

Piramit Menkul Kıymetler 3Ç24 Model Portföy’de **AEFES, CIMS A, ENKAI, OYAKC, OZKGY, PETUN, RYGYO, TAVHL, TCELL, THYAO, TNZTP** hisseleri yer almaktadır. Hisse önerileri temel ve teknik analiz kriterlerine göre hazırlanmıştır. Hisse öneri portföyünde F/K, PD/DD, piyasa değerleri ve performans verileri 03 Aralık 2024 tarihli kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.

Kod	03.12.2024 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)
AEFES	205,20	6,2	1,4	121.500	7,2	-7,2	86,0
CIMS A	40,02	8,2	1,5	37.843	15,7	13,0	20,7
ENKAI	53,45	13,2	1,2	320.700	9,7	5,4	60,6
OYAKC	73,45	11,1	2,2	91.561	26,6	8,1	15,2
OZKGY	12,96	9,1	0,4	18.870	31,2	27,4	40,6
PETUN	10,68	4,7	0,5	3.240	4,9	-10,9	3,1
RYGYO	14,82	1,6	0,7	29.640	18,2	32,8	109,2
TAVHL	277,00	11,5	1,7	100.629	18,7	7,7	137,2
TCELL	93,90	4,8	1,2	206.580	9,4	-5,6	63,6
THYAO	287,00	2,2	0,6	396.060	5,1	-5,2	10,1
TNZTP	63,35	3,8	1,6	8.109	11,4	4,8	-5,1

- 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.

2Ç24 Model Portföy Performans İstatistikleri

Kod	03.12.2024 Kapanış Fiyatı	F/K	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Aylık Getiri (%)	Üç Aylık Getiri (%)	Yıllık Getiri (%)	11.10.2024 Kapanışa Göre Getiri (%)
AEFES	205,20	6,2	1,4	121.500	7,2	-7,2	86,0	6,21
CIMSA	40,02	8,2	1,5	37.843	15,7	13,0	20,7	27,21
ENKAI	53,45	13,2	1,2	320.700	9,7	5,4	60,6	19,36
EREGL	26,00	9,7	0,8	182.000	8,5	7,3	29,6	6,30
ISDMR	37,92	7,7	1,0	109.968	5,3	9,1	8,3	7,30
RYGYO	14,82	1,6	0,7	29.640	18,2	32,8	109,2	27,65
TAVHL	277,00	11,5	1,7	100.629	18,7	7,7	137,2	26,08
TCELL	93,90	4,8	1,2	206.580	9,4	-5,6	63,6	11,65
THYAO	287,00	2,2	0,6	396.060	5,1	-5,2	10,1	8,40
TNZTP	63,35	3,8	1,6	8.109	11,4	4,8	-5,1	27,21
TUPRS	148,70	4,6	1,2	286.515	2,5	-4,3	10,9	0,34
Ortalama								15,25
XU100	9827,23				10,6	-1,9	22,4	10,71
Fark								4,53

- 2 -

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

*2Ç24 Model Portföy'de yer alan hisse senetlerinin ilgili dönemdeki temettü ödemeleri ve sermaye artırımlarına ilişkin tablolar aşağıdaki gibidir.

Kod	Bedelsiz Oranı (%)	Kayıt Tarihi	Ödeme Tarihi
EREGL	100,00	28.11.2024	29.11.2024

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): Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. (AEFES): Şirket, konsolide finansallarına göre 3Ç24 döneminde 4,53milyar TL piyasa beklentisine karşın 5,6milyar TL (Ana ortaklık) net kâr açıkladı. 3Ç23 döneminde 13,9milyar TL net kâr açıklamıştı. TMS 29'un etkisi hariç bakıldığında, net kâr bir önceki yılın aynı döneminde 8,01milyar TL'den 2024/09'da 9,95milyar TL seviyesine yükselmiştir. Şirket'in net satış gelirleri 3Ç24'te yıllık %2,5 artışla 62,2milyar TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisinin bir miktar gerisinde kalmıştır. Dokuz aylık dönemde ise geçen yılın aynı dönemine göre değişmeyerek 179,54milyar TL olmuştur. TMS 29 etkisi hariç bakıldığında, dokuz aylık net satış gelirleri %54,8 artarken kur etkisinden arındırılmış olarak %26,4 artmıştır.

Bira Grubu satış gelirleri 3Ç24'te %27,4 oranında artarak 25,06milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Uluslararası bira operasyonlarının net satış gelirleri ise %39,6 artışla 17,1milyar TL seviyesinde kaydedilmiştir. Gelirlerde elde edilen büyümenin ana nedenleri; Rusya bira operasyonlarında kaydedilen hacim büyümesi, yapılan fiyat artışları ve olumlu ürün kırımlıdır. 3Ç24'te Türkiye bira satış gelirleri %6,4 artışla 7,91milyar TL'ye ulaşmıştır.

Şirketin konsolide satış hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,1 azalışla 35,8milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bira operasyonlarında hacim artışı güçlü ivmesini sürdürerek %5,7 artışla art arda altıncı çeyrekte de büyümüştür. İlk dokuz aylık dönemde %8 artışla 29,8milyar TL olmuştur. Uluslararası bira operasyonlarının satış hacmi 3Ç24'te %7,5 artışla 9milyar TL olurken yılın ilk dokuz ayında %9,1'lik güçlü bir artışla 24,9milyar TL'ye ulaşmıştır.

Meşrubat operasyonları net satış gelirleri %9,3 düşüşle 36,7milyar TL olarak gerçekleşmiştir. TMS29 etkisi hariç tutulduğunda satış gelirlerindeki artış %24,8 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye ve Pakistan'daki makroekonomik durgunluklar ve tüketici güvenindeki düşüşten etkilenen meşrubat operasyonları zorlu bir çeyrek geçirmiştir. 3Ç24'te meşrubat operasyonları satış hacmi yıllık bazda %9,2 oranında azalarak 438 milyon ünite kasaya gerilemiştir.

Şirketin konsolide net satış gelirleri 3Ç24 döneminde yıllık %2,5 artarken, maliyetler ise oransal olarak net satış gelirlerinin altında %0,6 artmıştır. Bu durum brüt satış karlılığını olumlu etkilemiştir. Brüt kar %5,4 artarak 25,7milyar TL'ye ulaşmıştır. Faaliyet giderlerinde %18'lik artış net faaliyet karlılığını olumsuz etkilemiş, net faaliyet kârı ve esas faaliyet kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %9 ve %9,7 gerileyerek 10,3milyar TL ve 10milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Operasyonel tarafta sınırlı değişimler gözlenmektedir. Net kârdaki gerilemenin ana sebebi ise net parasal pozisyon kazancındaki yaklaşık 14milyar TL'lik gerilemedir.

