

Dikkat çeken varlık yapısı ve kira geliri. Sahip olduğu Akasya ve Akbatı AVM ile yüksek kira gelirlerine sahip olan şirket, aynı zamanda cadde mağazacılığı faaliyetleri ile perakende sektörünün tam merkezinde faaliyet göstermektedir. Kiraya verdiği gayrimenkullerin mağaza doluluk oranları %99'un üzerinde olan şirket; enflasyon karşısında gelirlerini korumanın yanında, perakende sektörünün yakaladığı ivmeden de yararlanmaktadır. Şirketin kuruluş amacı, sürdürülebilir şekilde kira geliri elde edip temettü dağıtmak olduğu gibi gayrimenkul sektöründe çıkabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirmektir. Şirket 2023 yılının ilk altı ayında Akasya'dan 464,4mn₺, Akbatı'dan 197,6mn₺, diğer varlıklarından (Erenköy-Boyner) ise 20,6mn₺ olmak üzere 682mn₺ kira geliri elde etmiştir. Kira gelirlerinin yıldan yıla enflasyonun ve kur artışının üzerinde %92 büyümesi dikkat çekmektedir.

Bir borçtan kurtulma hikayesi. Akış GYO, 2018 yılında ticari kira sözleşmelerinin de zorunlu Türk lirasına dönüştürülmesi sonrası 2018 yılı sonunda 258mn₺ seviyesinde döviz açık pozisyonla karşı karşıya kalmıştır. O dönemden bugüne Amerikan doları bazlı kira gelirleri kur artışının gerisinde kalmış, şirket yeni yatırımlar için fırsat bulamamış, tümüyle borç ödemeye ve açık pozisyonu azaltmaya odaklanmıştır. Yine aynı dönemde (2020-2021) tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 pandemisi, şirketin gelirlerine sektöre uğratmıştır. Günümüze geldiğimizde, 14 Ağustos 2023 itibarıyla şirketin döviz açık pozisyonu 46mn₺'a (türev dahil 24mn₺) gerilemiştir. Bu süreçte gerek varlık satışları, gerek şirketin olağan nakit akışı, gerek türev ürün kullanımı gerekse de bir kısım borcun TL'ye dönülmesi suretiyle şirket 212mn₺ seviyesinde döviz açık pozisyonu kapatmıştır. 2023/6 itibarıyla tüm para cinsi net borç tutarı 113mn₺ olan şirketin, 2025 yılının ilk yarısında net nakit pozisyona geçebileceğini öngörüyoruz.

Şirketin mevcut varlıkları ve gelir projeksiyonlarını düşündüğümüzde, ciddi bir borçtan kurtulma (deleveraging) hikayesi yazdığını düşünüyoruz.

Geçmişten ışık tutan temettü potansiyeli. Şirket 2020 yılı öncesi, 2015-2019 yılları arasında ortalama 23,4mn₺ seviyesinde ortaklarına temettü dağıtımını gerçekleştirmiştir. Geçtiğimiz birkaç yıl içerisinde kur artışının yanı sıra Covid-19 salgın döneminden itibaren borç azaltma stratejisine sadık kalmak ve şirketin nakit akışını güçlü tutmak gibi sebeplerden ötürü şirket geçtiğimiz birkaç yıl içerisinde temettü dağıtımını gerçekleştirememiştir. Bugünkü mevcut piyasa değeri göz önüne alındığında, geçmiş temettü ortalaması %7,7 temettü verimine işaret etmektedir. Şirketin 2025 yılı itibarıyla yeniden temettü dağıtmaya başlayabileceğini tahmin ediyoruz.

Cazip değerlendirme. Değerlemede kullandığımız hedef net aktif değer ve indirgenmiş nakit akımları analizine göre ortalama %76 yukarı potansiyel hesaplıyor, şirketi hem gelir projeksiyonlarına hem emsal şirketlere göre ucuz buluyoruz.

