	-23%
Ana ortaklık net kâr	3.955	5.962	-34%	3.955	3.404	16%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	40,9%	38,2%	2,7	40,9%	35,8%	5,1
EFK Marjı	16,7%	16,0%	0,7	16,7%	6,2%	10,4
FAVÖK Marjı	20,4%	20,8%	-0,4	20,4%	11,8%	8,6
Net Kâr Marjı	6,5%	9,4%	-2,8	6,5%	7,2%	-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.

**Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CİMSA):** Şirket, TMS29 enflasyon muhasebesi kapsamında 2Ç24 döneminde 1,28mlr TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Yılın ilk çeyreğinde 393mn TL, geçen yılın ikinci çeyreğinde 1,27mlr TL net kâr açıklamıştı. Şirketin cirosu çeyreklik bazda fazla değişmezken yıllık %22 azalmıştır. Şirket, kapasite kullanım oranının güçlü seyrine rağmen, 2024'ün ilk yarısında yıllık %8,3'lük bir daralmayla 11,53mlr TL konsolide ciro elde etmiştir. 2024'ün ikinci çeyreğinde ise konsolide ciro 5,76mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Çimento grubu satış gelirleri 2Ç24 döneminde 4,89mlr TL (yıllık %27 düşüş) ve hazır beton satış gelirleri 875mn TL (yıllık %21 artış) seviyesinde gerçekleşmiştir. İlgili dönemde yurt içi satışlar 2,65mlr TL (yıllık %14 azalış) ve yurt dışı satışlar 3,72mlr (yıllık %23 azalış) olarak gerçekleşmiştir. Şirketin satış hacmi yılın ikinci çeyreğinde yıllık %6 gerilemesine karşın ilk altı ayın toplamında yıllık %2 artmıştır.

Yıllık bazda faaliyet giderleri %19 artış kaydederken, satışların maliyeti cirodaki (%22) düşüğe oranla daha fazla (%27) düşerek brüt kâr olumlu etkilemiştir; brüt kâr marjında 5,61 puan artış gerçekleşmiştir.

Şirketin 2Ç24 konsolide FAVÖK'ü 1,43mlr TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı, enerji ve yakıt maliyetlerindeki azalış ile birlikte 4,03 puan artarak %24,8'e çıkmıştır. 2024'ün ilk yarısında ise FAVÖK 2,05mlr TL olurken, FAVÖK marjı %17,8 olarak gerçekleşmiştir. Güçlü borç yönetimi ile daha düşük finansman giderleri, enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kazanç ve SAHOL hisselerinden kaynaklı yatırım faaliyetlerinden gelir ile net kâr marjı yıllık 5,89 puan artışla %22,2 olmuştur. Brüt kâr marjı da hem çeyreklik hem de yıllık bazda artarak %28,3 olmuştur. Sektör içerisinde iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz CİMSA hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 4 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	5.762	7.370	-22%	5.762	5.771	0%
SMM	4.132	5.698	-27%	4.132	5.003	-17%
Brüt satış kârı	1.630	1.672	-2%	1.630	768	112%
Faaliyet giderleri	506	424	19%	506	559	-10%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.144	1.799	-36%	1.144	391	193%
FAVÖK	1.460	1.560	-6%	1.460	594	146%
Finansal gelir/gider	-194	-456	a.d.	-194	-214	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	331	47	598%	331	98	239%
Ana ortaklık net kâr	1.278	1.272	0%	1.278	393	225%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	28,3%	22,7%	5,6	28,3%	13,3%	15,0
EFK Marjı	19,9%	24,4%	-4,6	19,9%	6,8%	13,1
FAVÖK Marjı	25,3%	21,2%	4,2	25,3%	10,3%	15,0
Net Kâr Marjı	22,2%	17,3%	4,9	22,2%	6,8%	15,4

**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.

**Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAI):** Şirket'in 1Ç24 ana ortaklık payları net kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %159, bir önceki çeyreğe göre %36 artışla 6,36milyar TL'ye yükselmiştir. Net satış geliri yıllık bazda %59, bir önceki çeyreğe göre %30 ile güçlü bir artış kaydederek 23,68milyar TL olmuştur. Enka İnşaat, Türkiye'de yaygın bir inşaat faaliyet yelpazesinde hizmet vermekte olup, bu inşaat faaliyetleri arasında termik güç santralleri ve endüstriyel inşaat projeleri yer almaktadır. Gürcistan, Türkmenistan ve Kazakistan'da inşaat faaliyetlerinde bulunmaktadır. Moskova'da, gayrimenkul yatırımı ve geliştirilmesi, AVM inşaatı ve işletmesi konularında da faaliyet göstermektedir. Şirket'in Afrika, Asya, Avrupa ve Amerika kıtalarında çok sayıda ülkede inşaat faaliyetleri devam etmektedir. Şirket'in 2024/06 dönemi hâsılatının yaklaşık %75'i inşaat faaliyetlerinden, kalan kısmı gayrimenkul kiralama, ticaret ve enerji sektörü faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Coğrafi olarak, hâsılatı en büyük katkı %38 ile Rusya'dan, ardından %32 ile Türkiye'den, %23 ile Avrupa'dan gelmektedir.

Etkin maliyet ve gider yönetiminin etkisiyle Şirket'in net faaliyet kârı (NFK) yıllık %64, çeyreklik %141 artarken esas faaliyet kârı (EFK) yıllık %65, çeyreklik %121 artışla 5,27milyar TL'ye yükselmiştir. Yılın ilk yarısında, Şirket'in bilançosundaki finansal yatırımlar kapsamındaki hisse senetlerinin değer artışından doğan yatırım faaliyetlerinden kaynaklı gelirler Şirket'in kârlılığını önemli ölçüde desteklemiştir. Şirket'in 37,04milyar TL hazır değeri ve 96,12milyar TL karşılığı net nakit fazlası bulunmakta olup likidite oranları güçlü likit yapısını işaret etmektedir. İşletme faaliyetlerinden kaynaklı nakit akışı güçlüdür. Şirket'in stok, alacak ve borç devir hızı BIST İnşaat Endeksi'nin üzerinde olup alacak devir hızı borç devir hızının üzerindedir. Fonksiyonel para birimi ABD Doları olan Şirket, 2Ç24 döneminde iştiraklerinden kaynaklı olarak TMS-29 raporlaması kapsamında 218,7milyon TL net parasal pozisyon kaybı kaydetmiştir. Şirket'in inşaat segmentinde yapılmakta olan işlerinin dönem sonu itibarıyla kalan tutarı yaklaşık 5,99milyar USD olup coğrafi olarak büyük ölçüde homojen dağıldığı görülmektedir.

