

Avrupakent GYO

Endeks Üzerinde Getiri

FAVÖK'teki beklenti üzeri performans ve temettü netliği, ertelenmiş vergi kaynaklı net kar baskısını dengeliyor

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Avrupakent GYO (AVPGY; EÜG; 12A HF: 103 TL), 1Ç26'da 158 milyon TL net kar açıkladı (y/y: -%46); bu sonuç, beklentilerin üzerinde gerçekleşen ertelenmiş vergi gideri nedeniyle hem konsensüs hem de tahminimizdeki 300 milyon TL'nin önemli ölçüde altında kaldı. Gelirler, konut & ofis teslimatlarındaki %36'lık artış ve kira ve ortak alan gelirlerindeki %15'lik büyüme desteğiyle beklentilerle uyumlu şekilde 1.292 milyon TL olarak gerçekleşti (y/y: +%22). 701 milyon TL'lik FAVÖK (y/y: +%20), kira ve ortak alan gelirlerindeki güçlü brüt kar performansı sayesinde konsensüsün (648 milyon TL) ve tahminimizin (655 milyon TL) hafif üzerinde geldi. Güçlü ciro performansına karşın, konut & ofis teslimatlarından elde edilen brüt kardaki sert daralma nedeniyle FAVÖK marjı yıllık bazda 0,9 puan geriledi.

Net nakit, güçlü teslimat ile kira ve ortak alan gelirlerinin desteğiyle çeyreklik bazda iki katına çıkarak 1.596 milyon TL'ye ulaştı. Şirket, 1Ç26'da güçlü teslimat ve kira ve ortak alan geliri performanslarıyla 821 milyon TL net nakit yarattı.

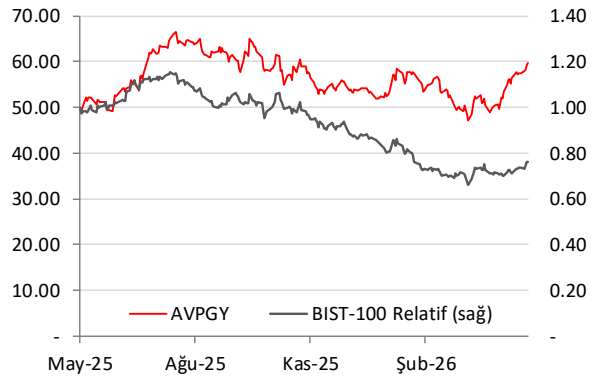
2.000 milyon TL temettü önerisi, %8,4 verimi işaret ediyor. Öneri, 15 Mayıs'taki genel kurul onayına sunulacak olup hisse başına 5,00 TL'ye karşılık gelmekte ve GYO'lara uygulanan indirimli kurumlar vergisi oranı için gereken %50 dağıtım eşiğini aşmaktadır. Ödeme, 3 Haziran ve 24 Haziran'da iki eşit taksit halinde gerçekleştirilecektir.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü yaklaşık 9.939 milyon TL'ye ulaştı (piyasa değerinin %41,6'sı); bu kalem iki açıdan dikkatli yorumlanmalıdır. Birinci olarak, yasal kurumlar vergisi oranı %30 olmakla birlikte, dağıtılabilir net karın en az %50'sini dağıtan GYO'lar için %10'a inmektedir. Buna karşın raporlanan ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 oran üzerinden hesaplanmakta; Avrupakent GYO'nun önerilen dağıtımının bu eşiği aştığı göz önüne alındığında, etkin vergi yükü olduğundan yüksek gösterilmektedir. İkinci olarak, ağırlıklı olarak uzun vadeli kiralık mülk portföyüne sahip ticari bir GYO olarak, söz konusu yükümlülüklerin büyük bölümü ancak varlık satışlarında somutlaşacaktır. Bu tür satışların gerçeğe uygun değerinin önemli ölçüde altında gerçekleşmesi beklenmediğinden, olası nakit vergi çıkışı mevcut NAV iskontosunun (~tahminlerimize göre %48) daralmasıyla eş zamanlı olarak ortaya çıkacak ve değerlendirme üzerindeki net etkiyi büyük ölçüde nötr kılacaktır.