Yeni yatırım fırsatları. Yakın vadede borç yükünün ciddi azalmış olması, yeni projeler için fırsat penceresi aralıyor. Şirketin halihazırda İstanbul/Beykoz bölgesinde 16.000 m² satın alma ve 24.000 kat karşılığı arsa portföyü imar planları onayını bekliyor. Londra'da ise 48 dairelik konut projesinin izin süreçlerinin tamamlandığını not etmek gerekiyor.

Riskler. En yakın riski yakın vadede parasal sıkışmaya bağlı yavaşlayan perakende sektörünün etkisi olarak görüyoruz. Bunun yanında kiralarla ilgili yeni regülatif değişiklikler kayda değer olabilir. Ayrıca şirketin varlıklarının duran varlık ve İstanbul'da bulunması sebebiyle doğal afet riskini de belirtmek gerektiğini düşünüyoruz.

TAVSİYE

GÜÇLÜ AL

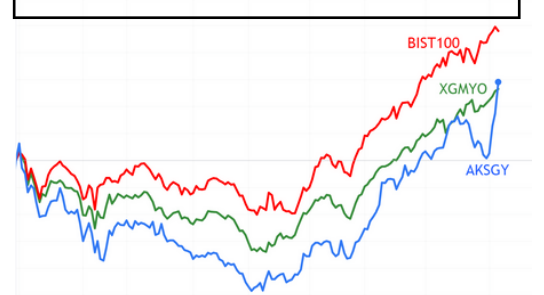
Hisse Fiyat	TL 10.13
12 Aylık Hedef Fiyat	TL17,47
Getiri Potansiyeli	%72
Hisse Kodu	AKSGY
Piyasa Değeri (mn TL)	8,154
Firma Değeri	11,097
Hisse Sayısı (mn adet)	805
Halka Açıklık Oranı	%44,65
Günlük Ortalama İşlem (3 aylık-mn TL)	56

Fiyat Performansı	1M	3M	12M
BIST -100'e göre	13,8%	22,4%	-4,5%
Nominal (TL)	25,3%	86,2%	153%
Nominal (USD)	26,2%	48,7%	64,2%

Tahminler (TLmn)	2022	2023T	2024T
Satışlar	879	1501	2330
FAVÖK	594	1008	1530
Net Kar	5563	9516	9542

Değerleme	2022	2023T	2024T
PD/DD	0,64	0,40	0,27
Düzeltilmiş FK	-	-	5,93
FD/FAVÖK	15,9	10,04	5,72
Temettü Verimi (%)	0%	0%	0%

Fiyat Grafiği



2023 Şubat Mart Nisan Mayıs Haziran Temmuz Ağustos Eylül

Şirket Tarihçesi

Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi "Akiş GYO" 22 Kasım 2005 tarihinde, Akiş Gayrimenkul Yatırımı A.Ş. unvanıyla, İstanbul Türkiye'de kurulmuştur. Şirketin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşümü 24 Mayıs 2012 tarihinde ilan edilmiştir. Şirket, Akkök Şirketler Topluluğuna dahil olup, Şirket'in hâkim ortağı Akkök Holding A.Ş.'dir. Şirketin hisseleri 9 Ocak 2013'ten beri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Şirket'in 17 Ağustos 2012 tarihinde yapılan Yönetim Kurulu toplantısında, Ak-AI Gayrimenkul Geliştirme ve Tekstil Sanayii A.Ş. ("Ak-AI") devralma suretiyle birleşmesine karar verilmiştir.

Şirket'in yine 8 Eylül 2016 tarihinde almış olduğu karar doğrultusunda Saf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Saf GYO")'nın tüm aktif ve pasifinin bir bütün halinde Akiş GYO tarafından devralınması suretiyle, Saf GYO ile Akiş GYO bünyesinde birleşmesine karar verilmiş olup, söz konusu birleşme işlemi Şirket'in 28 Aralık 2016 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul toplantısında onaylanmıştır. Birleşme sonrası şirket aktifleri ve özkaynakları sırasıyla 4mrl ve 2,4mrl'ye ulaşmıştır.

Ortaklık Yapısı

Şirketin hakim ortağı Akkök Holding'dir.