Uzun vadede kâr marjları stabil ve makul seviyelerde seyreden Şirket'in 2Ç24 marjlarının uzun vadeli ortalamalarını aşması olumludur. 2Ç24 döneminde %26,9 ana ortaklık net kâr marjı, %22,2 EFK marjı ve %26,2 brüt kâr marjı kaydetmiştir.

Operasyonel verimliliğini ve nakit yaratma kabiliyetini koruyan Şirket'in, pazar çarpanları da dikkate alındığında öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 5 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	23.680	14.891	59%	23.680	18.225	30%
SMM	17.479	11.114	57%	17.479	13.901	26%
Brüt satış kârı	6.201	3.777	64%	6.201	4.324	43%
Faaliyet giderleri	1.084	655	65%	1.084	2.201	-51%
Esas faaliyet kârı (EFK)	5.265	3.192	65%	5.265	2.387	121%
FAVÖK	5.956	3.688	61%	5.956	2.978	100%
Finansal gelir/gider	-101	304	a.d.	-101	200	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-219	-	a.d.	-219	-155	a.d.
Ana ortaklık net kâr	6.362	2.458	159%	6.362	4.692	36%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	26,2%	25,4%	0,8	26,2%	23,7%	2,5
EFK Marjı	22,2%	21,4%	0,8	22,2%	13,1%	9,1
FAVÖK Marjı	25,1%	24,8%	0,4	25,1%	16,3%	8,8
Net Kâr Marjı	26,9%	16,5%	10,4	26,9%	25,7%	1,1

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

**Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (EREGL):** Şirket 2Ç24 döneminde 4,39milyar TL ana ortaklık net kârı elde etmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde zarar eden Şirket, bir önceki çeyrekte ise 5,60milyar TL kâr etmişti. Hâsılat 2Ç24'te yıllık %35, çeyreklik %2 artışla 50,47milyar TL'ye yükselmiştir. Demir çelik satışlarının yaklaşık %78'ini yurt içi satışlar oluşturmuştur. Yurt içi satışlar yıllık bazda artmasına karşın bir önceki çeyreğe göre azalmıştır. Yurt dışı satışlar ise yıllık bazda belirgin bir şekilde artarken önceki çeyreğe göre de güçlü artış kaydetmiştir. Miktar bazında satışlar yılın ilk altı ayında bir önceki yıla göre belirgin artmıştır. Yassı mamul satışlar %15 artışla 3,49 milyar tona, uzun mamul satışları %148 artışla 441 bin tona yükselmiştir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği ham çelik üretiminde, küresel üretim ocak-haziran döneminde yıllık bazda fazla değişmeyerek 954,6 milyon ton seviyesinde kalırken Türkiye'nin üretimi yaklaşık %17 artışla 18,6 milyon ton oldu. Elektrik ark ocaklı tesislerde üretim %12 artışla 12,9 milyon ton, entegre tesislerde üretim %30 artışla 5,7 milyon ton olmuştur. Şirket'in altı aylık üretimi, geçen yıl yaşanan depremin etkisinin ortadan kalkmasıyla %41 artarak 4,44 milyar tona yükselmiştir. Söz konusu dönemde Ereğli tesislerinde üretim %13 artışla 1,76 milyar ton olurken İsdemir (ISDMR) tesislerinde %68 artışla 2,68 milyar tona yükselmiştir. Şirket, Türkiye'deki ham çelik üretiminin %24'ünü gerçekleştirmiştir. Kapasite kullanım oranı, geçen yılın ilk altı ayında (Şubat ayındaki deprem felaketinden kaynaklı olarak) %66-67 dolaylarındayken bu yıl %93-94'e çıkmıştır.

Maliyetler oransal olarak hâsılatla paralel artmıştır. Faaliyet giderlerinin görece sert artışı kârlılığı bir miktar olumsuz etkilemiştir. Şirket'in net faaliyet kârı (NFK) ve esas faaliyet kârı (EFK) yıllık bazda güçlü artarken önceki çeyreğe göre düşmüştür. Maliyet kalemleri içerisinde ilk madde ve malzeme gideri yaklaşık %73 ile en yüksek paya sahiptir. 2024/06 dönemindeki ilk madde ve malzeme giderinin %39'u kömür, %34'ü demirli hammaddeden oluşmaktadır. Koklaşabilir kömür fiyatlarında geçen yılın son çeyreğinde başlayan aşağı yönlü seyir bu yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Demir cevheri fiyatları ikinci çeyrekte gerilemiş, hurda fiyatları görece yatay bir seyir izlemiştir. Faaliyet giderlerindeki çeyreklik artışın önemli kısmı personel giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. EFK'deki düşüşün önemli kısmı, ilk çeyrekte, İsdemir'in (ISDMR) deprem nedeniyle sigorta kapsamında tahsil edilecek hasar tazminatına ilişkin 3,24milyar TL'lik tutarın esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabında kayda alınmış olmasıdır. Ton başına FAVÖK, 2Ç23'te 141USD, 1Ç24'te 124USD iken 2Ç24'te 101USD'ye gerilemiştir.

Şirket'in net çeyreklik finansman gideri önceki çeyreğe ve önceki yılın aynı dönemine göre gerilemiştir. 2023/06 itibarıyla 61,76milyar TL karşılığı net finansal borcu bulunmaktadır. Toplam yükümlülüklerinin %66'sı kısa vadeli. Bununla birlikte 28,43milyar TL hazır değeri bulunan Şirket'in likidite oranları makul seviyelerde olup işletme faaliyetlerinden pozitif nakit akışı elde etmektedir. Fonksiyonel para birimi ABD doları olan Şirket, enflasyon muhasebesinden, fonksiyonel para birimi Türk Lirası olan iştirakleri ölçüsünde sınırlı etkilenmektedir.

