

Avrupakent GYO

TMS29 etkileri FAVÖK'ü baskıladı; konut teslimatları nakit yaratımını besledi; temettü ödenirken net nakit arttı

Avrupakent GYO 3Ç25'te 816 milyon TL net kâr açıkladı; bu, konsensüsün %16, bizim tahminimizin %14 altında. Net satışlar 2,28 milyar TL (yıllık +%110) güçlü konut teslimatlarıyla desteklendi ve hem konsensüsün hem de bizim tahminimizin %4 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 626 milyon TL (yıllık +%13) ile konsensüsün ve bizim beklentimizin %46 altında kaldı; TMS29 (enflasyon muhasebesi) konut teslimatlarına ilişkin maliyet hesaplarında artışa neden oldu. Operasyonel karda enflasyon muhasebesinden kaynaklanan görünüşteki sapmaya rağmen serbest nakit akışı 924 milyon TL oldu; güçlü teslimatlar ve düzenli kira gelirleri nakit yaratımını desteklerken, şirket bu çeyrekte 600 milyon TL temettü de ödedi. Net nakit (ertelenmiş gelir düşülmüş) 512 milyon TL'ye yükseldi (2Ç25: 1 milyon TL). Ekim'de gerçekleştirdiği 775 milyon TL'lik temettü ödemesiyle şirket, yıl içinde üç taksite bölünmüş ~1,98 milyar TL'lik dağıtım programını tamamlamış oldu.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü 9,3 milyar TL'ye ulaştı (piyasa değerinin ~%40'ı). GYO'lara getirilen vergi düzenlemelerinin dikkatli bir şekilde yorumlanması gerektiğini düşünüyor ve iki önemli hususu vurgulamak istiyoruz. **İlk olarak**, yasal vergi oranı temettü dağıtımın için %30, temettü dağıtanlar için %10 iken, ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 vergi oranı varsayımıyla kaydediliyor. **İkinci olarak**, ticari GYO'lar kira getirili gayrimenkulleri portföylerinde uzun vadeli tutmaktadır, bu da ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin ancak satış durumunda gerçekleşeceği anlamına gelmektedir. Bu tür satışların gerçeğe uygun değerinden önemli iskontolarla gerçekleşmesi mümkün olmayacağından, ilgili vergi yükümlülüklerinin NAD iskontosunda daralma olmaksızın nakit çıkışı ile sonuçlanmasını beklemiyoruz (güncel iskonto bizim NAD hesabımıza göre ~%40 seviyesinde).

Yorum & Değerlendirme: Operasyonel sonuçlar TMS29 düzeltmeleri nedeniyle baskılanmış görünürken operasyonel nakit akışı güçlü kaldı. 12A HF seviyemizi 82 TL'den 90 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi "Nötr"den "Endeks Üzerinde Getiri"ye yükseltiyoruz. Değerlememize göre hisseler, 98,62 TL/pay NAD (NAVPS)'e (toplam ~39,45 milyar TL NAD) karşılık 0,60x F/NAD çarpanıyla işlem görüyor.

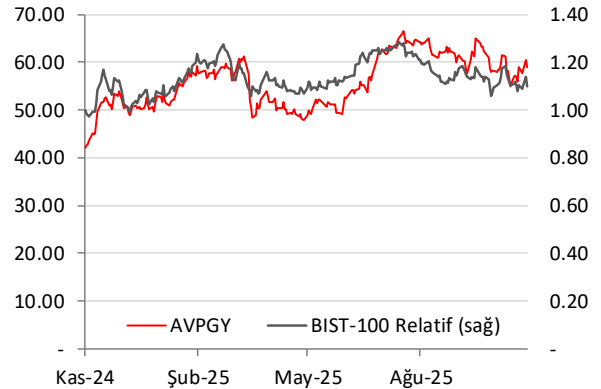
Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa (2 Kat.)	
	3Ç25	3Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	2,279	1,084	110%	2,200	4%	2,200	4%
FAVÖK	626	717	-13%	1,151	-46%	1,151	-46%
FAVÖK Marjı	27.5%	66.2%	-38.7 ppt	52.3%	-24.8 ppt	52.3%	-24.8 ppt
Net Kar	816	101	705%	951	-14%	976	-16%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	AVPGY TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Nötr)			
Hedef Fiyat, TL	90.00 (önceki 82.00)			
Güncel Fiyat, TL	59.00			
Getiri Potansiyeli	53%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	23,600			
Firma Değeri, mn TL	23,057			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	7,453	6,446	6,055	6,955
FAVÖK, mn TL	6,034	2,813	2,786	3,638
Net Kâr, mn TL	7,381	2,732	3,081	3,956
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-1,057	-751	-903	-1,321
Net Borç/FAVÖK	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	81.0%	43.6%	46.0%	52.3%
Net Marj	99.0%	42.4%	50.9%	56.9%
Temettü Verimi	4.5%	8.4%	11.5%	13.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	141.8%	-13.5%	-6.1%	14.9%
FAVÖK, y/y	255.2%	-53.4%	-0.9%	30.6%
Net Kâr, y/y	126.3%	-63.0%	12.8%	28.4%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	2.5	8.6	7.7	6.0
FD/FAVÖK	2.9	8.1	8.1	6.1
FD/Ciro	2.4	3.5	3.7	3.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	0.4%	-8.7%	34.3%	18.6%
BİST-100 Relatif	0.7%	-10.6%	8.5%	6.3%
AOİH, mn TL	86	78	116	97