Şirketin ödenmiş sermayesi 805mn olup halihazırda %44,65'lik kısmı Borsa İstanbul'da fiili dolaşım halindedir. Şirket aktif bir geri alım programı yürütmekte, geri alınan payların toplam sermayeye oranı ise 2023/6 itibarıyla %0,79 seviyesindedir.

Varlık Yapısı- Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller & Stoklar

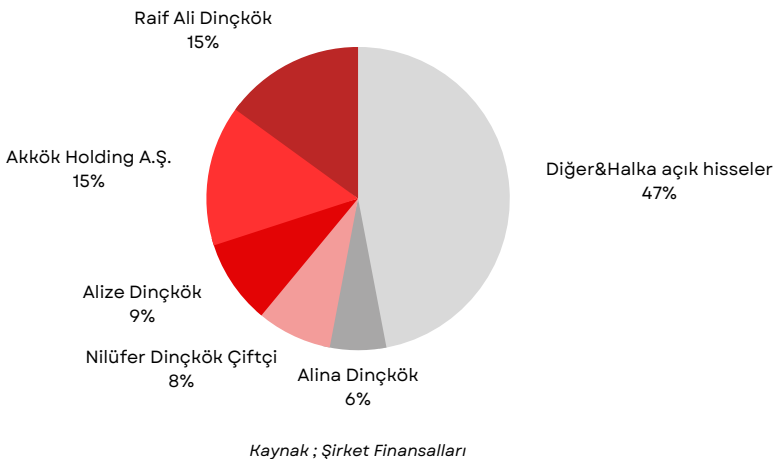
Şirketin en son 2023/6 tarihinde yeniden değerlendirilmiş varlık portföyünün %98'ini oluşturan varlıklar sırasıyla;

- Akasya Alışveriş Merkezi (Açılış Mart 2014) – Kiralanabilir Alan 80.322 m²
- Akbatı Alışveriş Merkezi (Açılış Eylül 2011) – Kiralanabilir Alan 64.211 m²
- Erenköy Binası-Boyner (Açılış Eylül 2021) – Kiralanabilir Alan 7.792 m² olmak üzere toplam 152.325 m² kiralanabilir alana sahiptir.

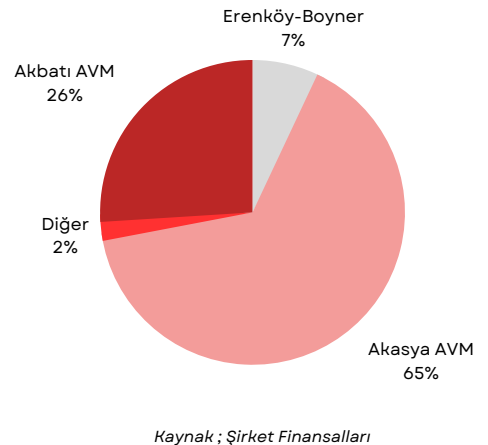
Geri kalan %2'lik kısım, şirketin konut ve rezidans geliştirme planları dahilinde kısmen kat karşılığı sözleşme imzaladığı kısmen de satın aldığı Beykoz arsalarıdır. Söz konusu varlıklar, finansal tablolarda UFRS gereği stoklar kalemi altında muhasebeleştirilmiş olup, maliyet esaslı kayıtlıdır. Projelerin ilerlemesi-sonlanması bu varlıkların gerçek değerlerinin ortaya çıkması açısından önem teşkil etmektedir.

Şirketin ayrıca özkaynak yöntemi ile muhasebeleştirdiği, %51 oranında iştirak ettiği "WGM London Developments L. P." adlı bir iş ortaklığı bulunmaktadır. Bahsi geçen iştirak, Londra'da gayrimenkul yatırımı yapmak üzere kurulmuş olup 48 dairelik konut projesinin izin süreçleri tamamlanmış durumdadır.