Kâr marjları uzun vadeli ortalamalarının altında seyretmeye devam etmektedir. 2Ç24 net kâr ve EFK marjlarındaki çeyreklik gerileme ise, büyük ölçüde deprem sigortası kapsamında tahsil edilecek hasar tazminatına ilişkin yüksek tutarın ilk çeyrekte muhasebeleştirilmiş olup ikinci çeyrekte mevcut olmamasından kaynaklanmaktadır. Ana ortaklık net kâr marjı %8,7, EFK marjı %9,0'a gerilemiştir. Maliyetlerdeki görece yüksek artışın etkisiyle brüt kâr marjı çeyreklik bazda sınırlı bir düşüşle %12,4 olmuştur. Kâr marjları bir önceki yılın aynı dönemine göre yükselmiştir. Şirket'in orta vadede hem operasyonel hem de finansal performansındaki toplanmanın büyük ölçüde korunması ve görece düşük seyrettiğini düşündüğümüz pazar çarpanlarıyla öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	50.470	37.346	35%	50.470	49.748	1%
SMM	44.234	33.719	31%	44.234	42.718	4%
Brüt satış kârı	6.237	3.627	72%	6.237	7.029	-11%
Faaliyet giderleri	1.971	1.097	80%	1.971	1.501	31%
Esas faaliyet kârı (EFK)	4.557	3.227	41%	4.557	8.811	-48%
FAVÖK	6.388	3.823	67%	6.388	7.517	-15%
Finansal gelir/gider	-1.354	-1.507	a.d.	-1.354	-2.510	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-159	-	a.d.	-159	-61	a.d.
Ana ortaklık net kâr	4.386	-3.999	a.d.	4.386	5.601	-22%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	12,4%	9,7%	2,6	12,4%	14,1%	-1,8
EFK Marjı	9,0%	8,6%	0,4	9,0%	17,7%	-8,7
FAVÖK Marjı	12,7%	10,2%	2,4	12,7%	15,1%	-2,5
Net Kâr Marjı	8,7%	-10,7%	a.d.	8,7%	11,3%	-2,6

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

**İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. (ISDMR):** Şirket, 2Ç24'te 2,79milyar TL net dönem kârı elde etmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde 1,62milyar TL zarar eden Şirket, yılın ilk çeyreğinde ise 4,32milyar TL net kâr kaydetmiştir. 2Ç24'te hâsılat, yıllık %65, çeyreklik %9 artışla 28,09milyar TL olmuştur. Hâsılatın %77'si yurt içi satışlardan oluşmaktadır. Yurt içi satışları bir önceki çeyreğe göre fazla değişmezken geçen yılın aynı dönemine göre güçlü artmıştır. Yurt dışı satış geliri ise hem önceki çeyreğe göre hem de bir önceki yılın aynı dönemine göre güçlü artış kaydetmiştir. Miktar bazında satışlar hem 2Ç24 hem de 2024/06 döneminde yıllık bazda belirgin artmıştır. Yassı mamul satışları %44 artışla 2,09 milyon tona, uzun mamul satışları %148 artışla 441 bin tona yükselmiştir.

Erdemir'in (EREGL) bağlı ortaklığı konumundaki Şirket'in faaliyet gösterdiği ham çelik üretiminde, küresel üretim ocak-haziran döneminde yıllık bazda fazla değişmeyerek 954,6 milyon ton seviyesinde kalırken Türkiye'nin üretimi yaklaşık %17 artışla 18,6 milyon ton oldu. Elektrik ark ocaklı tesislerde üretim %12 artışla 12,9 milyon ton, entegre tesislerde üretim %30 artışla 5,7 milyon ton olmuştur. Şirket'in altı aylık üretimi, geçen yıl yaşanan depremin etkisinin ortadan kalkmasıyla %59 artarak 2,59 milyon tona yükselmiştir. Sıvı çelik ve slab üretiminde kapasite kullanım oranı, geçen yılın ilk altı ayında (Şubat ayındaki deprem felaketinden kaynaklı olarak) %55-56 dolaylarındayken bu yıl %90-94'e çıkmıştır.

Maliyetler 2Ç24'te oransal olarak yıllık bazda hâsılatın daha az artarken çeyreklik bazda bir miktar daha fazla artmıştır. Faaliyet giderleri ise hem yıllık hem de çeyreklik olarak görece sert artmıştır. Şirket'in net faaliyet kârı (NFK) yıllık bazda güçlü artarken yıllık bir önceki çeyreğe göre sert gerilemiştir. Esas faaliyet kârı da (EFK) önceki çeyreğe göre gerilemiş olup düşüşün önemli kısmı, ilk çeyrekte, İsdemir'in (ISDMR) deprem nedeniyle sigorta kapsamında tahsil edilecek hasar tazminatına ilişkin 3,24milyar TL'lik tutarın esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabında kayda alınmış olmasından kaynaklanmıştır. Maliyet kalemleri içerisinde ilk madde ve malzeme gideri yaklaşık %80 ile en yüksek paya sahiptir. 2024/06 dönemindeki ilk madde ve malzeme giderinin %37'si kömür, %36'sı demirli hammadde ve %12'si hurda demirden oluşmaktadır. Koklaşabilir kömür fiyatlarında geçen yılın son çeyreğinde başlayan aşağı yönlü seyir bu yılın ikinci çeyreğinde de sürmüştür. Demir cevheri fiyatları ikinci çeyrekte gerilemiş, hurda fiyatları görece yatay bir seyir izlemiştir. Ton başına FAVÖK, 2022'de 149USD, 2023'te 57USD iken bu yılın ilk altı ayında 83USD olmuştur.

Kâr marjları uzun vadeli ortalamalarının altında seyretmeye devam etmektedir. 2Ç24 net kâr ve EFK marjlarındaki çeyreklik gerileme ise, deprem sigortası kapsamında tahsil edilecek hasar tazminatına ilişkin yüksek tutarın ilk çeyrekte muhasebeleştirilmiş olup ikinci çeyrekte mevcut olmamasından kaynaklanmaktadır. Ana ortaklık net kâr marjı %9,9, EFK marjı %6,8'e gerilemiştir. Maliyetlerdeki görece yüksek artışın etkisiyle brüt kâr marjı çeyreklik bazda sınırlı bir düşüşle %8,4 olmuştur. Kâr marjları bir önceki yılın aynı dönemine göre yükselmiştir. Operasyonel ve finansal performansındaki toplanmayı büyük ölçüde koruyan Şirket'i Model Portföyümüze ekliyoruz.