Şirketin kârlılık oranları incelendiğinde brüt kâr marjı bir önceki yılın aynı dönemine göre bir miktar artışla %41,3 olurken FAVÖK marjı Türkiye bira operasyonlarından kaynaklı olarak sınırlı düşüşle %16 olmuştur. Türkiye'de zayıf brüt karlılık ve yüksek sezonun etkisiyle artan ticari pazarlama harcamaları marjlarda daralmaya yol açmıştır. Ayrıca, Türkiye operasyonlarında önceki yılın yüksek baz etkisi de marj daralmasında etkili olmuştur. Ana ortaklık net kâr marjı ise net parasal pozisyon kazancındaki gerileme nedeniyle belirgin düşüşle %9 olarak gerçekleşmiştir. TMS29 uygulanmamış haliyle ise; brüt kâr marjı geçen yılın aynı dönemine göre yükselerek %42,5 olurken FAVÖK marjı %22'ye gerilemiştir. Ana ortaklık net kâr marjı ise %7,2'ye gerilemiştir. Sektör içerisinde iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz AEFES hissesini model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

- 3 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	62.195	60.683	2%
SMM	36.526	36.323	1%
Brüt satış karı	25.669	24.360	5%
Faaliyet giderleri	15.356	13.029	18%
Esas faaliyet kârı (EFK)	9.975	11.042	-10%
FAVÖK (2024/09)	32.317	34.452	-6%
Finansal gelir/gider	-1.967	-1.324	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	3.747	17.679	-79%
Ana ortaklık net kâr	5.600	13.897	-60%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	41,3	40,1	1,1
EFK Marjı	16,0	18,2	-2,2
FAVÖK Marjı (2024/09)	18,0	19,2	-4,8
Net Kar Marjı	9,0	22,9	-13,9

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.

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CİMSA): Türkiye çimento sektörünün öncülerinden olan Şirket, 3Ç24 döneminde TMS29 enflasyon muhasebesi kapsamında 1,16milyar TL ile piyasa beklentisinin bir miktar altında ana ortaklık net kârı açıkladı. 3Ç23 döneminde 464 bin TL oldukça sınırlı bir ana ortaklık net kârı açıklamıştı. TMS29 hariç tutulduğunda; ortaklık net kârı 3Ç24 ve 3Ç23 dönemlerinde sırasıyla 1,2milyar TL ve 1,1milyar TL olmuştur.

Mersin, Eskişehir ve Afyonkarahisar'da bulunan üç entegre fabrikasıyla faaliyetlerini sürdüren Şirket'in 3Ç24 konsolide satış hacmi, Türkiye satışlarının güçlü desteğiyle yıllık bazda %4,3 artmıştır. Türkiye satış hacmi, Akdeniz bölgesindeki yüksek talep ile 3Ç24'te yıllık %13,2 oranında artış göstermiştir. Uluslararası satış hacmi, çimento ihracatındaki genel düşüşün etkisiyle %9,6 azalmıştır. Türk Çimento'nun sektör verilerine göre Türkiye'nin çimento ihracatı ocak-haziran döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %18 düşerek 6,6 milyon tona gerilemiştir. Aynı dönemde klinker ihracatı ise %30 artarak 2,3 milyon ton olmuştur.

Türkiye çimento sektörü yaklaşık 100 milyon ton üretim kapasite ile Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise beşinci büyük çimento üreticisidir. Türk Çimento verilerine göre ülkemizde halihazırda faal olan 56 entegre çimento fabrikası ve 21 öğütme tesisi bulunmaktadır.

Çimento grubu satış gelirleri 3Ç24 döneminde 4,52milyar TL (yıllık %21,1 düşüş) ve hazır beton satış gelirleri 1,4milyar TL (yıllık %134,2 artış) seviyesinde gerçekleşmiştir. İlgili dönemde yurt içi satışlar 3,83milyar TL (yıllık %8,3 artış) ve yurt dışı satışlar 2,66milyar TL (yıllık %23,3 azalış) olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin konsolide satış gelirleri piyasa beklentisi 6,2milyar TL'nin bir miktar altında 5,9milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Konsolide satış gelirleri devam eden yüksek kapasite kullanım oranı ve artan satış hacimlerine rağmen %6,3 gerilerken (TMS29 hariç tutulduğunda; %32 artış), stabil seyreden enerji ve yakıt maliyetlerinin etkisiyle maliyetler %23,4 gerilemiştir. Bu durum operasyonel kârlılığı olumlu etkilemiştir.

Operasyonel kâr marjlarında bir önceki yılın aynı dönemine göre belirgin artışlar gerçekleşmiştir. Brüt kâr %96 artarak 1,8milyar TL'ye yükselmiştir. Yıllık bazda faaliyet giderleri %30 artış kaydetmesine karşın düşük faaliyet giderleri/ciro oranı nedeniyle artışın operasyonel kârlılık üzerindeki etkisi sınırlıdır. Net faaliyet kârı %141 artışla 1,3milyar TL; esas faaliyet kârı ise %140 yükselişle 1,6milyar TL'ye ulaşmıştır.

Sektör içerisinde iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz CİMSA hissesini model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

- 4 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	5.928	6.328	-6%
SMM	4.155	5.422	-23%
Brüt satış karı	1.773	906	96%
Faaliyet giderleri	480	369	30%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.600	667	140%
FAVÖK (2024/09)	3.898	3.413	14%
Finansal gelir/gider	-413	-416	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	256	-31	a.d.
Ana ortaklık net kâr	1.163	0	250638%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	29,9	14,3	15,6
EFK Marjı	27,0	10,5	16,5
FAVÖK Marjı (2024/09)	21,1	17,0	11,8
Net Kar Marjı	19,6	0,0	19,6

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.

Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. (ENKAI): Dört ana coğrafi bölgede faaliyet gösteren Şirket'in ana ortaklık net kârı 3Ç24'te yıllık %68 artışla 6,31mlr TL'ye yükselmiştir. Net kârın belirgin artışında yatırım gelirlerindeki (Hisse senetleri değer artışı) güçlü artış etkili olmuştur. Esas faaliyetlerdeki verimlilik artışı da bir miktar rol oynamıştır.

Türkiye'de yaygın bir inşaat faaliyet yelpazesinde hizmet veren Şirket'in, bu inşaat faaliyetleri arasında inşaatını ve işletmesini yaptığı doğal gazla çalışan elektrik enerjisi üreten termik güç santralleri ve endüstriyel inşaat projeleri yer almaktadır. Gürcistan, Türkmenistan ve Kazakistan'da inşaat faaliyetleri bulunmaktadır. Moskova'da, gayrimenkul yatırımı (Alışveriş merkezleri inşaatı ve işletmesi) konularında da faaliyet göstermektedir. Afrika'da Kenya ve Libya, Asya'da Suudi Arabistan, Sri Lanka, Hindistan, Irak ve Moğolistan, Kuzey Amerika'da Meksika, Güney Amerika'da Brezilya, Karayipler'de Bahamalar ve Porto Riko'da inşaat faaliyetlerini devam ettirmektedir. Avrupa'da Romanya, Hollanda, İsviçre, Yunanistan, Almanya, Sırbistan, Kosova, İngiltere, İtalya, Kuzey Makedonya ve Bulgaristan'da inşaat, enerji ve ticari faaliyetlerini sürdürmektedir.

Net satış geliri 3Ç24'te yıllık %16 artışla 26,94mlr TL'ye yükselmiştir. Ocak-eylül dönemi net satış gelirinin yaklaşık %71'i inşaat sektöründen, %12'si gayrimenkul kiralama faaliyetlerinden, %9'u ticaret ve %8'i enerji sektöründen elde edilmiştir.

2024/09 itibarıyla inşaat segmentinde yapılmakta olan işlerin (Backlog) kalan tutarı 5,81mlr USD olup bunun sırasıyla yaklaşık %17'si Libya, %16'sı özel projeler, %13'ü Kuzey Makedonya, %9'u Sırbistan, %8'i İngiltere, %7'si Almanya, %6'sı Suudi Arabistan ve %4'ü Türkiye projelerinden oluşmaktadır.