AKİŞ GYO Sahiplik Oranı



Varlık Dağılımı

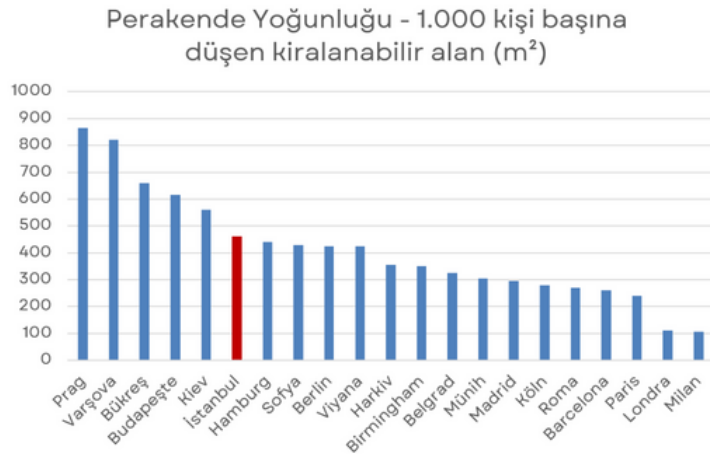


Alışveriş Merkezi Sektörü ve Şirketin Sektördeki Konumu

Türkiye'de AVM sektörü, perakendenin büyümesiyle beraber özellikle son 20 yılda ciddi gelişim göstermiştir. Tüketim alışkanlıkları ve gelir değişiklikleri sektörü doğrudan etkilese de son yıllarda talebin nispeten canlı kaldığı gözlemlenmektedir. Sektördeki bazı oyuncular için maliyet artışları zorluk yaşatmakta ve karlılığı baskılamaktadır. E-ticaretin yaygınlaşması ve bölgesel doygunluk, sektörün şekillenmesine neden olmaktadır. Bu sebeple yeni yatırımlar ve cazibe noktaları oluşturulması kaçınılmaz hale gelmektedir.

Türkiye'de halihazırda 452 adet aktif alışveriş merkezi olup, 39 adet ise inşaat halindedir. Toplam kiralanabilir alan 2023 yılı itibariyle 14mn m² olup, 2024 yıl sonunda tamamlananlar ile 15,2mn m²'ye ulaşması beklenmektedir. Yurtdışındaki şehirler ile kıyaslandığında 1.000 kişi başına düşen perakende yoğunluğu genel olarak düşük kalsa da İstanbul gibi bazı lokasyonlarda yoğunluk dikkat çekmektedir.

Aşağıdaki grafiklerde Avrupa'daki büyük şehirlerin yine aynı endeks bakımından kıyaslamasını ve JLL'in raporuna göre Türkiye'deki dağılımı görmekteyiz;



Kaynak: RegioData Research, Nisan23

Mevcut		Aktif AVM adedi	İnşaat halinde ve 2024'e kadar tamamlanması beklenen	Toplam
İstanbul	Adet	135	16	151
	Kiralanabilir Alan (m ²)	5,219,106	445,116	5,664,222
Ankara	Adet	43	4	47
	Kiralanabilir Alan (m ²)	1,653,770	148,850	1,802,620
Diğer	Adet	274	19	293
	Kiralanabilir Alan (m ²)	7,134,936	597,100	7,732,036
Türkiye	Adet	452	39	491
	Kiralanabilir Alan (m ²)	14,007,812	1,191,066	15,198,878

Perakende Yoğunluğu - 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alan (m²)