- 7 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	28.094	17.022	65%	28.094	25.682	9%
SMM	25.728	15.781	63%	25.728	22.671	13%
Brüt satış kârı	2.366	1.242	91%	2.366	3.011	-21%
Faaliyet giderleri	723	358	102%	723	556	30%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.913	1.048	83%	1.913	5.763	-67%
FAVÖK	2.617	1.399	87%	2.617	3.330	-21%
Finansal gelir/gider	338	-312	a.d.	338	-397	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-	-	-	-	-	-
Ana ortaklık net kâr	2.789	-1.620	a.d.	2.789	4.324	-36%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	8,4%	7,3%	1,1	8,4%	11,7%	-3,3
EFK Marjı	6,8%	6,2%	0,7	6,8%	22,4%	-15,6
FAVÖK Marjı	9,3%	8,2%	1,1	9,3%	13,0%	-3,7
Net Kâr Marjı	9,9%	-9,5%	a.d.	9,9%	16,8%	-6,9

**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.



**Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (RYGYO):** Şirket'in 2Ç24 dönem net kârı geçen yılın aynı dönemine göre %55 artış, çeyreklik bazda %20 azalışla 475,3mn TL oldu. Bu dönemde hâsılat yıllık %166, çeyreklik %11 artışla 839,6mn TL'ye yükseldi. Hâsılatın çoğunluğu kiralama gelirlerinden oluşmaktadır. Brüt satış kârı maliyetlerin sınırlı etkisiyle yıllık %172, çeyreklik %23 artışla 826,5mn TL oldu. Bu yılın ilk çeyreğinde ve bir önceki yılın ikinci çeyreğinde oluşan esas faaliyetlerden diğer net gelir kârlılığı desteklemişti. Zira 2Ç24'te net gider oluşması esas faaliyet kârının (EFK) yıllık bazda zayıf artışı ve çeyreklik bazda gerilemesinde etkili olmuştur. Net faaliyet kârı (NFK) ise hem yıllık hem de çeyreklik bazda belirgin bir şekilde artarak güçlü operasyonel performansı işaret etmiştir. Şirket, TMS-29 raporlaması kapsamında 340,2mn TL net parasal pozisyonu kaybı açıklamış olup kârlılık üzerinde önemli ölçüde baskı oluşturmuştur. Buna karşılık önceki çeyrekte ve önceki yılın aynı döneminde finansman gideri oluşurken 2Ç24'te sınırlı bir finansman geliri olup kârlılığı desteklemiştir.

Reysaş Lojistik'in (RYSAS) bağlı ortaklığı olan Şirket, depoculuk alanında faaliyet göstermekte olup önde gelen küresel markalar için önemli bir lojistik çözüm ortağı konumundadır. Depo üreticisi ve kiralayıcısı olan Şirket'in, 32,10mlr TL'lik portföyünde kira getirili 1,60 milyon m2 alana sahip 84 adet gayrimenkulü bulunmaktadır. Gayrimenkullerin 34 adedi lojistik depo, 8 adedi fındık deposu, 23 adet arsadan oluşmaktadır. Diğer gayrimenkuller ise taşıt muayene istasyonu, imalathane, oto galeri çarşısı/AVM, ofis, otel, konut projesi, fabrika ve dairedir. Gayrimenkul portföy büyüklüğü 2023/12 itibarıyla 30,14mlr TL, 2024/03 itibarıyla 82 adet gayrimenkulün portföy büyüklüğü 30,80mlr TL idi. Ayrıca, 2013 yılında portföyündeki depo çatılarına GES kurmaya başlayan Şirket, kurulu güç miktarını her yıl istikrarlı bir şekilde artırarak 2023 sonunda 40 MW'ı aşmıştır. Devam eden yatırımlar ile 2024 yılında 45 MW üzerine, 2025'te 50 MW, 2026'te ise 60 MW üzerine çıkmayı planlamaktadır.

Reysaş GYO, yüksek kâr marjlarıyla çalışmaktadır. Yıllık kâr marjlarının uzun vadeli ortalamaları oldukça yüksek seviyelerdedir. 2Ç24 döneminde net kâr marjı %56,6, EFK marjı %94,5 ve brüt kâr marjı %98,4 olmuştur. Bulunduğu sektörde depoculuk faaliyetine odaklanmış tek Şirket olan Reysaş GYO'yu, koruduğu güçlü finansal yapısı ve iskontolu olduğunu değerlendirdiğimiz Pazar çarpanları dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.

- 8 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	840	316	166%	840	757	11%
SMM	13	12	10%	13	83	-84%
Brüt satış kârı	827	304	172%	827	674	23%
Faaliyet giderleri	7	2	187%	7	8	-10%
Esas faaliyet kârı (EFK)	793	543	46%	793	1.055	-25%
FAVÖK	841	324	160%	841	687	22%
Finansal gelir/gider	21	-202	a.d.	21	-69	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-340	-136	a.d.	-340	-399	a.d.
Ana ortaklık net kâr	475	307	55%	475	596	-20%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	98,4%	96,2%	2,2	98,4%	89,1%	9,4
EFK Marjı	94,5%	171,8%	-77,4	94,5%	139,3%	-44,9
FAVÖK Marjı	100,2%	102,6%	-2,4	100,2%	90,8%	9,4
Net Kâr Marjı	56,6%	97,2%	-40,5	56,6%	78,8%	-22,2

**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.



**TAV Havalimanları Holding A.Ş. (TAVHL):** Şirket'in ana ortaklık net kârı 2Ç24 döneminde çeyreklik %741, yıllık %183 artışla 2,51milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde hâsılat çeyreklik %33, yıllık %107 artarak 14,31milyar TL'ye yükselmiştir. Trafik büyümesi, Paris Lounge Network şirketinin TAV İşletme Hiz. altında tam konsolide edilmeye başlanması, fiyat artışları ve Ankara Esenboğa işletmesinin UFRYK 12 muhasebe uygulamasından çıkması ciro büyümesine olumlu etki etmiştir. Şirketin son çeyrek finansallarında; hâsılatın 5,56milyar TL (%39) kısmı havacılık gelirlerinden, 3,24milyar TL (%23) kısmı yer hizmetleri gelirlerinden, 1,55milyar TL (%11) kısmı yiyecek içecek hizmet gelirlerinden ve 1,38milyar TL (%10) kısmı prime Class ve salon hizmet gelirlerinden oluşmaktadır. Hâsılat ve FAVÖK'ün dağılımı havalimanı bazında incelendiğinde en önemli katkının toplamın yarısından fazlasını oluşturan Almatı'dan geldiği görülmektedir. İkinci sırada Gürcistan ve ardından İzmir gelmektedir. Hâsılatta en fazla oransal artış, toplam hâsılat katkıda dördüncü sırada gelen Ankara'da olmuştur. 1Y24 yolcu sayısında güçlü artış olmuştur; Ocak-haziran döneminde, hizmet verilen yolcu sayısı yıllık %17 artışla (Dış hatlar %20, iç hatlar %14) 16,95 milyona yükselmiştir. Bu artış şirketin havalimanlarını kullanan önemli havayolu şirketlerinin filo genişletme stratejileri ve daha kısa geçen bir kış sezonu desteklemiştir. Oransal olarak en güçlü artışlar sırasıyla %36 ile Gürcistan işletmesi (2,46 milyon), %35 ile Gazipaşa (429 bin), %31 ile TAV Tunus (1,03 milyon), %25 ile Almatı'da (5,25 milyon) gerçekleşmiştir.