Maliyetlerin %14 artışla 20,89mlr TL'ye yükselmesiyle birlikte brüt kâr %23 artışla 6,05mlr TL olmuştur. Faaliyet giderleri %55 artışla 1,49mlr TL olurken net faaliyet kârı (NFK) hâsılataya paralel artarak 4,56mlr TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) %6 artışla 4,52mlr TL olmuştur. Şirket, enerji sektöründe yüksek maliyetlerinden dolayı sektör faaliyetlerinden esas faaliyet zararı kaydetmiştir. İnşaat, gayrimenkul kiralama ve ticaret faaliyetlerinden esas faaliyet kârı elde edilmiştir. İnşaat faaliyetlerinden net kâr marjı, Şirket'in sektöre ilgili yüksek yatırım faaliyeti gelirlerinin etkisiyle yaklaşık %37 civarında gerçekleşmiş olup yatırım faaliyetlerin hariç bırakıldığında 6,63mlr TL net kâr ile yaklaşık %14 net kâr marjı sağlanmıştır. Faaliyet grupları bazında incelendiğinde dönem içerisinde en yüksek operasyonel kârlılık, %65 brüt kâr marjı ve %61 EFK marjı ile gayrimenkul kiralama faaliyetlerindedir.

Şirket'in 4,03mlr TL toplam finansal borcuna karşılık 38,43mlr TL nakit ve nakit benzeri, 104,83mlr TL net nakit fazlası bulunmaktadır. 2024/09 itibarıyla likit yapısını koruduğu görülmektedir. Fonksiyonel para birimi ABD Doları olan Şirket, 3Ç24 döneminde iştiraklerinden kaynaklı olarak TMS-29 raporlaması kapsamında 624,9mn TL net parasal pozisyon kaybı kaydetmiştir.

Uzun vadede kâr marjları stabil ve makul seviyelerde seyreden Şirket'in, güçlü 3Ç24 finansalları ve makul pazar çarpanları dikkate alındığında öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	26.940	23.296	16%
SMM	20.886	18.357	14%
Brüt satış karı	6.054	4.939	23%
Faaliyet giderleri	1.489	959	55%
Esas faaliyet kârı (EFK)	4.516	4.274	6%
FAVÖK (2024/09)	14.782	10.526	40%
Finansal gelir/gider	221	-81	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-625	-	a.d.
Ana ortaklık net kâr	6.307	3.754	68%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	22,5	21,2	1,3
EFK Marjı	16,8	18,3	-1,6
FAVÖK Marjı (2024/09)	21,5	18,9	9,7
Net Kar Marjı	23,4	16,1	7,3

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.

Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş. (OYAKC): Türkiye çimento sektöründe kapasite ve pazar lideri olan Şirket, 3Ç24 net çeyreklik dönemde 2,09milyar TL net kâr elde etmiştir; bir önceki yılın aynı döneminde 199,7milyar TL kâr etmişti. Net kârın bir önceki yılın aynı dönemine göre güçlü artmasında vergi giderinin görece sınırlı kalması etkili olmuştur. Zira 3Ç23'te toplam 2,70milyar TL vergi gideri oluşurken 3Ç24'te 1,04milyar TL ile daha sınırlıdır. Bununla birlikte esas faaliyetlerdeki verimlilik artışının da kâr artışında bir miktar rol oynadığı görülmektedir.

Sektördeki en geniş hazır beton üretim ağına sahip Şirket'in 3Ç24 net satış geliri bir önceki yılın aynı dönemine göre sınırlı bir artışla 11,45milyar TL olmuştur. Ton bazında yurt içi satışlar temmuz-eylül döneminde yıllık %8, ocak-eylül döneminde yıllık %17'den fazla artmıştır. Hacim bazında net çeyreklik hazır beton satışı yıllık %23, ocak-eylül döneminde %23 artmıştır. Türk Çimento verilerine göre yurt içi çimento tüketimi ocak-temmuz döneminde yıllık %17 artmıştır. Ege Bölgesi hariç tüm bölgelerde artış olmuştur. Yaklaşık %68'i direkt hammadde ve malzeme giderlerinden oluşan maliyetler yıllık bazda değişmeyerek 7,98milyar TL olmuştur. Faaliyet giderlerindeki artışa karşın hâsılatı oranı oldukça sınırlıdır. Net faaliyet kârı (NFK) %9 artışla 2,92milyar TL, esas faaliyet kârı %9 artışla 3,04milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Üretim tarafında; şirket, Türkiye çimento sektöründe kapasite fazlalığı olduğunu, ihracatın zorunlu hale geldiğini, buna rağmen Türkiye'nin farklı bölgelerinde çimento fabrikası yatırımlarının devam ettiği belirtmektedir. Türk Çimento verilerine göre 2023 yılı itibarıyla Türkiye çimento üretim kapasitesi 148,2 milyon ton, klinker üretim kapasitesi 97,3 milyon ton olup Türkiye, bu kapasite ile Çin ve Hindistan'dan sonra üçüncü sırada gelmektedir. Çimento üretimi ocak-temmuz döneminde 48,1 milyon ton olup söz konusu dönemde 39,6 milyon ton iç satış, 7,6 milyon ton ihracat yapılmıştır. Oyak Çimento'nun 2024/09 itibarıyla çimento üretim kapasitesi 24,0 milyon ton, hazır beton üretim kapasitesi 12,5 milyon m³ seviyesindedir.

Şirket'in 2024/09 itibarıyla 4,67milyar TL nakit ve nakit benzeri, 8,05milyar TL net nakit fazlası bulunmaktadır. Likidite oranları güçlü likit yapısını işaret etmektedir. Ayrıca, Şirket'in 3,88milyar TL işletme faaliyetlerinden kaynaklı nakit akışı, 15,16milyar TL işletme sermayesi bulunmaktadır.

Kâr marjlarında hem bir önceki çeyreğe hem de bir önceki yılın aynı dönemine göre yükseliş kaydedilmiştir. 3Ç24'te net kâr marjı %18,2, EFK marjı %26,5 ve brüt kâr marjı %30,3 olmuştur. 2024/09 döneminde (Üç çeyrek toplam) 8,98milyar TL FAVÖK elde edilmiş olup FAVÖK marjı %28,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Kâr marjlarının uzun vadede istikrarını koruduğu görülmektedir.

Güçlü üretim kapasitesi ve geçen yılın ilk çeyreğinde yaşanan deprem felaketinin ardından, toplam kapasitesinin %40'ını oluşturan Mardin, Adana ve İskenderun tesisleriyle coğrafi olarak stratejik bir konuma sahip Şirket'in, 3Ç24 döneminde ülke ekonomisindeki yavaşlamaya karşın güçlü performansı ve makul seviyelerdeki pazar çarpanları ile sektör içerisinde de öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 6 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	11.446	11.109	3%
SMM	7.978	7.976	0%
Brüt satış karı	3.468	3.134	11%
Faaliyet giderleri	552	447	24%
Esas faaliyet kârı (EFK)	3.035	2.787	9%
FAVÖK (2024/09)	8.985	9.551	-6%
Finansal gelir/gider	395	-167	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-431	-108	a.d.
Ana ortaklık net kâr	2.088	200	945%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	30,3	28,2	2,1
EFK Marjı	26,5	25,1	1,4
FAVÖK Marjı (2024/09)	28,7	31,1	-7,5
Net Kar Marjı	18,2	1,8	16,4

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.

Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ÖZKGY): Şirket, solo finansallarına göre 3Ç24 döneminde 1,27milyar TL net kâr elde etmiştir; net kârda enflasyon muhasebesinden kaynaklı 1,84milyar TL'lik net parasal pozisyon kazancı etkili olmuştur. Bir önceki yılın aynı döneminde ise 1,41milyar TL'lik net parasal pozisyon kaybının etkisiyle 1,02milyar TL zarar etmişti.

Gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan Şirket'in hasılatı 3Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %175 artarak 736,6milyar TL oldu. Gelirlerinin 470,7milyar TL'lik kısmı konut ve arsa satışlarından, 370,4milyar TL'lik kısmı kira gelirlerinden oluşmaktadır. Maliyetlerin oransal olarak hâsılatından daha fazla artmasından dolayı brüt kâr artışı hâsılatına göre daha az artmıştır; brüt kâr 3Ç24'te yıllık %45 artışla 293,7milyar TL oldu. Net faaliyet kârı (NFK) %50 artışla 255,0milyar TL olmuştur. Esas faaliyet kârı bir önceki yıla göre %21 azalarak 196,5milyar TL olmuştur. 3Ç23'te 77,9milyar TL esas faaliyetlerden diğer net gelir kârı desteklerken 3Ç24 döneminde diğer net gider oluşması esas faaliyet kârlılığını bir miktar baskılamıştır.

Şirket'in konsolide finansallarına göre 3Ç24 net kârı %83 artışla 1,43milyar TL'ye yükselmiştir. Hâsılatı bir önceki yılın aynı dönemine göre %28 artışla 1,36milyar TL'ye yükselmiştir. Gelirleri içerisinde konut ve arsa satışları 457,1milyar TL, bağlı ortaklıklarından kaynaklı otelcilik gelirleri 849,9milyar TL ve kira geliri 56,3milyar TL olmuştur.

Şirket'in tamamlanan çok sayıda projesi arasında Büyükyalı gibi büyük projeler yer almaktadır. Devam eden ve gelecek pek çok gayrimenkul projesinin yanında turizm faaliyetleri de bulunmaktadır. Şirket'in otel, plaza, AVM, konut projesi, karma proje ve arsalarından oluşan gayrimenkul portföyünün toplam değeri, 2024/09 itibarıyla 36,92milyar TL'dir. En büyük varlıkları sırasıyla 11,25milyar TL ile Ela Resort Excellence Otel, 4,97milyar TL ile İkitelli Bina (34 Portal Plaza), 4,17milyar TL ile Bodrum Arsanı (Akyarlar), 3,59milyar TL ile Ataşehir Bina (Bulvar 216 AVM), 2,52milyar TL ile Büyükyalı Ticari Alanlar ve 2,07milyar TL ile Güneşli Bina (İş İstanbul 34 Plaza) şeklindedir. Ocak-eylül döneminde Büyükyalı projesinde 22 adet, Göktürk Duyu projesinde 5 adet, Hayat City Mahmutbey projesinde 17 adet konutun satışını gerçekleştirmiş olup 30.09.2024 itibarıyla Göktürk Doa projesinde toplam 33 adet konut satışı yapmıştır.

Şirket'in %95 pay sahibi olduğu bağlı ortaklığı Aktay Otel İşletmeleri A.Ş., Şirket'in Antalya'daki oteli "Ela Excellence Resort Otel"ini Özak GYO'dan kiralarak işletmektedir. Şirket'in diğer bağlı ortaklığı Büyükyalı Tesis Yönetimi A.Ş. 27 Mayıs 2019 tarihinde Büyükyalı projesinde oluşan ticari alanların işletilmesi amacıyla kurulmuştur.

Şirket'in 3Ç23 döneminde, finansal yatırımların gerçeğe uygun değer kazancından kaynaklı 293,5milyar TL tutarında yatırım faaliyeti net geliri oluşurken 3Ç24'te finansal yatırımların gerçeğe uygun değer kaybindan kaynaklı 786,0milyar TL net gider oluşarak kârlılığı baskılamıştır. Bununla birlikte 3Ç23'te faiz giderlerinden kaynaklı 155,6milyar TL net finansman gideri oluşurken 3Ç24 döneminde sınırlı bir net finansman geliri kaydedilmiştir. Ayrıca, 3Ç24 döneminde enflasyon muhasebesinden kaynaklı yüksek net parasal kazanç kârlılığı desteklemiştir.

Şirket'in 527,4milyar TL toplam finansal borcuna karşılık 794,0milyar TL nakit ve nakit benzeri varlığı bulunmakta olup 1,95milyar TL net nakit fazlası vardır. 2024/09 döneminde pozitif nakit akımı ve güçlü işletme sermayesi likit yapısını işaret etmektedir.

Şirket'in uzun vadeli finansal görünümü yüksek kâr marjlarıyla çalıştığını işaret etmektedir. Ocak-eylül döneminde net kâr marjı (1,84milyar TL net parasal kazanç etkisiyle) %98,8, FAVÖK marjı %38,4, EFK marjı %37,8 ve brüt kâr marjı %43,2 olmuştur. Net çeyreklik performans tarafında, net kâr marjı %171,8, EFK marjı %26,7 ve brüt kâr marjı %39,9 oldu. Şirket'in 3Ç24 finansalları ve cazip olduğunu düşündüğümüz pazar çarpanlarıyla sektör içerisinde öne çıktığını düşünmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	737	268	175%
SMM	443	64	590%
Brüt satış karı	294	203	44%
Faaliyet giderleri	39	34	15%
Esas faaliyet kârı (EFK)	196	247	-21%
FAVÖK (2024/09)	733	1.052	-30%
Finansal gelir/gider	14	-156	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	1.841	-1.407	a.d.
Ana ortaklık net kâr	1.265	-1.021	a.d.

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	39,9	76,0	-36,1
EFK Marjı	26,7	92,5	-65,8
FAVÖK Marjı (2024/09)	38,4	71,7	-293,8
Net Kar Marjı	171,8	-381,8	a.d.

Pınar Et ve Un Sanayii A.Ş. (PETUN): Gıda sektörünün öncüleri arasında yer alan Şirket'in 3Ç24 net çeyreklik dönemde 214,9mn TL net kâr elde etmiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde 44,1mn TL zarar etmişti. Ocak-eylül dönemi toplam net kârı ise yıllık %76 artışla 101,9mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

İşlenmiş et pazarında %18,9 ciro payı ve %20,4 tonaj payıyla (2023) lider konumdaki Şirket, temmuz-eylül döneminde faaliyet verimliliğini artırmıştır. Net çeyreklik hâsılatı yıllık %7 artışla 2,06mırl TL olurken maliyetleri %8 düşüşle 1,61mırl TL'ye geriledi; brüt kârı 120,6mn TL'den %269 artışla 445,0mn TL'ye yükseldi. Faaliyet giderleri %56 yükselerek 241,3mn TL'ye yükselse de hâsılatla oranla sınırlı kaldığı için faaliyet kârlılığı üzerindeki etkisi de oldukça sınırlıdır. Zira 3Ç23 döneminde net faaliyet zararı kaydedilirken 3Ç24'te 203,7mn TL net faaliyet kârı (NFK) elde edilmiştir. Esas faaliyet zararı da 238,7mn TL esas faaliyet kârına (EFK) dönmüştür.

