

Avrupakent GYO

Sonuçlar yüksek baz etkisiyle gerilerken, normalize edilmiş veriler iyileşti; yeni ticari gayrimenkul alımı nedeniyle net nakit azaldı.

Avrupakent GYO, 1Ç25'te 222 milyon TL net kâr ile (AK: 2,6 milyar TL) 1Ç24'teki 4,6 milyar TL'lik yüksek baza göre önemli bir düşüş açıkladı. Net satışlar %83 azalarak 809 milyon TL'ye (AK: 800 milyon TL) gerilerken, FAVÖK 446 milyon TL (AK: 584 milyon TL) olarak gerçekleşti ve FAVÖK marjı %55,2'ye düştü (y/y: -31,1y.p.). Geçen yılki rakamlar, %92,2 brüt marj ve 4,1 milyar TL büyüklüğe sahip takas işleminden kaynaklı olarak oldukça yüksek bir baz oluşturmıştı. **Normalize edilmiş sonuçlara bakıldığında:** (i) net kâr finansal ve faaliyet dışı gelirlerdeki azalma nedeniyle %56,2 geriledi, (ii) net satışlar kira ve ortak alan gelirlerindeki %23,2'lik artış sayesinde %9,6 yükseldi ancak konut ve ofis satışları ise %7,9 oranında düştü; (iii) FAVÖK, 1,5y.p. marj genişlemesiyle %12,6 artış gösterdi (**normalize edilmiş gelir tablosu için sayfa 2'ye bakınız**). Tahminlerimizle sapmalar ise üç başlıkta öne çıktı: (i) yeni yıl ücret artışlarının etkisiyle kira ve ortak alan gelirlerinde daha düşük brüt kâr marjı; (ii) konut satışlarında daha düşük brüt kâr marjı; ve (iii) tahminlerimizdeki parasal kazanç hesabında muhasebe hatası yapmış olmamız.

Net nakitten ertelenmiş gelir etkisini çıkardığımızda, 142 milyon TL net borç hesaplıyoruz. Avrupakent GYO, yatırım amaçlı gayrimenkul satın alımına ilişkin 1,2 milyar TL'lik nakit çıkışıyla birlikte, reel bazda çeyreklik %47 düşüşle 619 milyon TL (~%3 piyasa değeri) net nakit kaydetmiştir. Ertelenmiş gelirler, reel bazda çeyreklik %28 artışla 761 milyon TL (~%4 piyasa değeri) olarak gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü 2025 yılının ilk çeyreği itibarıyla 8,2 milyar TL'ye ulaştı. Yeni getirilen vergi düzenlemeleri, GYO'ların yasal ve TFRS finansalları arasındaki geçici zaman farkları nedeniyle ertelenmiş vergi kaydetmesine neden oldu. Avrupakent GYO'nun ertelenmiş vergi yükümlülüğü 8,2 milyar TL'ye (~piyasa değerinin %40'ı) yükseldi ve çeyrek bazda %1 artış göstermiş oldu. Yeni getirilen GYO vergi düzenlemelerinin dikkatli bir şekilde yorumlanması gerektiğini düşünüyor ve iki önemli hususu vurgulamak istiyoruz. **İlk olarak**, yasal vergi oranı temettü dağıtmayanlar için %30, temettü dağıtanlar için %10 iken, 2025 yılının ilk çeyreği itibarıyla ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 vergi oranı varsayımıyla kaydedilmiştir. **İkinci olarak**, ticari GYO'lar kira getirili gayrimenkulleri uzun vadeli olarak portföylerinde 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 olmadan nakit çıkışı ile sonuçlanmasını beklemiyoruz.

Yorum: Modelimizi en son makro varsayımlarımızla güncelledik ve iskonto periyodunu bir çeyrek ileriye taşıdık. Risksiz faiz oranı varsayımımızdaki 400 baz puanlık artışın etkisiyle 12 aylık hedef fiyatımızı 78 TL'den 75 TL'ye düşürürken, önerimizi "Nötr"den "Endeks Üzerinde Getiri"ye yükselttik. Hisse, NAD hesaplamamıza göre şu anda 0,6x PD/NAD seviyesinde işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre	
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç
Net Satışlar	809	4,792	-83%	1,661	-51%
FAVÖK	446	4,136	-89%	1,219	-63%
FAVÖK Marjı	55.2%	86.3%	-3115 bps	73.4%	-1821 bps
Net Kar	222	4,642	-95%	-2,575	-109%

Endeks Üzerinde Getiri
(önceki Nötr)

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

Bloomberg Kodu	AVPGY TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri (önceki Nötr)
Hedef Fiyat, TL	75.00 (önceki 78.00)
Güncel Fiyat, TL	50.90
Getiri Potansiyeli	47%
Halka Açıklık Oranı	25%
Piyasa Değeri, mn TL	20,360