Güçlü operasyonel performans kârlılığa olumlu yansımıştır; Şirket'in maliyet ve faaliyet giderlerindeki çeyreklik artış oransal olarak hâsılat artışının altında, yıllık bazda artış ise bir miktar üzerindedir. Brüt kârdaki oransal artış çeyreklik bazda hâsılat artışının üzerinde, yıllık bazda ise hâsılat artışına paralel olmuştur. Net faaliyet kârı (NFK) çeyreklik %84, yıllık %92 artarak 2Ç24'te güçlü finansal performansı işaret etmiştir. Zira esas faaliyet kârı (EFK) çeyreklik %71, yıllık %90 artışla 3,17milyar TL'ye, FAVÖK çeyreklik %65, yıllık %95 artışla 4,50milyar TL'ye yükselerek güçlü performansı teyit etmiştir. Yatırım faaliyetlerinden kaynaklı net gelir çeyreklik %40, yıllık %124 artışla 594,7milyon TL seviyesinde gerçekleşerek kârı desteklemiştir. Net finansman gideri önceki çeyreğe göre azalmasına kârın bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı bir artışla 1,37milyar TL olmuştur. Enflasyon muhasebesinden kaynaklı 205,9milyon TL net parasal pozisyon kazancı kârı desteklemiştir. Sadece fonksiyonel para birimi TL olan grup şirketlerinin finansal tabloları enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulmuştur. Şirket'in fonksiyonel para birimi Euro'dur. Şirket'in 2024/06 itibarıyla net finansal borcu 42,89milyar TL, toplam finansal borcu 64,21milyar TL, nakit ve nakit benzerleri ise 18,05milyar TL seviyesindedir. Borçluluk ve net borç pozisyonu biraz yüksek görünmekle birlikte likidite oranları istikrarlı bir şekilde makul seviyelere yakın seyretmektedir.

Almatı Havalimanı yeni dış hatlar terminalinin inşaatının tamamlanması ve yeni terminal binasının 1 Haziran 2024'te hizmete açılmasıyla birlikte havalimanının yolcu kapasitesi yıllık 7 milyondan 14 milyon yolcunun üzerine çıkmıştır. Şirketin Antalya ve Ankara'da yürütmekte olduğu kapasite artırımı yatırımları da planlanan takvime uygun ilerlemektedir. Ankara Esenboğa Havalimanı'nın Mayıs 2025-Mayıs 2050 tarihleri arasında 25 yıllık işletme imtiyazını alan ve burada yatırımlarına devam eden şirket, bu yatırımın 2025 yılı sonunda tamamlanmasını ve 2026 yılında cirosunun 90milyon Euro'nun üzerinde olmasını beklemektedir. Antalya Havalimanı'nda da terminal ve hava tarafı genişlemeleri inşaat çalışmaları devam eden şirket, yaklaşık 750milyon EUR olarak öngörülen ilk etap yatırımını 2025 yılının ilk çeyreğinde tamamlamayı planlamaktadır.

Şirket'in kâr marjlarının makul seviyeleri koruduğu görülmektedir. 2Ç24'te çeyreklik bazda belirgin artışlar dikkat çekmekte olup geçen yılın aynı dönemine göre oldukça sınırlı düşüşler mevcuttur. Ana ortaklık net kâr marjı %17,5, EFK marjı %22,1 ve brüt kâr marjı %40,2 olmuştur. Kâr marjları uzun vadeli yıllık ortalamaların üzerindedir. Güçlü 2Ç24 finansalları, şirketin gelecek dönemlere ilişkin beklentilerine ilişkin yukarı yönlü revizyonları göz önünde bulundurarak TAVHL hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 9 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	14.312	6.926	107%	14.312	10.763	33%
SMM	8.561	4.111	108%	8.561	6.877	24%
Brüt satış kârı	5.752	2.815	104%	5.752	3.886	48%
Faaliyet giderleri	2.603	1.171	122%	2.603	2.175	20%
Esas faaliyet kârı (EFK)	3.167	1.671	89%	3.167	1.850	71%
FAVÖK	4.502	2.305	95%	4.502	2.729	65%
Finansal gelir/gider	-1.371	-1.145	a.d.	-1.371	-1.569	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	85	-	a.d.	85	121	-30%
Ana ortaklık net kâr	2.508	887	183%	2.508	298	741%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	40,2%	40,6%	-0,5	40,2%	36,1%	4,1
EFK Marjı	22,1%	24,1%	-2,0	22,1%	17,2%	4,9
FAVÖK Marjı	31,5%	33,3%	-1,8	31,5%	25,4%	6,1
Net Kâr Marjı	17,5%	12,8%	4,7	17,5%	2,8%	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.

**Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. (TCELL):** Şirket, 2Ç24 döneminde 2,90milyar TL net kâr açıkladı. Bir önceki yılın aynı döneminde 820,3milyar zarar açıklayan şirketin kâra geçmesinde; kredi ve ihraç edilen tahvillerden kaynaklanan kur farkı giderlerindeki azalış kaynaklı net finansman giderlerinde yaklaşık 15milyar TL gerileme yaşanması etkili olmuştur. Şirketin, finans sektörü dâhil cirosu 34,9milyar TL olarak gerçekleşti. Çeyreklik bazda, maliyetlerdeki %1'lik artışa kârşın, cironun yaklaşık %5 artışını olumlu değerlendiriyoruz. Yıllık bazda da maliyetler cirodaki düşüşe göre daha hızlı azalarak operasyonel kârlılığa olumlu etki etmiştir. Faaliyet giderlerinde pazarlama giderleri öncülüğündeki artışın kârlılık üzerindeki etkisi devam etmektedir. Ayrıca, esas faaliyetlerden diğer net gelirlerde kur farkı gelirlerindeki azalış da kârlılığı baskılamış ve net kârın piyasa beklentilerinden sapmasında etkili olmuştur.

Grup gelirleri 2024 yılının ikinci çeyreğinde yıllık bazda değişmemiştir. Grup gelirlerinin %87'sini oluşturan Turkcell Türkiye gelirleri yıllık yaklaşık %2 artış ile 30,43milyar TL'ye yükselmiştir. Bireysel segment gelirleri, genişleyen abone bazı ve artan faturalı abone payının yanı sıra müşteriyi daha yüksek paketlere geçirme konusundaki başarılı performans sayesinde %8 artmıştır. Kurumsal segment gelirleri ise yıllık bazda %19 gerilemiştir. Bu segment, yıllık bazda %71 oranında düşüş gösteren dijital iş servisleri donanım satışlarından olumsuz etkilenmiştir. Bireysel ve kurumsal segmentlerde kaydedilen tekil dijital servis (TV+, lifebox, fizy, BiP ve GAME+...) gelirleri, temel olarak ücretli kullanıcı bazının daralmasına rağmen fiyat düzeltmeleri sayesinde yıllık bazda %5 artış göstermiştir. Toptan segment gelirleri, pazardaki alternatif data çözümleri nedeniyle yıllık bazda %13 azalarak 1,72milyar TL olmuştur. 2Ç24'te satışların maliyetinin (İtfa ve tükenme payları ile amortisman hariç) gelire oranı gerilemiştir. Genel yönetim giderlerinin ve satış ve pazarlama giderlerinin gelire oranı yükselmiştir.