Operasyonel verim artışı dokuz aylık finansallarda da dikkat çekmektedir. Ocak-eylül döneminde hâsılat yıllık %11 artışla 5,76mırl TL olurken maliyetlerin sınırlı artması neticesinde brüt kâr %81 artışla 1,00mırl TL'ye yükselmiştir. Faaliyet giderlerinin belirgin artmasına karşın hâsılatla oranla sınırlı kalmaya devam etmiştir. Dokuz aylık NFK yıllık %295 artışla 379,4mn TL olurken EFK %367 artışla 413,8mn TL'ye çıkmıştır. FAVÖK yıllık %131 artışla 568,4mn TL olmuştur.

Şirket'in hem net çeyreklik hem de dokuz aylık finansallardaki görece yüksek finansman gideri kârlılığı bir miktar baskılamıştır. 3Ç24 döneminde 238,7mn TL EFK'ye karşılık 111,7mn TL net finansman gideri oluşurken dokuz aylık dönemde 413,8mn TL EFK'ye karşılık 288,6mn TL net finansman gideri oluşmuştur. Enflasyon muhasebesinden kaynaklı net parasal pozisyon kazancı ise her iki dönemde de kârlılığı desteklemiştir.

Kâr marjlarındaki artış Şirket'in operasyonel verimlilik artışını işaret etmektedir. 3Ç24'te %10,4 net kâr marjı, %9,9 NFK marjı, %11,6 EFK marjı ve %21,6 brüt kâr marjı kaydedilmiştir. Toplam dokuz aylık kâr marjlarında bir önceki yılın aynı dönemine göre belirgin artışlar olmuştur; %1,8 net kâr marjı, %9,9 FAVÖK marjı, %7,2 EFK marjı ve %17,4 brüt kâr marjı kaydedilmiştir. Operasyonel verimlilik artışıyla birlikte marjlarındaki iyileşmeyi beğendiğimiz Şirket'in, pazar çarpanlarına göre gıda sektörü içerisinde öne çıktığını düşünmekteyiz.

- 8 -

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	2.063	1.928	7%
SMM	1.612	1.757	-8%
Brüt satış karı	445	121	269%
Faaliyet giderleri	241	155	56%
Esas faaliyet kârı (EFK)	239	-55	a.d.
FAVÖK (2024/09)	568	246	131%
Finansal gelir/gider	-112	-44	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	51	129	-60%
Ana ortaklık net kâr	215	-44	a.d.

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	21,6	6,3	15,3
EFK Marjı	11,6	-2,9	a.d.
FAVÖK Marjı (2024/09)	9,9	4,8	14,8
Net Kar Marjı	10,4	-2,3	a.d.

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

Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (RYGYO): Depoculuk alanında faaliyet gösteren Şirket'in temmuz-eylül dönemi net kârı bir önceki yılın aynı dönemine göre %707 artışla 811,7mn TL'ye yükseldi. Güçlü kâr artışında, hâsılatın belirgin artmasına karşın maliyet ve faaliyet giderlerinin hâsılatla oranla oldukça sınırlı kalması etkili olmuştur.

Önde gelen küresel markalar için önemli bir lojistik çözüm ortağı konumundaki Şirket'in 3Ç24 net çeyreklik hâsılatı yıllık %125 artışla 995,6mn TL olmuştur. Hâsılat büyük ölçüde depo kiralama gelirlerinden oluşmaktadır. Maliyet ve faaliyet giderlerinin hâsılatla oranla sınırlı kalması operasyonel verimliliğin oldukça yüksek seyretmesinde etkilidir. Net faaliyet kârı (NFK) yıllık %135 artışla 934,3mn TL, esas faaliyet kârı (EFK) %167 artışla 1,03mlr TL olmuştur.

Depo üreticisi ve kiralayıcısı olan Şirket'in, (2023 sonu gayrimenkul portföy değeri) 32,43mlr TL'lik portföyünde kira getirili 1,60 milyon m2 alana sahip 85 adet gayrimenkulü bulunmaktadır. Başlıca gayrimenkulleri 34 adet lojistik depo, 8 fındık deposu, 24 adet arsa ve 5 adet taşıt muayene istasyonundan oluşmaktadır. Lojistik depoların portföy değeri 22,61mlr TL, arsaların ise 5,36mlr TL'dir. Diğer gayrimenkuller imalathane, oto galeri çarşısı/AVM, ofis, otel, konut projesi, fabrika ve dairedir. Şirket, 40,94mlr TL kısmi yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşan 46,80mlr TL'lik toplam varlıklarını özkaynakları (42,81mlr TL) ile finanse etmektedir.

3Ç23 döneminde 234,4mn TL net finansman gideri kaydeden Şirket'in, 3Ç24'te 343,9mn TL net finansman geliri kaydetmesi kârlılığı desteklemiştir. Finansman dengesi büyük ölçüde faiz gelirleri ve giderlerinden kaynaklıdır. TMS-29 raporlaması kapsamında 453,4mn TL net parasal pozisyon kaybı kârlılığı olumsuz etkilemiştir. Bir önceki yılın aynı döneminde net parasal pozisyon kaybı 64,8mn TL ile görece sınırlı bir seviyede idi.

Reysaş GYO, temmuz-eylül döneminde de yüksek kârlılığını sürdürmüştür. Bir önceki yılın aynı dönemine göre artış olduğu görülmektedir. 3Ç24 döneminde net kâr marjı %81,5, NFK marjı %93,8, EFK marjı %103,6 ve brüt kâr marjı %95,1 olmuştur. Ocak-eylül dönemi FAVÖK marjı da bir önceki yıla göre artarak %96,2 olmuştur. Ayrıca, kâr marjlarının uzun vadeli ortalamaları da oldukça yüksek seviyelerdedir.

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.

Bulunduğu sektörde depoculuk faaliyetine odaklanmış tek Şirket olan Reysaş GYO'yu, koruduğu güçlü finansal yapısı ve makul seviyelerde olduğunu değerlendirdiğimiz pazar çarpanları dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	996	442	125%
SMM	49	40	23%
Brüt satış karı	947	403	135%
Faaliyet giderleri	12	6	124%
Esas faaliyet kârı (EFK)	1.031	386	167%
FAVÖK (2024/09)	2.493	1.004	148%
Finansal gelir/gider	344	-234	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-453	-65	a.d.
Ana ortaklık net kâr	812	101	707%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	95,1	91,0	4,0
EFK Marjı	103,6	87,4	16,2
FAVÖK Marjı (2024/09)	96,2	93,6	23,5
Net Kar Marjı	81,5	22,7	58,8

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 kâr 3Ç24 döneminde yıllık %29 azalışla 3,82milyar TL, hâsılat yıllık %55 artarak 18,4milyar TL olmuştur. Net kâr ve hâsılat piyasa beklentilerini karşılamıştır. Trafik büyümesi, Paris Lounge Network şirketinin TAV İşletme Hiz. altında tam konsolide edilmeye başlanması, fiyat artışları ve Ankara Esenboğa İşletmesinin UFRYK 12 muhasebe uygulamasından çıkması ciro büyümesine olumlu etki etmiştir. Şirketin son çeyrek finansalları; hâsılatın 7,1milyar TL (%38) kısmı havacılık gelirlerinden, 4,41milyar TL (%24) kısmı yer hizmetleri gelirlerinden, 2,09milyar TL (%11) kısmı yiyecek içecek hizmet gelirinden ve 1,57milyar TL (%9) kısmı prime Class ve salon hizmet gelirlerinden oluşmaktadır.