Yorum: Net kardaki negatif sürpriz tamamen ertelenmiş vergi giderinden kaynaklanmaktadır. Bu durumun FAVÖK'teki beklenti üzeri performansı, güçlü nakit yaratımını ve yakın vadeli %8,4 temettü verimini gölgelemediğini düşünüyoruz. Piyasa tepkisinin hafif olumlu olmasını bekliyoruz.

Değerleme: Modelimizi 1Ç26 sonuçları ve güncel makro varsayımlarımızı yansıtabilecek şekilde güncelledik; iskonto dönemini bir çeyrek ileri taşıdık. 12 aylık hedef fiyatımızı 90 TL'den 103 TL'ye yükseltirken Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız, 12 aylık hedef hisse başına NAD değerlememiz olan 147 TL'ye uyguladığımız %30'luk hedef iskontoyu yansıtmaktadır.

Bloomberg Kodu	AVPGY TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	103.00 (önceki 90.00)			
Güncel Fiyat, TL	59.75			
Getiri Potansiyeli	72%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	23,900			
Firma Değeri, mn TL	22,304			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	6,838	6,198	6,689	7,519
FAVÖK, mn TL	2,648	3,414	4,536	5,749
Net Kâr, mn TL	1,609	3,798	6,125	9,612
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-775	-1,847	-3,405	-5,343
Net Borç/FAVÖK	-0.3	-0.5	-0.8	-0.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	38.7%	55.1%	67.8%	76.5%
Net Marj	23.5%	61.3%	91.6%	127.8%
Temettü Verimi	8.3%	8.4%	10.6%	13.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	-8.3%	-9.3%	7.9%	12.4%
FAVÖK, y/y	-56.1%	28.9%	32.9%	26.7%
Net Kâr, y/y	-78.2%	136.1%	61.3%	56.9%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	14.7	6.3	3.9	2.5
FD/FAVÖK	8.6	6.5	4.5	3.2
FD/Ciro	3.3	3.6	3.1	2.5
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	22.3%	5.3%	24.0%	14.9%
BİST-100 Relatif	6.9%	0.9%	-22.1%	-10.4%
AOİH, mn TL	59	65	68	66



Piyasa verileri 30 Nisan 2026 tarihlidir.

Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa	
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark
Net Satışlar	1,292	1,058	22%	1,687	-23%	1,300	-1%
FAVÖK	701	584	20%	493	42%	655	7%
FAVÖK Marjı	54.3%	55.2%	-0.9 ppt	29.2%	25.1 ppt	50.4%	3.9 ppt
Net Kar	158	291	-46%	-174	-191%	300	-47%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Tahmin Güncellemeleri							
	2025	Yeni			Eski		
		2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Özet Tahminler							
Net satışlar	6,838	6,198	6,689	7,519	6,042	6,488	7,292
y/y	-8.3%	-9.3%	+7.9%	+12.4%	-11.6%	+7.4%	+12.4%
FAVÖK	2,648	3,414	4,536	5,749	2,943	3,880	4,925
FAVÖK marjı	38.7%	55.1%	67.8%	76.5%	48.7%	59.8%	67.5%
Net kar	1,609	3,798	6,125	9,612	3,160	5,244	8,506
y/y	-78.2%	+136.1%	+61.3%	+56.9%	+96.4%	+66.0%	+62.2%
Tahminlerde Değişimler							
Net satışlar		+2.6%	+3.1%	+3.1%			
FAVÖK		+16.0%	+16.9%	+16.7%			
FAVÖK marjı		+6.4pp	+8.0pp	+8.9pp			
Net kar		+20.2%	+16.8%	+13.0%			
Hedef Fiyat & Öneri							
12A HF			103			90	
Değişim			+14.4%				
Öneri			Endeks Üzerinde Getiri			Endeks Üzerinde Getiri	
Değişim			↔				