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

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	3,083	7,453	6,297	7,898
FAVÖK, mn TL	1,699	6,034	4,035	5,351
Net Kâr, mn TL	3,261	7,381	6,869	9,567

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-3,713	-1,057	-4,488	-8,572
Net Borç/FAVÖK	-2.2	-0.2	-1.1	-1.6

Kârlılık

FAVÖK Marjı	55.1%	81.0%	64.1%	67.7%
Net Marj	105.8%	99.0%	109.1%	121.1%
Temettü Verimi	-	6.0%	9.7%	13.1%

Büyüme

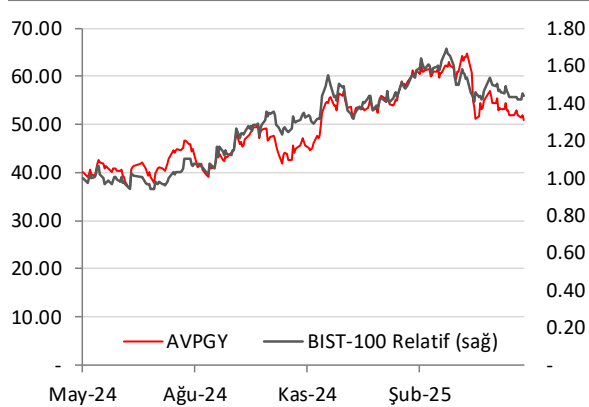
Ciro, y/y	26.2%	141.8%	-15.5%	25.4%
FAVÖK, y/y	25.8%	255.2%	-33.1%	32.6%
Net Kâr, y/y	-56.0%	126.3%	-6.9%	39.3%

Değerleme Verisi

	2023	2024	2025T	2026T
F/K	5.3	2.5	3.0	2.1
FD/FAVÖK	8.0	2.9	3.9	2.2
FD/Ciro	4.4	2.4	2.5	1.5

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-7.4%	-15.3%	30.7%	-3.1%
BİST-100 Relatif	-1.5%	-5.9%	44.6%	5.0%
AOİH, mn TL	93	122	172	129



Piyasa verileri 30 Nisan 2025 tarihlidir.

Normalize Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	y/y
Net Satışlar	4,792	799	951	1,661	809	-83.1%
Takas	4,054	0	0	444	0	
Normalize Net Satışlar	738	800	951	1,217	809	9.6%
	0.92244					
Brüt Kâr	4,186	685	661	1,280	503	-88.0%
Takas	3,740	0	0	378	0	
Normalize Brüt Kâr	446	685	660	902	503	12.8%
Normalize Brüt Kar Marjı	60.5%	85.7%	69.5%	74.1%	62.2%	176bps
FAVÖK	4,136	657	629	1,219	446	-89.2%
Takas	3,740	0	0	378	0	
Normalize FAVÖK	396	658	629	840	446	12.6%
Normalize FAVÖK Marjı	53.7%	82.3%	66.1%	69.0%	55.2%	145bps
Net Kâr	4,642	5,966	89	-2,575	222	-95.2%
Takas	3,740	0	0	378	0	
Vergi Gideri	0	0	0	-3,170	-173	
Normalize Net Kâr	903	5,967	88	217	395	-56.2%
Normalize Net Satışların Mutabakatı	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	y/y
Konut & Ofis Satış	293	312	388	649	270	-7.9%
Kira & Ortak Alan	436	482	557	569	537	23.2%
Diğer	9	5	6	-1	3	-72.8%
Normalize Net Satışlar	738	800	951	1,217	809	9.6%
Normalize Brüt Kârın Mutabakatı	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	y/y
Konut & Ofis Satış	150	290	229	383	95	-36.9%
Kira & Ortak Alan	287	390	426	519	406	41.6%
Diğer	9	5	6	-1	2	-73.4%
Normalize Brüt Kâr Marjı	446	685	660	902	503	12.8%
Normalize Net Kârın Mutabakatı	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	y/y
FAVÖK	396	658	629	840	446	12.6%
Finansal Gelirler	246	95	69	130	93	-62.3%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-200	-480	-500	-137	-177	-11.4%
Diğer Gelirler / (Giderler)	460	5,694	-110	-616	33	-92.7%
Normalize Net Kâr	903	5,967	88	217	395	-56.2%
Kaynak: AK Yatırım, Şirket Verileri						