Ana faaliyeti terminal ve havalimanı binası inşası, yönetimi ve operasyonlarını yürütmek olan Şirket'in 09/2024 döneminde yolcu sayısında güçlü artış olmuştur; Ocak-Eylül döneminde, hizmet verilen yolcu sayısı yıllık %12 artışla (Dış hatlar %13, iç hatlar %10) 83,1 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 %33 ile Gürcistan işletmesi (4,37 milyon), %29 ile Gazipaşa (838 bin), %25 ile TAV Tunus (2,4 milyon), %21 ile Almatı'da (8,54 milyon) gerçekleşmiştir. Şirket'in operasyonların mevsimselliği dolayısıyla gelir ve operasyonel kârın genellikle yılın ikinci yarısında ilk yarısına oranla daha yüksek olması beklenmektedir. Haziran-Ağustos ayları arasındaki yüksek satışlar, yoğun dönemdeki yolcu sayısındaki artış dolayısıyla gerçekleşmektedir.

Operasyonel performans geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yatay seyretmiştir. Şirket'in maliyet ve faaliyet giderlerindeki yıllık artışlar oransal olarak hâsılat artışının üzerinde gerçekleşmiş, operasyonel marjlarda sınırlı gerilemeler olmuştur. Net faaliyet kârı (NFK) yıllık %43 artarak 3Ç24'te güçlü finansal performansın sürdürülmesine işaret etmiştir. Zira esas faaliyet kârı (EFK) da yıllık %96 artışla 5,4milyar TL'ye yükselerek güçlü performansı teyit etmiştir. Net finansman gideri 3Ç23'te 236,1mn TL seviyesinden 3Ç24'te 2,39milyar TL'ye yükselmiş ve karlılığı baskılamıştır. Net finansman giderlerindeki artışın önemli kısmı cari dönemde diğer finansman gelirlerinin olmayışdır. Diğer finansman gelirleri TMS 28 uygulaması nedeniyle oluşan finansman gelirlerinden oluşmaktadır. TMS 28'in 38 ve 39'ncü paragraflarının uygulanmasına istinaden, Tibah Development şirketinin özkaynak yönetimiyle değerlendirilen yatırımlardan yükümlülükler altında muhasebeleştirilen negatif net varlıkları, Grup'un şirketten olan uzun vadeli ticari olmayan alacağından mahsuplaştırılmıştır. Tibah Development'in tüm kapsamlı gelir ya da gideri Grup'un bu şirketten olan uzun vadeli ticari olmayan alacağı üzerinden muhasebeleştirilmektedir. Kapsamlı geliri olması durumunda Grup'un konsolide mali tablolarında finansman geliri, aksi durumda ise finansman gideri olarak muhasebeleştirilmektedir. Şirket'in net finansal borcu 2023/12 sonunda 34,77milyar TL iken 2024/09 itibarıyla 40,78milyar TL'ye yükselmiştir. Aynı dönemde toplam finansal borç 58,21milyar TL'den 69,78milyar TL'ye yükselmiştir. Nakit ve nakit benzerleri 17,55milyar TL'den 23,04milyar TL'ye yükselmiştir. Borçluluk ve net borç pozisyonu biraz yüksek görünmekle birlikte likidite oranları istikrarlı bir şekilde makul seviyelere yakın seyretmektedir.

Şirket'in kâr marjlarının 3Ç24 döneminde makul seviyeleri koruduğu görülmektedir. Bir önceki yılın aynı dönemine göre operasyonel marjlarda sınırlı düşüşler mevcuttur. EFK marjı %29,5, NFK marjı %28,8 ve brüt kâr marjı %44,9 olmuştur. Kâr marjları uzun vadeli yıllık ortalamaların üzerindedir. Ana ortaklık net kâr marjında ise 24,9 puanlık bir düşüş mevcuttur. Bunun sebebi yukarıda açıkladığımız üzere net finansman giderindeki artıştır.

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. Almatı Havalimanı için yeni yatırım planının 2025-2028 yılları arasında 3-4 yıla yayılmış şekilde 150-300mn EUR arasında olması bekleniyor. Yatırımın, Holding'den özkaynak/hissedar kredisi gerekmeden, Almatı'nın faaliyetlerinden yarattığı nakitle ve Almatı'nın proje finansmanı yatırım kredisi limitinden finanse edilmesi bekleniyor. Yatırım programının büyüklüğünün Şubat 2025'te yapılacak Yönetim Kurulu toplantısında güncellenmesi amaçlanıyor. Tarife artışı müzakerelerinden çıkacak olumlu sonuçların, yatırım büyüklüğünün önemli bir belirleyicisi olacağı düşünülmektedir. Bu yatırımın 2025 yılının ikinci yarısına ve sonraki yıllara ait FAVÖK etkisi, TAV Havalimanları'nın baz senaryo tarife teklifi kabul edilirse, 2025'in ikinci yarısından başlayarak Almatı'da %13-15 oranında kalıcı bir FAVÖK artışı şeklinde. Şirketin Antalya ve Ankara'da yürütmekte olduğu kapasite artırımı yatırımları da devam etmektedir. Ankara Esenboğa Havalimanı'nın Mayıs 2025-Mayıs 2025 tarihleri arasında 25 yıllık işletme imtiyazını alan ve burada yatırımlarına devam eden şirket, yatırımın öngörülenden daha hızlı ilerlemesi ve %84 tamamlanma oranına ulaşması sebebiyle bu yatırımın bitiş tarihini iki çeyrek öne çekerek 2025'in ikinci çeyreği olarak güncelledi. Bu yatırımın tamamlanması ile 2025 yılında cironun 100mn EUR olması beklenmektedir. Antalya Havalimanı'nda da terminal ve hava trafiği yatırımları %91 oranında tamamlandı. Şirket sene sonu itibarıyla %95 tamamlanma seviyesine ulaşmayı ve birinci çeyreğin sonunda da yeni terminali yolcu trafiğine açmayı hedefliyor. Bu yatırım sonucunda Antalya Havalimanı 65 milyon yolcuya hizmet verebilecek büyüklüğe ulaşacak.

Güçlü finansal performansın sürmesi ve tamamlanan ve sürmekte olan yatırımların gelecek dönem finansalları üzerinde beklenen olumlu etkilerini göz önünde bulundurarak TAVHL hissesine model portföyümüzde yer vermeye devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	18.365	11.832	55%
SMM	10.124	6.405	58%
Brüt satış kârı	8.241	5.428	52%
Faaliyet giderleri	2.957	1.722	72%
Esas faaliyet kârı (EFK)	5.424	3.706	46%
FAVÖK (2024/09)	14.318	8.244	74%
Finansal gelir/gider	-2.386	-236	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	24	-	a.d.
Ana ortaklık net kâr	3.821	5.402	-29%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	44,9	45,9	-1,0
EFK Marjı	29,5	31,3	-1,8
FAVÖK Marjı (2024/09)	33,0	34,6	8,3
Net Kar Marjı	20,8	45,7	-24,8

Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. (TCELL): TMS29 enflasyon muhasebesi kapsamında Turkcell, 3Ç24 döneminde piyasa beklentisinin üzerinde 14,3mlr TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Hâsılatı, 38,2mlr TL ile piyasa beklentisinin bir miktar altında gerçekleşti. Bir önceki yılın aynı döneminde 4,5mlr zarar açıklayan şirketin net karlılığına geçmesinde; durdurulan faaliyetlerden elde edilen kârın (11,2mlr TL) önemli etkisi bulunmaktadır. Lifecell LLC, LLC Global Bilgi ve LLC Ukrtower hisselerinin tamamının, tüm hak ve borçları ile birlikte devri 9 Eylül 2024 tarihinde gerçekleşmiştir. Bu operasyonlar satış amaçlı elde tutulan varlıklar ve durdurulan faaliyetler olarak sınıflandırılmıştır. Şirket enflasyonun yılın ikinci yarısında beklentileri aşması nedeniyle, 2024 yılı gelir büyümesi beklentisini yaklaşık %7 seviyesine revize etmiştir.