İstanbul	329
Ankara	288
Diğer	113
Türkiye	165

Kaynak: JLL, GYODER

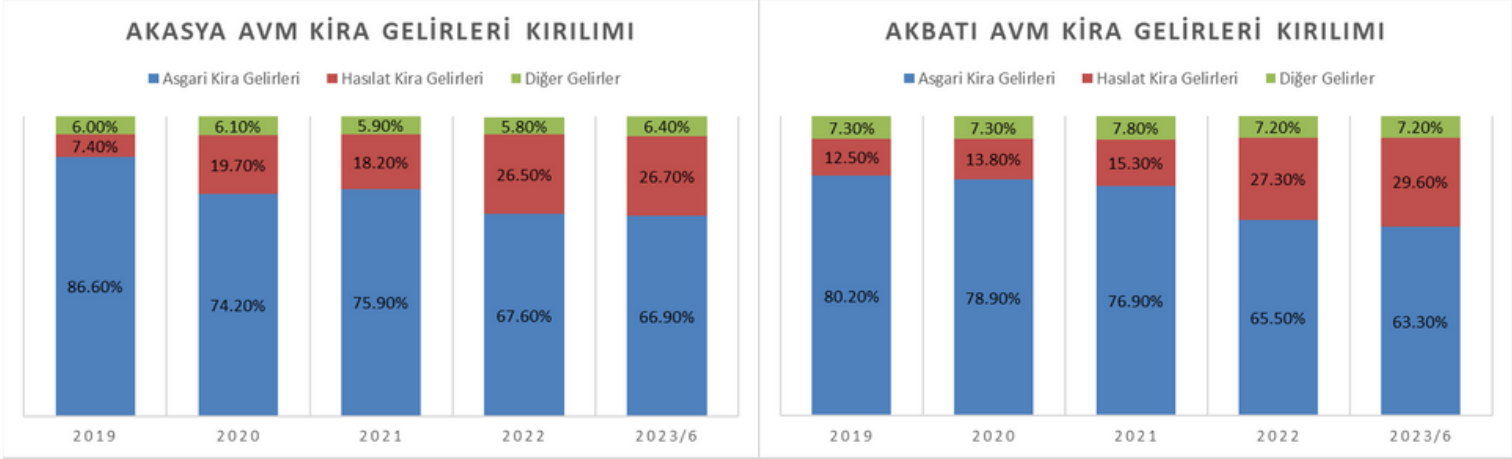
Akiş GYO, gelirlerini büyük oranda (~%90) sahip olduğu alışveriş merkezlerindeki kiracılarından elde etmektedir. Dünya çapında bilinirliği yüksek olan yerli ve yabancı kiracılar, şirketin AVM'lerinde uzun süreli kiracı pozisyonunda bulunmaktadır. 2018 Ekim öncesi döviz bazlı kira anlaşmaları yapabilen şirket, o yıldan sonra regülasyonlar çerçevesinde kira anlaşmalarını Türk lirası cinsine çevirmiştir. AVM yatırımlarının sektör genelinde ortalama %50-70 civarında uzun vadeli döviz cinsi finansman ile yapılması ayrıca yatırımın da yaklaşık 10-11 yılda geri dönmesi söz konusudur. Döviz cinsi uzun vadeli finansman ve güçlü özkaynak gerektiren AVM yatırımı, kira gelirlerinin ancak Türk lirası cinsinden sağlanabilmesi sebebiyle son dönemde oldukça güçleşmiştir. Bu durum halihazırda var olan ve yatırımlarını tamamlamış sektör oyuncuları için rekabet avantajı yaratmaktadır.