Piyasa verileri 31 Ekim 2025 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	1,084	1,893	922	1,882	2,279
Brüt Kar	753	1,459	311	1,272	652
Operasyonel Giderler	39	71	68	35	28
Faaliyet Karı	714	1,388	243	1,237	624
FAVÖK	717	1,389	246	1,236	626
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-613	-709	-319	830	-460
Vergi Öncesi Kar	101	679	-76	2,067	164
Vergi Geliri / (Gideri)	0	-3,613	-197	-917	652
Vergi Sonrası Net Kar	101	-2,934	-273	1,150	816
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	101	-2,934	-273	1,150	816
Büyüme (Yıllık)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	-19.9%	43.3%	-83.1%	106.7%	110.2%
Operasyonel Giderler	-14.8%	-49.5%	12.1%	11.2%	-28.5%
Faaliyet Karı	-28.7%	382.0%	-94.8%	65.1%	-12.7%
FAVÖK	-28.6%	364.9%	-94.8%	64.9%	-12.7%
Net Kar	-102.5%	-151.0%	-105.2%	-83.1%	704.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	69.5%	77.1%	33.7%	67.6%	28.6%
Operasyonel Gider Marjı	3.6%	3.8%	7.4%	1.8%	1.2%
Faaliyet Kar Marjı	65.9%	73.3%	26.4%	65.7%	27.4%
FAVÖK Marjı	66.2%	73.4%	26.6%	65.6%	27.5%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	532.3%	-260.3%	44.4%	-398.6%
Net Kar Marjı	9.4%	-155.0%	-29.6%	61.1%	35.8%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-52.6%	-8.3%	-50.5%	4.1%	-19.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	161.2%	42.8%	74.5%	45.1%	41.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	169.1%	-3.6%	-78.7%	14.7%	40.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	244%	58%	280%	69%	149%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	-38.7%	-0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	91.3%	21.9%	49.3%	-18.7%	46.6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,747	810	687	848	935
Düzeltilme Öncesi Kar	101	-2,934	253	1,150	290
Amortisman ve İtfa Payları	3	1	3	-1	3
İşletme Sermayesindeki Değişim	990	415	455	-352	1,061
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	653	3,328	-24	51	-419
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	86	-878	-1,412	-572	-10
Sabit Sermaye Yatırımları	419	3	-2	1	-2
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-333	-881	-1,410	-573	-9
Serbest Nakit Akımı	1,833	-69	-725	277	924
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-626	-43	106	-603	-601
Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0
Temettü	-307	-115	0	-664	-632
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-318	72	106	61	31
Çevrim Farkları	-360	-481	-112	217	-106
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	847	-593	-732	-109	218

Bilanço (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Dönen Varlıklar	7,107	11,201	10,113	10,459	8,618
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,020	1,326	706	485	543
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	335	850	426	385	789
Stoklar	5,096	8,335	8,167	8,500	6,373
Diğer Dönen Varlıklar	656	691	814	1,089	913
Duran Varlıklar	41,266	38,248	39,786	41,081	41,088
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	112	110	110	110	109
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	1	1
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	38,006	38,136	39,674	40,962	40,971
Diğer Duran Varlıklar	3,146	1	1	8	8
Toplam Varlıklar	48,373	49,449	49,899	51,540	49,706
Kısa Vadeli Yükümlülükler	545	1,130	1,232	1,825	913
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	243	360	217	781	410
Ertelenmiş Gelirler	254	675	867	486	32
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	47	95	148	559	471
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11	9,264	9,360	9,921	9,341
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	0	9,250	9,343	9,904	9,322
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11	14	17	16	19
Özkaynaklar	47,818	39,055	39,308	39,794	39,452
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	47,818	39,055	39,308	39,794	39,452
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	48,373	49,449	49,899	51,540	49,706
Yatırım Sermayesi	46,808	46,993	47,962	49,230	48,250
Toplam Borç	0	0	0	0	0
Net Borç (NB)	-1,020	-1,326	-706	-485	-543
NB / S12A FAVÖK	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
NB / Özkaynaklar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	-1,020	-1,326	-706	-485	-543
KV ND / S12A FAVÖK	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
YPP (Türev Korunma Dahil)	45	64	58	23	1

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.