

Avrupakent GYO

TMS-29 etkileri karşılığı baskılarken, güçlü nakit akışı temettü hikayesini destekliyor; Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Avrupakent GYO (AVPGY; EÜG; 12A HF: 90 TL) 4Ç25'te 158 milyon TL net zarar açıkladı (AK: 1.560 milyon TL net kar; Piyasa: 1.050 milyon TL net kar; 4Ç24: 3.062 milyon TL net zarar). Hasılat 1.533 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (AK: 1.768 milyon TL; Piyasa: 1.768 milyon TL; 4Ç24: 1.975 milyon TL), FAVÖK ise 448 milyon TL oldu (AK: 577 milyon TL; Piyasa: 577 milyon TL; 4Ç24: 1.449 milyon TL).

Tahminlerimizden sapma: Net kar tahminimizden sapmanın temel nedenleri, Demir Life Projesi'ndeki konut stokuna ilişkin 1.246 milyon TL tutarındaki stok değer düşüklüğü karşılığı ve FAVÖK'ün tahminimizin 129 milyon TL altında gerçekleşmesi oldu.

Gelir tablosu ile nakit akış tablosu 4Ç25'te farklı görünüm sunuyor. Gelir tablosunda operasyonel sonuçlar, kısmen TMS-29 etkileri ve geçen yılın yüksek bazının da etkisiyle zayıf görünürken, nakit yaratımı güçlü seyrini korudu. Şirket 4Ç25'te 232 milyon TL net nakit yaratırken, Net Nakit/FAVÖK oranı çeyrek bazda 0,2x'ten 0,3x'e yükseldi. Serbest nakit akımı, düzenli kira gelirleri ve konut teslimlerinden elde edilen tahsilatların desteğiyle 884 milyon TL olarak gerçekleşti. Bu performans, gayrimenkul alımları için 839 milyon TL net nakit çıkışı ve 775 milyon TL temettü ödemesine rağmen elde edildi.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü 8.553 milyon TL seviyesinde bulunuyor (piyasa değerinin ~%43'ü). GYO'lara getirilen vergi düzenlemelerinin dikkatli bir şekilde yorumlanması gerektiğini düşünüyoruz ve iki önemli hususu vurgulamak istiyoruz. **İlk olarak**, yasal vergi oranı temettü dağıtmayanlar 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 ~%50 seviyesinde).

Yorum: Operasyonel sonuçlar, TMS-29 etkileri ve geçen yılın yüksek bazının etkisiyle hem yıllık bazda hem de piyasa beklentilerine göre zayıf gerçekleşirken, nakit yaratımı güçlü seyrini korudu. Konut teslimlerine ilişkin enflasyon muhasebesi uygulamasının raporlanan sonuçları bozucu etkisinin önümüzdeki dönemlerde de devam etmesini mümkün görüyoruz. Bununla birlikte, bu çeyrekte ayrılan stok değer düşüklüğü karşılığı sonucunda stokların net gerçekleşebilir değerine indirilmiş olması nedeniyle ilave önemli bir değer düşüklüğü beklemiyor; söz konusu karşılığın marjları ilerleyen dönemde desteklemesini öngörüyoruz. Sonuçlara ilk tepkinin negatif olmasını beklemekle birlikte, güçlü nakit üretimi ve destekleyici temettü verimi (2026T: %10) nedeniyle aşağı yönlü baskının sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

Tavsiye: Modelimizi 4Ç25 sonuçları ve güncel makro varsayımlarımız doğrultusunda güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 90 TL seviyesinde koruyor ve Endeks Üzerinde Getiri tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımız, hisse başına 129 TL olan 12 aylık hedef NAD hesaplamamıza uyguladığımız %30 hedef iskontoğu yansıtmaktadır.

Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa	
	4Ç25	4Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	1,533	1,975	-22%	1,768	-13%	1,768	-13%
FAVÖK	448	1,449	-69%	577	-22%	577	-22%
FAVÖK Marjı	29.2%	73.4%	-44.1 ppt	32.6%	-3.4 ppt	32.6%	-3.4 ppt
Net Kar	-158	-3,062	-95%	1,562	-110%	1,050	-115%

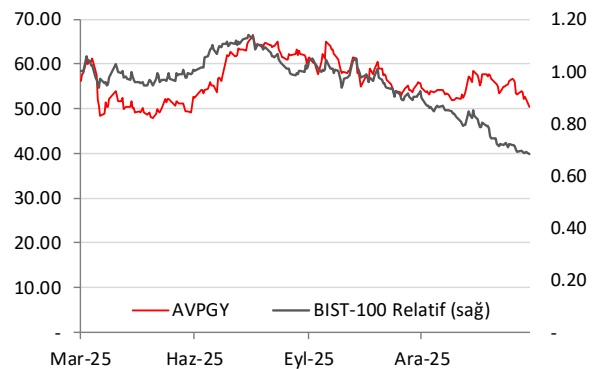
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	AVPGY TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	90.00			
Güncel Fiyat, TL	50.30			
Getiri Potansiyeli	79%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	20,120			
Firma Değeri, mn TL	19,345			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	6,838	6,042	6,488	7,292
FAVÖK, mn TL	2,648	2,943	3,880	4,925
Net Kâr, mn TL	1,609	3,160	5,244	8,506
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-775	-1,698	-3,113	-4,932
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	38.7%	48.7%	59.8%	67.5%
Net Marj	23.5%	52.3%	80.8%	116.6%
Temettü Verimi	8.3%	10.0%	12.3%	15.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	-8.3%	-11.6%	7.4%	12.4%
FAVÖK, y/y	-56.1%	11.1%	31.9%	26.9%
Net Kâr, y/y	-78.2%	96.4%	66.0%	62.2%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	14.7	6.4	3.8	2.4
FD/FAVÖK	8.6	6.3	4.4	3.1
FD/Ciro	3.3	3.0	2.6	2.1
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-9.7%	-10.2%	-14.5%	-3.3%
BİST-100 Relatif	-7.8%	-25.1%	-38.1%	-18.4%
AOİH, mn TL	73	63	78	71