AVM Yatırım Döngüsü



Toplam Yatırım Geri Dönüş Süresi 10-11 Yıl

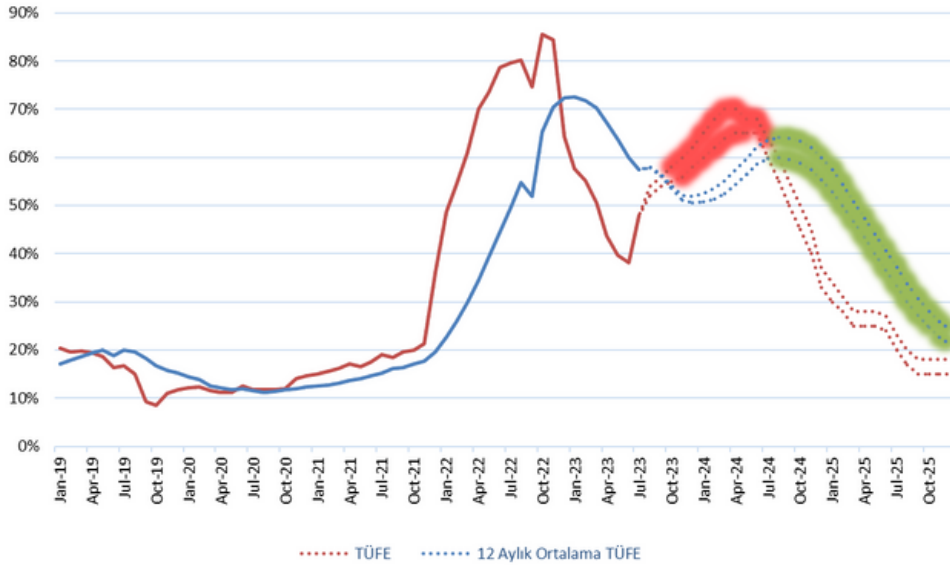
Şirketin iki AVM'si Akbatı 2011 ve Akasya 2014'te olmak üzere kapılarını ziyaretçilerine açmış, şirket özellikle Akasya'nın borçları devam ederken döviz kira gelirlerinden sektörün her oyuncusu gibi mahrum kalmıştır. Şirket o günden bugüne, yıllık periyotlarda Türk lirası cinsi belirlediği kira tutarlarını 12 aylık enflasyon ortalaması (12ATUFE) ile güncellemiş, ek olarak şirketin kiralama işleminin en başında yapmış olduğu hasılat kira payı anlaşmaları ile gelirlerini desteklemiştir. Ayrıca dönem dönem sözleşme iyileştirmeleri kapsamında bazı kiracılarla karşılıklı iyi niyet anlaşması çerçevesinde kira bedelleri piyasa koşullarına göre güncellenmiştir. Şirketin 2023/6 itibarıyla elde ettiği kira gelirlerinin %65'i asgari kira gelirlerinden, geri kalan %35'lik kısım ise hasılat payı ve diğer gelirlerden oluşmaktadır.



Kaynak: Şirket Yatırımcı Sunumu

Şirket kira gelirlerini geçtiğimiz on iki ayda, düşük faiz oranları ve güçlü turizm ile canlanan perakende sektörünün yanı sıra düşüşe geçen enflasyonun da katkısıyla Amerikan doları bazında ciddi artış kaydetmiştir. Özellikle enflasyonun düşüşe geçtiği dönemler; geçmiş 12 aylık enflasyon ortalamasının, açıklanan son enflasyon rakamının üzerinde seyretmesi sebebiyle asgari kira gelirlerini destekler niteliktedir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, geçtiğimiz ay düzenlenen bu seneki 3. enflasyon beklentileri raporunda, enflasyonun özellikle son kur atağı sonrası önümüzdeki yıl mart ayına kadar yeniden yükselişe geçeceğini öngörmüş ve 2023- 2024 yıl sonu beklentilerini sırasıyla %58 ve %33 seviyelerine güncellemiştir.

TCMB'nin çizdiği patika doğrultusunda, şirketin kira gelirlerinin önümüzdeki 9-12 ayda hem ortalama enflasyonun yıllık enflasyonun altında kalacak olması hem de perakende sektöründe faiz artışlarına bağlı beklenen yavaşlama nedeniyle artış miktarının enflasyona paralel hareket etmesini bekliyoruz. Fakat yine TCMB'nin çizdiği yol doğrultusunda 2024 Haziran-2025 Haziran periyodunda, enflasyonun düşüşe geçeceğini ve ortalama enflasyonun görece yukarı seviyelerde kalmasına bağlı olarak şirket gelirlerinde güçlü büyüme öngörüyoruz.