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	3M24 TTM	3M25 TTM
Satış Gelirleri	4,792	799	951	1,661	809	8,132	4,220
Brüt Kar	4,186	685	661	1,280	503	6,052	3,129
Operasyonel Giderler	53	27	34	62	60	258	183
Faaliyet Karı	4,133	657	627	1,218	444	5,794	2,946
FAVÖK	4,136	657	629	1,219	446	5,808	2,951
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	510	5,309	-538	-622	-49	707	4,100
Vergi Öncesi Kar	4,642	5,966	89	596	395	6,501	7,046
Vergi Geliri / (Gideri)	0	0	0	-3,170	-173	2,876	-3,343
Vergi Sonrası Net Kar	4,642	5,966	89	-2,575	222	9,377	3,703
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	4,642	5,966	89	-2,575	222	9,377	3,703
Büyüme (Yıllık)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	3M24 TTM	3M25 TTM
Satış Gelirleri	207.3%	-19.6%	-19.9%	43.3%	-83.1%		-48.1%
Operasyonel Giderler	-29.6%	-33.9%	-14.8%	-49.5%	12.1%		-28.9%
Faaliyet Karı	306.1%	24.1%	-28.7%	382.0%	-89.3%		-49.2%
FAVÖK	302.6%	24.3%	-28.6%	364.9%	-89.2%		-49.2%
Net Kar	936.7%	80.9%	-102.5%	-151.0%	-95.2%		-60.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	3M24 TTM	3M25 TTM
Brüt Kar Marjı	87.4%	85.7%	69.5%	77.1%	62.2%	74.4%	74.2%
Operasyonel Gider Marjı	1.1%	3.4%	3.6%	3.8%	7.4%	3.2%	4.3%
Faaliyet Kar Marjı	86.2%	82.3%	65.9%	73.3%	54.9%	71.3%	69.8%
FAVÖK Marjı	86.3%	82.3%	66.1%	73.4%	55.2%	71.43%	69.94%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	0.0%	0.0%	532.3%	43.7%	-44.2%	47.4%
Net Kar Marjı	96.9%	746.5%	9.3%	-155.0%	27.5%	115.3%	87.7%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-4.2%	-60.1%	-52.5%	-8.3%	-21.9%	-6.4%	-30.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-13.1%	529.8%	61.3%	64.8%	74.5%	-41.3%	153.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-53.1%	102.8%	97.4%	18.4%	-78.7%	-67.8%	33.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-15%	644%	93%	88%	135%	-58%	220%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.0%	-34.9%	-9.0%	-0.1%	0.2%	6.2%	-8.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-19.1%	483.2%	63.1%	21.9%	49.3%	-52.4%	123.8%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	3M24 TTM	3M25 TTM
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-630	4,234	583	1,077	603	-3,359	6,496
Düzeltilme Öncesi Kar	4,642	5,966	89	-2,575	222	9,451	3,703
Amortisman ve İtfa Payları	3	0	2	1	2	14	5
İşletme Sermayesindeki Değişim	-914	3,862	601	364	399	-4,261	5,225
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-4,362	-5,594	-109	3,286	-21	-8,563	-2,438
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,916	-3,413	344	-771	-1,239	-2,152	-5,079
Sabit Sermaye Yatırımları	0	279	86	2	-2	-507	365
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,916	-3,692	258	-773	-1,237	-1,644	-5,444
Serbest Nakit Akımı	-2,546	821	926	306	-637	-5,511	1,417
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	178	-640	-549	-38	93	5,780	-1,135
Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0	-118	0
Temettü	0	0	-974	-101	0	0	-1,075
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	178	-640	425	63	93	5,899	-59
Çevrim Farkları	-272	-44	-50	-56	-98	-561	-248
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-2,640	137	327	212	-642	-291	34
Bilanço (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25		
Dönen Varlıklar	7,409	6,156	6,236	9,829	8,874		
Nakit ve Nakit Benzerleri	337	518	895	1,163	619		
Finansal Yatırımlar	1,195	0	0	0	0		
Ticari Alacaklar	299	252	294	746	374		
Stoklar	4,767	4,632	4,471	7,314	7,167		
Diğer Dönen Varlıklar	2,005	754	575	607	714		
Duran Varlıklar	30,364	36,211	36,211	33,562	34,912		
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0		
Maddi Duran Varlıklar	380	100	99	97	96		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	1	1	1	1		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	27,007	33,350	33,350	33,463	34,814		
Diğer Duran Varlıklar	2,976	2,760	2,761	1	1		
Toplam Varlıklar	37,773	42,367	42,447	43,391	43,786		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	539	239	478	992	1,081		
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0		
Ticari Borçlar	299	133	214	316	190		
Ertelenmiş Gelirler	194	61	223	593	761		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45	44	42	83	129		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10	10	10	8,129	8,213		
Finansal Borçlar	0	10	0	0	0		
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0		
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	0	0	0	8,117	8,198		
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	9	0	9	12	15		
Özkaynaklar	37,224	42,117	41,959	34,270	34,492		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	37,224	42,117	41,959	34,270	34,492		
Azınlık Payları	0	0	0	0	0		
Toplam Kaynaklar	37,773	42,367	42,447	43,391	43,786		
Yatırım Sermayesi (IC)	36,897	41,609	41,074	41,236	42,086		
Toplam Borç	0	10	0	0	0		
Net Borç / (Nakit)	-1,532	-509	-895	-1,163	-619		
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2		
Net Borç / Özkaynaklar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	5	75	40	59	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.