Piyasa verileri 2 Mart 2026 tarihli dir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	1,975	962	1,964	2,378	1,533
Brüt Kar	1,522	324	1,327	680	439
Operasyonel Giderler	74	71	36	29	-8
Faaliyet Karı	1,448	254	1,291	651	447
FAVÖK	1,449	256	1,290	654	448
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-740	-332	867	-480	-1,178
Vergi Öncesi Kar	708	-79	2,157	171	-731
Vergi Geliri / (Gideri)	-3,770	-205	-957	681	572
Vergi Sonrası Net Kar	-3,062	-284	1,200	851	-158
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	-3,062	-284	1,200	851	-158
Büyüme (Yıllık)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	43.3%	-83.1%	106.7%	110.2%	-22.4%
Operasyonel Giderler	-49.5%	12.1%	11.2%	-28.5%	-110.4%
Faaliyet Karı	382.0%	-94.8%	65.1%	-12.7%	-69.1%
FAVÖK	364.9%	-94.8%	64.9%	-12.7%	-69.1%
Net Kar	-151.0%	-105.2%	-83.1%	704.8%	-94.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	77.1%	33.7%	67.6%	28.6%	28.6%
Operasyonel Gider Marjı	3.8%	7.4%	1.8%	1.2%	-0.5%
Faaliyet Kar Marjı	73.3%	26.4%	65.7%	27.4%	29.1%
FAVÖK Marjı	73.4%	26.6%	65.6%	27.5%	29.2%
Efektif Vergi Oranı	532.3%	-260.3%	44.4%	-398.6%	78.3%
Net Kar Marjı	-155.0%	-29.6%	61.1%	35.8%	-10.3%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-8.3%	-50.5%	4.1%	-19.3%	-25.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	17.4%	74.5%	45.1%	41.0%	112.5%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-29.0%	-78.7%	14.7%	40.6%	57.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	24%	280%	69%	149%	385%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	-0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	21.9%	49.3%	-18.7%	46.6%	7.1%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	343	717	885	975	1,726
Düzeltilme Öncesi Kar	-3,062	264	1,200	303	-158
Amortisman ve İtfa Payları	1	3	-1	3	2
İşletme Sermayesindeki Değişim	433	475	-367	1,108	109
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,971	-25	53	-437	1,774
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-917	-1,474	-597	-11	-842
Sabit Sermaye Yatırımları	3	-2	1	-2	-3
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-919	-1,472	-598	-9	-839
Serbest Nakit Akımı	-573	-757	289	965	884
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-45	110	-629	-627	-985
Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0
Temettü	-120	0	-693	-660	-789
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	75	110	64	33	-197
Çevrim Farkları	502	-117	227	-110	143
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-117	-763	-114	228	41

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	11,689	10,554	10,915	8,993	6,986
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,383	737	506	567	775
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	887	445	402	823	649
Stoklar	8,698	8,523	8,870	6,650	4,753
Diğer Dönen Varlıklar	721	849	1,137	953	809
Duran Varlıklar	39,914	41,519	42,870	42,878	43,998
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	115	115	115	114	114
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	1	2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	39,796	41,402	42,746	42,755	43,880
Diğer Duran Varlıklar	1	1	8	8	1
Toplam Varlıklar	51,603	52,072	53,785	51,871	50,984
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,180	1,285	1,905	953	2,185
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	376	226	815	428	1,211
Ertelenmiş Gelirler	705	905	507	33	136
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	99	154	583	491	839
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,667	9,767	10,353	9,748	8,575
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	9,653	9,750	10,336	9,728	8,553
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	17	17	20	22
Özkaynaklar	40,756	41,020	41,527	41,170	40,224
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	40,756	41,020	41,527	41,170	40,224
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	51,603	52,072	53,785	51,871	50,984
Yatırım Sermayesi	49,040	50,050	51,374	50,351	48,023
Toplam Borç	0	0	0	0	0
Net Borç (NB)	-1,383	-737	-506	-567	-775
NB / S12A FAVÖK	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3
NB / Özkaynaklar	-3.4%	-1.8%	-1.2%	-1.4%	-1.9%
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	-1,383	-737	-506	-567	-775
KV ND / S12A FAVÖK	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3
YPP (Türev Korunma Dahil)	67	61	24	1	25

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.