Bu çeyrekte abone bazı 346 bin artarak, toplam 43,2 milyona yükselmiştir. Techfin stratejik odak alanının güçlü finansal performansı grubu desteklemeye devam etmiştir. 245 bini bu çeyrekte olmak üzere, yılın ilk yarısında net 474 bin mobil abone kazanımı gerçekleşmiştir. Faturalı abone bazı bu çeyrekte net 477 bin artış gösterirken, son 1 yılda kazanılan faturalı abone sayısı 1,8 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir. İstikrarlı fiyat düzenlemeleri ile, faturalı abone bazının %73'ü aşması ve müşterilerin üst paketlere taşıma odağı ile Mobil ARPU yıllık bazda %5,3 oranında artış kaydetmiştir. Şirketin mobil abone kayıp oranı %1,5 ile son 6 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. 42 bin abone kazanımıyla fiber abone bazı 2,4 milyon seviyesine çıkmıştır. Geçen yılın aynı döneminde %24 olan 100 Mbps ve üzeri hızları tercih eden bireysel fiber abonelerin payı, bu çeyrekte %34 seviyesine çıkmıştır. Bu çeyrekte bireysel fiber ARPU yıllık bazda %6,6 büyüme kaydetmiştir. Toplam sabit abone bazı 3,2 milyona yaklaşırken, abone kayıp oranı %1,2 ile 2006'dan bu yana en düşük seviyeye inmiştir.

Brüt 6,28milyar TL kâr payının, 1 TL nominal değerli beher pay için brüt 2,8531809 TL (net 2,5678628 TL) olmak üzere, 5 Aralık 2024 tarihinde pay sahiplerine nakden dağıtılmasına ilişkin Yönetim Kurulu kârarı, Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda onaylanmıştır.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	33.337	33.717	-1%	33.337	31.952	4%
SMM	25.421	26.583	-4%	25.421	25.160	1%
Brüt satış kârı	8.387	7.901	6%	8.387	7.201	16%
Faaliyet giderleri	3.454	2.579	34%	3.454	3.164	9%
Esas faaliyet kârı (EFK)	6.720	14.663	-54%	6.720	7.424	-9%
FAVÖK	16.660	16.674	0%	16.660	14.001	19%
Finansal gelir/gider	-5.122	-20.401	a.d.	-5.122	-7.497	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	1.204	726	66%	1.204	2.870	-58%
Ana ortaklık net kâr	2.904	-820	a.d.	2.904	2.856	2%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	25,2%	23,4%	1,7	25,2%	22,5%	2,6
EFK Marjı	20,2%	43,5%	-23,3	20,2%	23,2%	-3,1
FAVÖK Marjı	50,0%	49,5%	0,5	50,0%	43,8%	6,2
Net Kâr Marjı	8,7%	-2,4%	a.d.	8,7%	8,9%	-0,2

**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.

**Türk Hava Yolları A.O. (THYAO):** Şirket'in ana ortaklık net kârı 2Ç24'te bir önceki yıla kıyasla %121, önceki çeyreğe kıyasla %339 artarak 20,3mlr TL piyasa beklentisinin üzerinde 30,40mlr TL'ye yükselmiştir. Hâsılat yıllık %70, çeyreklik %24'lük artışla 182,87mlr TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu olan "Hava Taşımacılığı"ndan elde edilen gelirler 2Ç24'te yıllık %68 artışla 177,1mlr TL'ye yükselmiştir. Hava taşımacılığı gelirlerinde, yolcu geliri %60 artışla 148,49mlr TL ve kargo geliri %129'luk güçlü artışla 28,61mlr TL olmuştur. Yolcu ve kargo gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde tüm bölgelerde artış gerçekleştiği görülmektedir. Avrupa gelirleri %64 artarak 52,21mlr TL ile ilk sırada yer alırken Asya ve Uzak Doğu gelirleri %98 artarak 45,43mlr TL ile ikinci sırada ve Amerika gelirleri %57 artarak 37,12mlr TL ile üçüncü sırada yer almıştır. 2Ç24 trafik sonuçlarına göre yolcu sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %2 artışla 22,11 milyon kişiye ulaşmıştır. Yolcu gelirinin, ücretli yolcu kilometreye oranlanması ile bulunan 'yolcu birim geliri' (RASK) %2,3 azalışla 8,91 USc'ye gerilemiştir. Şirket'in uçak sayısı geçen yıla kıyasla 419'dan 458'e ve uçulan şehir sayısı 335'ten 342'ye çıkmıştır.

Maliyetlerdeki artış oranı hâsılat artış oranını geçmiştir; 2Ç24'te maliyet ve faaliyet gideri içindeki en büyük kalem olan akaryakıt payında 2Ç23'e kıyasla sınırlı bir gerileme gerçekleşirken, Şirket'in ortalama birim maliyeti ise 857 USD/Ton'dan 900 USD/Ton'a yükselmiştir. Akaryakıt payında yaşanan gerilemede personel giderlerinin payındaki artış etkili olmuştur. Özetle; 2Ç23'e kıyasla maliyetler %84 artarak 147,62mlr TL'ye ve faaliyet giderleri %57 artarak 18,73mlr TL'ye yükselmiştir, bu bilgiler ışığında operasyonel performans dair fikir veren net faaliyet kârı (NFK) yıllık %8'lik artışla 16,51mlr TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK yıllık %33 artışla 34,07mlr TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2Ç24'te 2,59mlr TL' esas faaliyetlerden diğer net geliri ve 2,7mlr TL ertelenmiş vergi geliri oluşmuştur. Yatırım faaliyetlerinden gelirler 2Ç23'e kıyasla %224'lük artışla 14,22mlr TL'ye ulaşmıştır. Bunun büyük bölümünü 11,47mlr TL'lik faiz geliri oluşturmaktadır.

