

Avrupakent GYO

Nötr

Güçlü operasyonel sonuçlara rağmen ertelenmiş vergi gideri net zarara yol açtı

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

Avrupakent GYO 4Ç24'te 2,3 milyar TL net zarar kaydederken, bir önceki yıl 4,6 milyar TL net kar elde etmişti. 4Ç24'teki 2,9 milyar TL'lik ertelenmiş vergi gideri (4Ç23: 4,9 milyar TL ertelenmiş vergi geliri), net zararın ana nedeni oldu. Satış gelirleri 1,5 milyar TL (y/y: +%43) olarak gerçekleşirken, FAVÖK 1,1 milyar TL (y/y: +%365) ve FAVÖK marjı %73 (y/y: +50,8 y.p.) olarak kaydedildi. FAVÖK marjı, (i) teslim edilen ev ve ofis karmasındaki iyileşme ve tekrarlayan gelir kalemlerindeki artan karlılık sayesinde brüt marjdaki 44,6 y.p.'lik iyileşme ve (ii) faaliyet giderlerinin satışlara oranında 4Ç23'teki yüksek bazdan 6,9 y.p.'lik daralma sayesinde gerçekleşti. Şirket, bir önceki yıl 299 milyon TL net parasal kazanç elde ederken, bu yıl 125 milyon TL net parasal zarar kaydetti.

Tekrarlayan gelirlerdeki yıllık %27 reel büyüme ve takas işleminden elde edilen gerçeğe uygun değer kazancı, 4Ç24'te ev ve ofis teslim gelirlerindeki yıllık %7 reel daralmayı telafi etti. Şirket, 1Ç24'te gerçekleşen takas işlemi için yıl sonu değerlemelerinden kaynaklandığını düşündüğümüz 403 milyon TL'lik gerçeğe uygun değer kazancı kaydetti (4Ç24 cirosu içindeki payı: %27). Ev ve ofis satışları 4Ç24 cirosunun %39'unu (4Ç23: %60), tekrarlayan gelirler 4Ç24'te cironun %34'ünü oluşturdu (4Ç23: %39).

Ertelenmiş gelire göre düzeltilmiş net nakit bir önceki çeyreğe göre reel olarak %15 düşüşle 518 milyon TL (piyasa değerinin %2'si) olarak gerçekleşti. Avrupakent GYO bir önceki çeyreğe göre reel olarak %30 artışla 1,06 milyar TL (piyasa değerinin %4'ü) net nakit ve bir önceki çeyreğe göre reel olarak %165 artışla 538 milyon TL (piyasa değerinin %2'si) ertelenmiş gelir kaydetti.

2024 sonu itibarıyla 7,4 milyar TL tutarında ertelenmiş vergi yükümlülüğü kaydedildi. Yeni vergi düzenlemeleri, GYO'ların VUK ve TFRS finansalları arasındaki geçici zaman farkları nedeniyle ertelenmiş vergi kaydetmelerine yol açtı. Avrupakent GYO'nun mevcut bilançosunda 7,4 milyar TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü bulunuyor. **Vergilendirme konusunun özel olarak ele alınması gerektiğini düşünüyoruz ve bu konuda nasıl düşünülmesi gerektiğine dair bazı fikirler sunmak istiyoruz. Yeni getirilen GYO vergi kurallarından iki temel çıkarımda bulunulabilir.** Birincisi, yasal vergi oranı temettü ödemeyenler için %30 ve temettü ödeyenler için %10 iken, 2024 yılı sonundaki ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 vergi oranı varsayılarak kayıtlara alınıyor. İkinci olarak, yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşan bir portföyü tekrarlayan gelir akışı elde etmek için yönetmek üzerine kurulu bir iş modeline sahip olan GYO'lar, gayrimenkullerini satmadıkları sürece bu ertelenmiş vergi yükümlülükleri realize olmayacaktır. **Temettü ödeyen GYO'ların önümüzdeki çeyreklerde bu yükümlülüklerin tersine çevrilmesinden önemli ölçüde kazanç katkısı görmesi muhtemeldir.**

Değerlendirme: Modelimizi en son makro varsayımlarımızla güncelledik. Tavsiyemizi "Nötr" olarak koruyoruz ve 12A HF seviyemizi 78 TL'de sabit tutuyoruz.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	3Ç24	3Ç23	y/y	9A24	9A23	y/y
Net Satışlar	1,509	1,053	43%	7,453	4,451	67%
FAVÖK	1,107	238	365%	6,034	2,453	146%
FAVÖK Marjı	73.4%	22.6%	5075 bps	81.0%	55.1%	2586 bps
Net Kar	-2,339	4,586	-151%	7,381	4,708	57%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	AVPGY TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	78.00
Güncel Fiyat, TL	64.70
Getiri Potansiyeli	21%
Halka Açıklık Oranı	25%
Piyasa Değeri, mn TL	25,880