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Satış Gelirleri	1,058	2,162	2,617	1,687	1,292
Brüt Kar	659	1,460	748	483	749
Operasyonel Giderler	78	40	32	-8	49
Faaliyet Karı	581	1,420	716	492	700
FAVÖK	584	1,419	719	493	701
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-64	954	-528	-1,296	68
Vergi Öncesi Kar	517	2,374	188	-804	769
Vergi Geliri / (Gideri)	-226	-1,053	749	630	-611
Vergi Sonrası Net Kar	291	1,321	937	-174	158
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	291	1,321	937	-174	158
Büyüme (Yıllık)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Satış Gelirleri	-83.1%	106.7%	110.2%	-22.4%	22.0%
Operasyonel Giderler	12.1%	11.2%	-28.5%	-110.4%	-37.2%
Faaliyet Karı	-89.3%	65.1%	-12.7%	-69.1%	20.5%
FAVÖK	-89.2%	64.9%	-12.7%	-69.1%	20.1%
Net Kar	-95.2%	-83.1%	704.8%	-94.8%	-45.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Brüt Kar Marjı	62.2%	67.6%	28.6%	28.6%	58.0%
Operasyonel Gider Marjı	7.4%	1.8%	1.2%	-0.5%	3.8%
Faaliyet Kar Marjı	54.9%	65.7%	27.4%	29.1%	54.2%
FAVÖK Marjı	55.2%	65.6%	27.5%	29.2%	54.3%
Efektif Vergi Oranı	43.7%	44.4%	-398.6%	78.3%	79.5%
Net Kar Marjı	27.5%	61.1%	35.8%	-10.3%	12.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-21.9%	4.1%	-19.3%	-25.0%	-11.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	62.4%	51.0%	41.0%	112.5%	48.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-90.8%	20.6%	40.6%	57.6%	48.9%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	113%	78%	149%	385%	89%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	49.3%	-18.7%	46.6%	7.1%	8.9%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	660	1,103	1,073	1,899	622
Düzeltilme Öncesi Kar	291	1,321	333	-174	158
Amortisman ve İtfa Payları	3	-1	3	2	1
İşletme Sermayesindeki Değişim	522	-404	1,219	120	115
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-156	187	-481	1,952	349
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,622	-657	-12	-927	9
Sabit Sermaye Yatırımları	-3	1	-2	-3	-3
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,619	-658	-10	-923	12
Serbest Nakit Akımı	-961	446	1,061	972	632
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	121	-692	-690	-1,084	1
Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0	0
Temettü	0	-762	-726	-868	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	121	70	36	-216	1
Çevrim Farkları	128	-7	-121	157	111
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-712	-254	251	46	743

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Dönen Varlıklar	11,613	12,011	9,896	7,688	7,370
Nakit ve Nakit Benzerleri	811	557	624	853	1,596
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	489	442	906	715	299
Stoklar	9,379	9,761	7,318	5,230	4,794
Diğer Dönen Varlıklar	935	1,251	1,048	890	681
Duran Varlıklar	45,687	47,174	47,183	48,415	48,418
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	126	126	126	125	127
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	3	3
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	45,559	47,038	47,048	48,286	48,286
Diğer Duran Varlıklar	1	9	9	1	1
Toplam Varlıklar	57,300	59,185	57,079	56,103	55,787
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,414	2,096	1,048	2,405	1,406
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	249	897	471	1,333	335
Ertelenmiş Gelirler	996	558	36	149	161
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	169	642	541	923	910
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,748	11,392	10,727	9,436	9,961
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	10,729	11,373	10,705	9,412	9,939
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	19	19	22	24	23
Özkaynaklar	45,138	45,697	45,304	44,262	44,420
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	45,138	45,697	45,304	44,262	44,420
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	57,300	59,185	57,079	56,103	55,787
Yatırım Sermayesi	55,076	56,532	55,407	52,845	52,785
Toplam Borç	0	0	0	0	0
Net Borç (NB)	-811	-557	-624	-853	-1,596
NB / S12A FAVÖK	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5
NB / Özkaynaklar	-1.8%	-1.2%	-1.4%	-1.9%	-3.6%
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	-811	-557	-624	-853	-1,596
KV ND / S12A FAVÖK	-0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5
YPP (Türev Korunma Dahil)	67	27	1	28	8

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 İnternet 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.