Şirket'in 2Ç24 operasyonel kâr marjlarında 2Ç23'e kıyasla düşüş gözlenmektedir. NFK marjı 5,2 puan düşüşle %9,0, FAVÖK marjı 5,18 puan düşüşle %18,6, net kâr marjı ise 3,8 puan yükselişle %16,6 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Finansal yatırımlar ve ertelenmiş vergi gelirlerinin pozitif etkisiyle net kâr marjında ise 3,8 puan yükseliş gözlenmiştir. Bir önceki çeyreğe göre ise kâr marjlarında belirgin artışların olduğu görülmektedir.

Son çeyrek finansallarında piyasa beklentisinin belirgin üzerinde net kâr ve çeyreklik bazda operasyonel marjlarda belirgin toparlanmayı da göz önünde bulundurarak THYAO hissesine model portföyümüzde yer vermeye devam ediyoruz.

- 11 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	14.312	6.926	107%	14.312	10.763	33%
SMM	8.561	4.111	108%	8.561	6.877	24%
Brüt satış kârı	5.752	2.815	104%	5.752	3.886	48%
Faaliyet giderleri	2.603	1.171	122%	2.603	2.175	20%
Esas faaliyet kârı (EFK)	3.167	1.671	89%	3.167	1.850	71%
FAVÖK	4.502	2.305	95%	4.502	2.729	65%
Finansal gelir/gider	-1.371	-1.145	a.d.	-1.371	-1.569	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	85	-	a.d.	85	121	-30%
Ana ortaklık net kâr	2.508	887	183%	2.508	298	741%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	40,2%	40,6%	-0,5	40,2%	36,1%	4,1
EFK Marjı	22,1%	24,1%	-2,0	22,1%	17,2%	4,9
FAVÖK Marjı	31,5%	33,3%	-1,8	31,5%	25,4%	6,1
Net Kâr Marjı	17,5%	12,8%	4,7	17,5%	2,8%	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.

**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, 2Ç24 dönem net kârı yıllık bazda %691, çeyreklik %1144 artışla 983,1mn TL olurken net satış geliri yıllık %18 artış, çeyreklik %9 azalışla 438,8mn TL olmuştur. Hastane bazında brüt sağlık gelirlerinin (448,7mn TL) yaklaşık %54’ünü Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, %29’unu Özel Tınaztepe Hastanesi, %9’unu Buca Tıp Merkezi ve %4’ünü Tınaztepe Özel Sağlık Hastanesi (Torbalı) geliri oluşturmaktadır. Kurum bazında ise yaklaşık %25’i SGK’ya yapılan satışlardan ve kalan %75’i diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlardan oluşmaktadır. Yılın ilk çeyreğinde SGK’ya yapılan satışlar toplamın %26’sını oluşturmuştur.

Maliyetlerdeki oransal artışın hâsılat artışını aşması brüt kârlılığı olumsuz etkilemiştir. Faaliyet giderleri yıllık bazda %136 artarken çeyreklik %23 azalmıştır. Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetlerin maliyet artışı ve personel giderlerindeki artış 2Ç23 dönemine kıyasla belirgin maliyet artışında etkili olmuştur. Faaliyet giderlerindeki yıllık bazda belirgin artış büyük ölçüde personel ve amortisman giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Net faaliyet kârı (NFK) yıllık %38, çeyreklik %22 azalarak 97,4mn TL’ye gerilemiştir. Üniversite bağış gideri ve reeskont faiz giderindeki artışın önemli rol oynadığı 29,7mn TL tutarındaki esas faaliyetlerden diğer net giderin de etkisiyle esas faaliyet kârı (EFK) yıllık %58, çeyreklik %35 düşüşle 67,7mn TL olmuştur.

Finansman gelir/gider dengesinde 2Ç24’te oluşan 13mn TL tutarındaki net gider kârı baskılamıştır. 1Ç24 döneminde 24,3mn TL net gider, 2Ç23 döneminde ise 109,6mn TL net gelir oluşmuştur. Şirket’in 2024/06 itibarıyla 250,1mn TL net finansal borç pozisyonuna karşılık 315,6mn TL hazır değeri mevcut olup likidite oranları ve işletme faaliyetlerinden güçlü nakit akışı güçlü bir likit yapıyı işaret etmektedir. Enflasyon muhasebesi tarafında; TMS-29 kapsamında kaydedilen 33,23mn TL net parasal pozisyon kazancı kârı desteklemiştir. Bununla birlikte yılın ilk çeyreğinde 83,6mn TL kazanç ve 2Ç23’te 181,9mn TL kayıp kaydedilmişti. Şirket’in yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışından kaynaklı 1,11mlr TL tutarındaki net geliri kârı önemli ölçüde desteklemiştir.

Şirket’in kâr marjları 2Ç24’te çeyreklik bazda bir miktar gerilese de uzun vadeli yıllık ortalamalarının üzerindedir. 1Ç24’te, net kâr marjı yatırım faaliyetlerinden kaynaklı gelirin etkisiyle %224, EFK marjı %15,4 ve brüt kâr marjı %33,7 olmuştur. Şirket’in finansal performansındaki kısmi bozulmaya kârşın operasyonel performansını ve uzun vadeli istikrarlı seyrini büyük ölçüde koruması, benzerlerine kıyasla iskontolu olduğunu değerlendirdiğimiz pazar çarpanlarıyla Borsa İstanbul’da listelenen hastaneler arasında öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 12 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	439	373	17%	439	479	-8%
SMM	291	196	48%	291	288	1%
Brüt satış kârı	148	177	-17%	148	191	-23%
Faaliyet giderleri	50	21	136%	50	66	-24%
Esas faaliyet kârı (EFK)	68	159	-58%	68	104	-35%
FAVÖK	144	185	-22%	144	164	-13%
Finansal gelir/gider	-13	110	a.d.	-13	-24	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	33	-182	a.d.	33	84	-60%
Ana ortaklık net kâr	983	124	691%	983	79	1144%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	33,7%	47,4%	-13,8	33,7%	39,9%	-6,2
EFK Marjı	15,4%	42,7%	-27,3	15,4%	21,8%	-6,4
FAVÖK Marjı	32,8%	49,5%	-16,7	32,8%	34,3%	-1,5
Net Kâr Marjı	224,0%	33,3%	190,8	224,0%	16,5%	207,6