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
------------------	------	------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	3,083	7,453	6,362	7,703
FAVÖK, mn TL	1,699	6,034	4,088	5,228
Net Kâr, mn TL	3,261	7,381	7,921	9,444

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-3,713	-1,057	-6,987	-13,535
Net Borç/FAVÖK	-2.2	-0.2	-1.7	-2.6

Kârlılık

FAVÖK Marjı	55.1%	81.0%	64.3%	67.9%
Net Marj	105.8%	99.0%	124.5%	122.6%
Temettü Verimi	-	6.0%	7.0%	6.1%

Büyüme

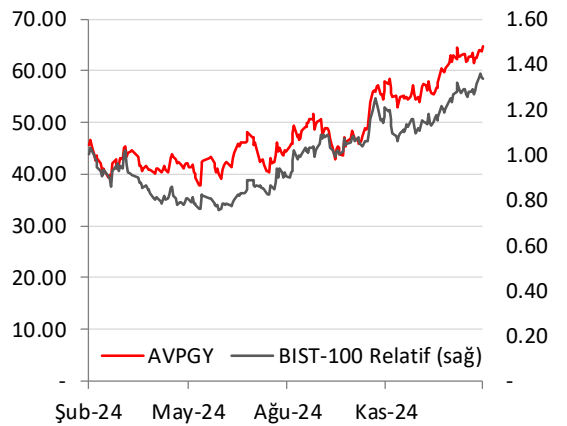
Ciro, y/y	26.2%	141.8%	-14.6%	21.1%
FAVÖK, y/y	25.8%	255.2%	-32.3%	27.9%
Net Kâr, y/y	-56.0%	126.3%	7.3%	19.2%

Değerleme Verisi	2023	2024	2025T	2026T
------------------	------	------	-------	-------

F/K	5.3	2.5	3.3	2.7
FD/FAVÖK	8.0	2.9	4.6	2.4
FD/Ciro	4.4	2.4	3.0	1.6

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	5.1%	18.7%	41.4%	19.8%
BİST-100 Relatif	7.9%	17.5%	33.3%	20.9%
AOİH, mn TL	128	160	194	133



Piyasa verileri 27 Şubat 2025 tarihli dir.

NAD Hesaplamamızda Ertelenmiş Vergi Yükümlülüklerini Nasıl Hesaba Kattığımıza İlişkin Ayrıntılar:

Ön sayfada da belirttiğimiz gibi, Avrupakent GYO, 6,1 milyar TL'si yatırım amaçlı gayrimenkuller ve maddi duran varlıklar üzerindeki birikmiş yeniden değerlendirme kazancından ve kalan 1,3 milyar TL'si stoklar, dava karşılıkları ve ertelenmiş gelirlerden kaynaklanmak üzere, 2024 yılı sonu itibarıyla 7,4 milyar TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü kaydetti. Şirketin iş modelini göz önünde bulundurduğumuzda, yatırım amaçlı gayrimenkullerinden ve maddi duran varlıklarından büyük bir elden çıkarma gerçekleşmesini beklemiyoruz; bu nedenle NAD hesaplamalarımızdaki düzeltmelerin bir parçası olarak 6,1 milyar TL'yi hesaba katmıyoruz. Geri kalanı için, şirketin 2025 yılında temettü ödeyen GYO'lar grubunda yer almasını beklediğimizden 1,3 milyar TL' nin üçte ikisini de (883 milyon TL) düşüyoruz. Sonuç olarak, NAD hesaplamamızda sadece 441 milyon TL'lik ertelenmiş vergi yükümlülüğünü dikkate alıyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri	1,053	4,354	726	864	1,509	4,451	7,453
Brüt Kar	342	3,803	622	600	1,163	2,689	6,189
Operasyonel Giderler	112	48	25	31	57	255	161
Faaliyet Karı	230	3,755	597	570	1,106	2,434	6,028
FAVÖK	238	3,759	597	572	1,107	2,453	6,034
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-586	463	4,824	-489	-565	589	4,233
Vergi Öncesi Kar	-357	4,218	5,421	81	541	3,023	10,261
Vergi Geliri / (Gideri)	4,942	0	0	0	-2,880	1,685	-2,880
Vergi Sonrası Net Kar	4,586	4,218	5,421	81	-2,339	4,708	7,381
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	4,586	4,218	5,421	81	-2,339	4,708	7,381
Büyüme (Yıllık)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri	207.3%	-19.6%	-14.9%	43.3%		67.4%	
Operasyonel Giderler	-29.6%	-33.9%	-9.4%	-49.5%		-36.9%	
Faaliyet Karı	306.1%	24.1%	-24.2%	382.0%		147.7%	
FAVÖK	302.7%	24.2%	-24.1%	364.9%		146.0%	
Net Kar	936.8%	80.9%	-102.6%	-151.0%		56.8%	
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Brüt Kar Marjı	32.5%	87.4%	85.7%	69.5%	77.1%	60.4%	83.0%
Operasyonel Gider Marjı	10.7%	1.1%	3.4%	3.6%	3.8%	5.7%	2.2%
Faaliyet Kar Marjı	21.8%	86.2%	82.3%	65.9%	73.3%	54.7%	80.9%
FAVÖK Marjı	22.62%	86.3%	82.1%	66.1%	73.4%	55.10%	80.96%
Efektif Vergi Oranı	1385.7%	0.0%	0.0%	0.0%	532.3%	-55.7%	28.1%
Net Kar Marjı	435.6%	96.9%	746.5%	9.3%	-155.0%	105.8%	99.0%
Parasal Kazanç (Kayıp)	28.4%	-4.2%	-60.1%	-52.5%	-8.3%	-5.2%	-16.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-328.5%	-13.1%	529.8%	61.3%	64.8%	-55.5%	64.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-333.8%	-53.1%	102.8%	97.4%	18.4%	-61.6%	-6.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-1452%	-15%	645%	93%	88%	-101%	79%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	13.4%	0.0%	-34.9%	-9.0%	-0.1%	10.6%	-4.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-606.6%	-18.8%	481.7%	63.1%	21.9%	-91.5%	47.7%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,458	-572	3,847	529	978	-2,471	4,782
Düzeltilme Öncesi Kar	4,586	4,218	5,421	81	-2,339	4,708	7,381
Amortisman ve İtfa Payları	9	4	-1	2	1	18	6
İşletme Sermayesindeki Değişim	-6,386	-819	3,498	546	331	-4,075	3,555
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,666	-3,975	-5,071	-99	2,986	-3,123	-6,159
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-56	-1,741	-3,101	312	-700	-270	-5,230
Sabit Sermaye Yatırımları	-141	0	253	78	2	-473	333
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	85	-1,741	-3,354	234	-702	203	-5,563
Serbest Nakit Akımı	-3,514	-2,313	746	842	278	-2,740	-448
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	5,884	162	-582	-499	-35	5,098	-953
Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0	-107	0
Temettü	754	0	0	-885	-92	0	-977
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	5,130	162	-582	386	57	5,205	24
Çevrim Farkları	-221	-247	-40	-45	-51	-277	-383
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,148	-2,398	124	297	193	2,081	-1,784

Bilanço (milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24
Dönen Varlıklar	7,355	6,731	5,593	5,666	8,930
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,458	306	471	813	1,057
Finansal Yatırımlar	2,936	1,085	0	0	0
Ticari Alacaklar	490	272	229	267	678
Stoklar	1,198	4,331	4,209	4,063	6,645
Diğer Dönen Varlıklar	3,209	1,822	685	523	551
Duran Varlıklar	22,931	27,588	32,900	32,900	30,493
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	349	345	91	90	88
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	1	1	1
Diğer Duran Varlıklar	22,582	27,243	32,808	32,810	30,405
Toplam Varlıklar	30,286	34,319	38,493	38,566	39,424
Kısa Vadeli Yükümlülükler	670	489	217	434	901
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	525	272	121	194	287
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	145	217	96	240	614
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9	9	9	9	7,386
Finansal Borçlar	0	0	9	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	9	9	0	9	7,386
Özkaynaklar	29,608	33,821	38,267	38,123	31,137
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	29,608	33,821	38,267	38,123	31,137
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	30,286	34,319	38,493	38,566	39,424
Yatırım Sermayesi (IC)	27,159	33,523	37,805	37,318	37,466
İşletme Sermayesi	1,163	4,331	4,317	4,136	7,035
Net Borç / (Nakit)	-5,394	-1,392	-462	-813	-1,057
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	33	5	68	36	51

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.