Grup gelirleri, Turkcell Türkiye'nin güçlü ARPU (Kullanıcı başına ortalama gelir) ve özellikle faturalı segment tarafından desteklenen net abone kazanım performansı ile techfin segmentinin katkısı sayesinde yıllık bazda %6,9 artmıştır. Grup gelirlerinin %87'sini oluşturan Turkcell Türkiye gelirleri yıllık bazda %7,1 artış ile 34,9mlr TL'ye yükselmiştir. Grup gelirlerinin %2'sini oluşturan Turkcell Uluslararası gelirleri ise, %20,6 artış ile 935mn TL'ye yükselmiştir. Grup gelirlerinin %5'ini oluşturan Techfin gelirleri de %30,9 artarak 2,1mlr TL'ye yükselmiştir. Financell'in gelirleri %38,1 büyürken Paycell'in gelirleri %19,6 artmıştır. Grup gelirlerinin %6'sını oluşturan, çoğunlukla grup dışı çağrı merkezi ile enerji işi gelirleri ve tüketici elektroniği satışı gelirlerinden oluşan diğer segment gelirleri temel olarak tüketici elektroniğine olan talebin zayıf olmasından kaynaklı, yıllık %14,6 azalışla 2,25mlr TL'ye gerilemiştir.

Turkcell Türkiye abone bazı (Mobil, sabit genişbant, IPTV ve toptan (MVNO&FVNO) aboneleri dahil) çeyreklik net 322 bin abone kazanımı ile 43,5 milyona yükselmiştir. Çeyreklik 515 bin, yılın ilk 9 ayında 1,5 milyon mobil faturalı net abone kazanımı ve çeyreklik net 47 bin fiber abone kazanımı gerçekleşmiştir. 3Ç24'te 67 bin yeni hane fiber erişimi sağlanmış, mobil ARPU büyümesi %6,9; bireysel fiber ARPU büyümesi ise %15,1 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in nakit ve nakit benzeri varlıkları geçen yılın sonunda 67,9mlr TL iken Ukrayna'da faaliyet gösteren şirketlerin satışı sayesinde bu yılın üçüncü çeyreği sonunda 81,01mlr TL'ye yükselmiştir. Toplam borç tutarı aynı dönemde 114,2mlr TL'den 106,7mlr TL'ye, net borç pozisyonu 34,3mlr TL'den 19,04mlr TL'ye gerilemiştir. YP net varlık pozisyonu pozitifdir.

Turkcell'in 3Ç24 net kârı, güçlü operasyonel performansın yanı sıra durdurulan faaliyetlerden elde edilen kârın ve ertelenmiş vergi giderlerinde önemli azalışın etkisiyle piyasa beklentilerini aşmış, net kar marjı %37,3 ile uzun vadeli ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Brüt kâr yıllık %17,7 artışla 10,98mlr TL olmuştur. Brüt kâr marjı 3Ç23'te %25,8 iken 3Ç24'te %28,7'ye yükselmiştir. Faaliyet giderleri personel giderlerinin etkisiyle kâr üzerinde baskı oluştursa da net faaliyet kârı (NFK) %12 artışla 6,8mlr TL'ye ulaşmış, NFK marjı ise %17,8'e yükselmiştir. Esas faaliyet kârı (EFK) esas faaliyetlerden 3,71mlr TL diğer gelirin katkısıyla yıllık %76 yükselişle 10,51mlr TL'ye, EFK marjı yaklaşık %27,5'e yükselmiştir.

Şirket, 2 Mayıs tarihli KAP açıklamasına göre pay başına brüt 2,8531809 TL (net 2,5678628 TL) kâr payının, hak kullanım tarihi 5 Aralık, kayıt tarihi 6 Aralık ve ödeme tarihi 09 Aralık olmak üzere pay sahiplerine nakden dağıtılmasına ilişkin karar vermiştir.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	38.243	36.127	6%
SMM	28.073	27.512	2%
Brüt satış karı	10.976	9.327	18%
Faaliyet giderleri	4.172	3.243	29%
Esas faaliyet kârı (EFK)	10.509	5.964	76%
FAVÖK (2024/09)	49.782	47.726	4%
Finansal gelir/gider	-7.037	-5.121	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	1.526	2.708	-44%
Ana ortaklık net kâr	14.280	-4.495	a.d.

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	28,7	25,8	2,9
EFK Marjı	27,5	16,5	11,0
FAVÖK Marjı (2024/09)	45,5	45,8	-1,9
Net Kar Marjı	37,3	-12,4	a.d.

Türk Hava Yolları A.O. (THYAO): Şirket'in ana ortaklık net kârı 3Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine paralel 51,54mlr TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisini aşmıştır. Hâsılat %31 artışla 221,8mlr TL'ye ulaşarak piyasa beklentisini karşılamıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu olan "Hava Taşımacılığı"ndan elde edilen gelirler 3Ç24'te 216,1mlr TL'ye (yıllık %31,5 artış) yükselmiştir. Hâsılatın geri kalan 4,02mlr TL kısmı teknik bakım hizmetlerinden (yıllık %0,47 artış) ve 1,67mlr TL kısmı diğer gelirlerden kaynaklanmaktadır. Hava taşımacılığı faaliyetinden 185,7mlr TL'lik yolcu geliri (%25,6 artış) ve güçlü artış (yıllık %84) ile 30,5mlr TL'lik kargo geliri oluşmuştur. Yolcu ve kargo gelirlerinin coğrafi dağılımı incelendiğinde tüm bölgelerde artış gerçekleştiği görülmektedir. Avrupa 68,3mlr TL gelir (%24 artış) ile ilk sırada yer alırken Asya ve Uzak Doğu 51,9mlr TL (%54 artış) ile ikinci ve Amerika 44,5mlr TL (%32 artış) ile üçüncü olmuştur.

09/2024 trafik sonuçları, yolcu sayısının önceki yıla kıyasla %1,8 arttığını ve 65,07mn kişiye ulaştığını göstermektedir. Yolcu gelirinin, ücretli yolcu kilometreye oranlanması ile bulunan 'yolcu birim geliri' (RASK) güçlü baz yılı etkisi nedeniyle %4,7 azalışla 8,08 USc'ye gerilemiştir. Ayrıca, Şirket'in uçak sayısı geçen yıla kıyasla 429'dan 467'ye ve uçulan şehir sayısı 339'ten 342'ye çıkmıştır.