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

**Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. (TUPRS):** TMS29 Enflasyon Muhasebesi kapsamında; Şirket'in 2Ç24 dönemi ana ortaklık net kârı yıllık %47 gerilemeye karşın çeyreklik %1.341 yükselerek 5,00milyar TL ile piyasa beklentisinin oldukça üzerinde geldi. Vergi öncesi kârın %4 ile sınırlı gerilediği görülmektedir. Yüksek satış hacmi, düşük enerji maliyeti ve güçlü net faiz geliri, daralan ham petrol farklarına ve RUP bakımının olumsuz etkisine rağmen vergi öncesi kârı desteklemiştir. Beklentilerin üzerinde 190,7milyar TL olarak gerçekleşen hâsılat, yıllık %3,9, çeyreklik %6,3 artmıştır. 2Ç24'te 105,82milyar TL'ye ulaşan brüt satışların 150,8milyar TL'si yurt içi satışlardan (yıllık %4,6 azalış) ve 41,65milyar TL'si yurt dışı satışlardan (yıllık %48,2 artış) sağlanmıştır. Türkiye'deki petrol ürünleri talebinin istikrarlı devam etmesi ve uluslararası satışların artmasıyla bu çeyrekte 7,8mn ton (son 7 yılın en yüksek ikinci çeyrek satış hacmi) toplam satış gerçekleştirilmiştir. Yurt dışı satışlar özellikle benzin ve YKFO etkisi ile yıllık ton bazında %56 artmıştır. 2024 yılında, RUP bakımının gerçekleşmesine rağmen operasyonel verimlilik sayesinde kapasite kullanım oranı geçen yıla göre önemli ölçüde iyileşmiştir. Şirket, ikinci çeyreği, geçen yılın %83'lük kapasite kullanımına kıyasla %93 kapasite kullanım oranı ile tamamlamıştır.

Küresel petrol piyasalarında; 2024 kapasite artışları, yılın ilk yarısında Avrupa ve Kuzey Amerika'da kapanan rafineriler ile göreceli olarak dengelenirken, kızıldeniz geriliminin ticaret rotalarını değiştirmesi sonucunda ilk çeyrekte desteklenen ürün marjları, ikinci çeyrekte yükselen stok seviyeleri nedeniyle baskılanmıştır. Orta distilat ürün marjları yüksek stok seviyesine rağmen devam eden jeopolitik gerilimler nedeniyle yıllık bazda artmıştır. YKFO marjı güçlü kalırken, benzin marjı, geçen yılın biraz altında kalmıştır. Motorin ürün marjları Kızıldeniz'de devam eden jeopolitik gerilimlerin kargo sürelerini uzatması sonucunda geçen yılın üzerinde gerçekleşmiştir. Orta Doğu ve Asya'dan Avrupa pazarlarına artan ürün girişi stok seviyelerini yükselterek dizel ürün marjını baskılamıştır. Havacılıkta pandemi öncesi seviyelere doğru toparlanma, jet ürün marjlarını desteklemeye devam etmiştir. Jet yakıtı ürün marjları, motorinde görülen eğilimle beraber ürün gamının daha çok jet yakıt üretimine yönelmesiyle çeyrek bazında düşmüştür. 2 çeyrekte yüksek gerçekleşen küresel talep ve yüksek sezona geçiş benzin ürün marjını desteklemiştir. Benzin ürün marjı geçen senenin yüksek bazına göre yıllık bazda düşmüştür. YKFO ürün marjları, OPEC+'ın üretim kesintisini devam ettirme kararı ve güçlü talep ile yıllık bazda artış göstermiştir. Ham petrol fiyat farkı OPEC+ ülkelerinin üretim kesintisini devam ettirme kararına bağlı olarak ikinci çeyrekte daralmış, Basra Ağır ham petrolü diğer ham petrol tiplerine kıyasla daha geniş iskontolarla sunulmuştur.

2Ç24'te 173,3milyar TL olarak gerçekleşen maliyetler oransal olarak; yıllık bazda hâsılatın fazla artmış, çeyreklik bazda ise artış hâsılatındaki artışın gerisinde kalarak çeyreklik bazda sınırlı iyileşmelere imkan vermiştir. Faaliyet giderleri yıllık %30 ve çeyreklik %8 artarak 6,86milyar TL olmuştur. Net faaliyet kârı yıllık %56 gerilemeye karşın çeyreklik %33 yükselişle 10,57milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2Ç23 döneminde kur farkı giderlerinde artışın etkisiyle oluşan 11,35milyar TL'lik esas faaliyetlerden diğer net gider, 2Ç24'te 8,88mn TL ile sınırlı net gelire dönmüştür. Ayrıca, 2Ç23 döneminde kârlılık üzerinde baskı oluşturan 3,8milyar TL net finansman gideri, 2Ç24 döneminde 1,1milyar TL net finansman gelirine dönerek kâr üzerinde olumlu etki oluşturmuştur.

2Ç24 dönemi operasyonel kâr marjları önceki çeyreğe göre sınırlı iyileşmeyi işaret etmektedir. Brüt kâr marjı %9,1, net faaliyet ve esas faaliyet kâr marjları %5,5 ana ortaklık net kâr marjı ise %2,6 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda enflasyon düzeltmesinin de etkisiyle operasyonel ve dönem kâr ve kâr marjlarında bozulma görülmesine karşın piyasa beklentisi üzerinde net kâr ve hâsılatı ve çeyreklik bazda iyileşmeye ek olarak, kur farkı gideri etkisinin ortadan kalkması, finansal gelir-gider dengesindeki iyileşmeyi göz önünde bulundurarak görece iskontolu fiyatlandırıldığını düşündüğümüz TUPRS hissesini model portföyümüze ekliyoruz.

- 13 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2Ç24	2Ç23	Fark	2Ç24	1Ç24	Fark
Net satışlar	190.716	183.630	4%	190.716	179.381	6%
SMM	173.284	154.319	12%	173.284	165.099	5%
Brüt satış kârı	17.432	29.310	-41%	17.432	14.282	22%
Faaliyet giderleri	6.861	5.265	30%	6.861	6.345	8%
Esas faaliyet kârı (EFK)	10.579	12.696	-17%	10.579	4.314	145%
FAVÖK	12.997	26.108	-50%	12.997	10.077	29%
Finansal gelir/gider	1.101	-3.791	a.d.	1.101	3.513	-69%
Net parasal pozisyon kazancı	-2.687	-945	a.d.	-2.687	-6.081	a.d.
Ana ortaklık net kâr	5.004	9.348	-46%	5.004	347	1341%

Oranlar	2Ç24	2Ç23	Fark (Puan)	2Ç24	1Ç24	Fark (Puan)
Brüt Kâr Marjı	9,1%	16,0%	-6,8	9,1%	8,0%	1,2
EFK Marjı	5,5%	6,9%	-1,4	5,5%	2,4%	3,1
FAVÖK Marjı	6,8%	14,2%	-7,4	6,8%	5,6%	1,2
Net Kâr Marjı	2,6%	5,1%	-2,5	2,6%	0,2%	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.

## **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**  
**02123954008**  
[asegmen@piramitportfoy.com.tr](mailto:asegmen@piramitportfoy.com.tr)