Maliyetlerdeki artış oranı hâsılat artış oranını geçmiştir; 3Ç24'te maliyet ve faaliyet gideri içindeki en büyük kalem olan akaryakıt payında 3Ç23'e kıyasla %39'dan %35'e gerileme gerçekleşirken, Şirket'in ortalama birim maliyeti ise 950 USD/Ton'dan 908 USD/Ton'a gerilemiştir. Akaryakıt payında yaşanan gerilemede personel giderlerinin payındaki artış etkili olmuştur. Özetle; 3Ç23'e kıyasla maliyetler %43,7 artarak 160,9mlr TL'ye ve faaliyet giderleri %37,6 artarak 20,4mlr TL'ye yükselmiştir, bu bilgiler ışığında operasyonel performansa dair fikir veren net faaliyet kârı yıllık %4'lük azalışla 40,6mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 3Ç24'te 4,5mlr TL'lik esas faaliyetlerden diğer net geliri ve 5,17mlr TL'lik ertelenmiş vergi gideri oluşmuştur. Ayrıca, 3Ç23'e kıyasla yatırım faaliyetlerinden gelirler %122'lik artışla 16,9mlr TL'ye ulaşmıştır. Bunun büyük bölümünü 12,3mlr TL'lik faiz geliri oluşturmaktadır.

Şirket'in 3Ç24 operasyonel kâr marjlarında 3Ç23'e kıyasla düşüş gözlenmektedir. NFK marjı 6,7 puan düşüşle %18,3, EFK marjı 7,12 puan düşüşle %20,3, net kâr marjı ise 7,12 puan düşüşle %23,2 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Yatırım faaliyetlerinden gelirlerdeki belirgin artışın pozitif etkisine karşın finansal giderler ve ertelenmiş vergi giderlerinin negatif etkisiyle net kâr marjında ise 7,12 puan yükseliş gözlenmiştir.

Son çeyrekte piyasa beklentisinin belirgin üzerinde net kâr elde eden ve sektöre görece iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz THYAO hissesine model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	221.815	169.091	31%
SMM	160.876	111.966	44%
Brüt satış karı	60.939	57.125	7%
Faaliyet giderleri	20.387	14.821	38%
Esas faaliyet kârı (EFK)	45.048	46.388	-3%
FAVÖK (2024/09)	108.653	93.325	16%
Finansal gelir/gider	-9.041	4.404	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-	-	a.d.
Ana ortaklık net kâr	51.540	51.331	0%

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	27,5	33,8	-6,3
EFK Marjı	20,3	27,4	-7,1
FAVÖK Marjı (2024/09)	19,7	26,0	-6,2
Net Kar Marjı	23,2	30,4	-7,1

Tapdi Oksijen Özel Sağlık ve Eğitim Hizmetleri Sanayi Ticaret A.Ş. (TNZTP): İzmir’de üç hastane ve bir tıp merkeziyle sağlık hizmetleri veren Şirket, 3Ç24 döneminde zarar etmiştir. TMS-29 kapsamında kaydedilen 162,8mn TL tutarındaki net parasal pozisyon kaybı net çeyreklik zararda etkili olmuştur. 2024/09 (Ocak-eylül) döneminde 940,6mn TL net kâr elde etmiştir.

Şirket, 3Ç24 döneminde 527,6mn TL hâsılat elde etmiş olup bir önceki yılın aynı dönemine göre %7 artış olmuştur. Hastane bazında brüt sağlık gelirlerinin (529,2mn TL) yaklaşık %52’sini Özel Tınaztepe Galen Hastanesi, %30’unu Özel Tınaztepe Hastanesi, %10’unu Buca Tıp Merkezi ve %5’ini Tınaztepe Özel Sağlık Hastanesi (Torbalı) geliri oluşturmaktadır. Kurum bazında ise yaklaşık %26’sı SGK’ya yapılan satışlardan ve kalan %74’ü diğer kişi, kuruluşlara yapılan satışlardan oluşmaktadır. Ayrıca, Şirket’in büyüme stratejileri çerçevesinde İzmir’in Buca ilçesinde yatırım yaptığı gayrimenkul projesinin ek süreler dahil 31.12.2025 tarihinde tamamlanmasının hedeflendiği belirtilmektedir. Söz konusu projeden Şirket’in payına 111 daire ve 24 adet işyeri düşmektedir.

3Ç24’te bir önceki yılın aynı dönemine göre hâsılatını artıran Şirket’in maliyetler ve faaliyet giderleri gerilemiştir; brüt kârı %42 artışla 183,3mn TL, net faaliyet kârı (NFK) %151 artışla 118,3mn TL ve esas faaliyet kârı (EFK) %156 artışla 81,1mn TL seviyesine yükselerek operasyonel performans artışını işaret etmektedir. Bununla birlikte 108,0mn TL tutarındaki net faiz gideri kârlılığın baskılanmasında etkili olmuştur.

Kâr marjları tarafında hem 3Ç24 net çeyreklik hem de ocak-eylül döneminde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla artış olmuştur. 3Ç24 döneminde enflasyon muhasebesi ve yüksek finansman giderinin etkisiyle zarar edilmesine karşın yüksek operasyonel verimlilik dikkat çekmektedir; NFK marjı %22,4, EFK marjı %15,4 ve brüt kâr marjı %34,7 seviyesindedir. 2024/09 döneminde ise net kâr marjı (Bir önceki çeyrekteki yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışının etkisiyle) %61,6, FAVÖK marjı %32,8, NFK marjı %23,6, EFK marjı %17,6 ve brüt kâr marjı %36,2 ile güçlü seviyelerde gerçekleşmiştir. Şirket’in 2024/09 FAVÖK marjı, ocak-eylül dönemi uzun vadeli ortalamalarının üzerindedir. Kâr marjlarının uzun vadeli seyri istikrarlı ve görece yüksek seviyelerde olup sektör içerisinde de öne çıkmaktadır.

Şirket’in 666,2mn TL toplam finansal borcuna karşılık 311,4mn TL hazır değeri bulunmaktadır. Likidite oranlarında bir miktar gerileme olmakla birlikte makul seviyelerdedir. 2024/09 döneminde işletme faaliyetlerinden 174,0mn TL nakit akımı sağlayan Şirket’in finansman faaliyetlerinden kaynaklı nakit çıkışının etkisiyle toplam nakit akımı -142,1mn TL olmuştur.

Operasyonel verimliliği ile sektör içerisinde öne çıkan şirketler arasında bulunduğunu ve pazar çarpanlarına göre iskontolu fiyatlandığını düşündüğümüz Şirket’i beğenmeye devam etmekteyiz.

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç24	3Ç23	Fark
Net satışlar	528	492	7%
SMM	344	362	-5%
Brüt satış karı	183	129	42%
Faaliyet giderleri	65	82	-21%
Esas faaliyet kârı (EFK)	81	32	156%
FAVÖK (2024/09)	501	349	44%
Finansal gelir/gider	-112	15	a.d.
Net parasal pozisyon kazancı	-163	-236	a.d.
Ana ortaklık net kâr	-216	-276	a.d.

Oranlar (%)	3Ç24	3Ç23	Fark (Puan)
Brüt Kar Marjı	34,7	26,3	8,4
EFK Marjı	15,4	6,5	8,9
FAVÖK Marjı (2024/09)	32,8	27,3	24,0
Net Kar Marjı	-41,0	-56,2	a.d.

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 Taçkinlar
Araştırma Müdürü
02123953227

ugur.tackinlar@piramitmenkul.com.tr

Arif Tekin Seğmen
Piramit PYS Araştırma Uzmanı
02123954008
asegmen@piramitportfoy.com.tr