Kaynak: TCMB 2023 Yılı 3.Enflasyon Beklenti Raporu

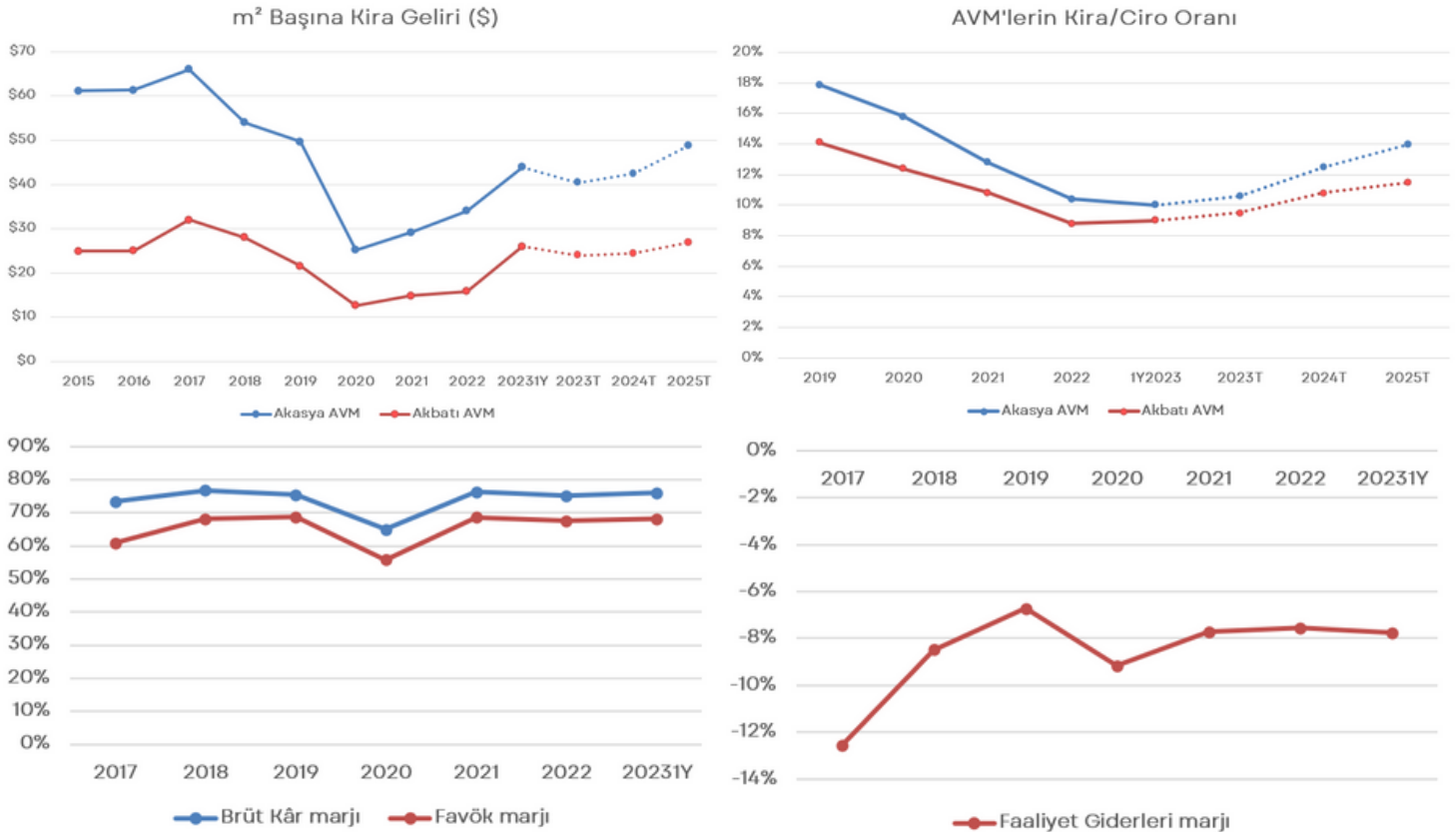
AVM'lerden sağlanan kira gelirlerinin geçmiş verilere göre gelişimi incelendiğinde, m² başına sağlanan kira geliri Amerikan doları bazında halen geçmiş seviyelerin altında bulunmaktadır. 2018 dönemi öncesinde Akasya AVM m² başına 60\$'ın üzerinde gelir elde ederken, yine aynı dönemde Akbatı AVM 25\$'ın üzerinde kira geliri elde etmekteydi. O dönemden sonra gelirler, döviz kurundaki gelişime bağlı olarak kur artışının gerisinde kalmış; özellikle pandemi döneminde sırasıyla 25\$ ve 12\$ seviyelerine kadar gerilemiştir. 2023 yılının ilk altı ayında ise hem perakende sektörünün ivmesi hem de yıldan yıla kur artışının sınırlı seviyede kalması sebebiyle gelirler iki AVM için yine sırasıyla m² başına 44\$ ve 26\$ seviyelerine erişmiştir.

Bu duruma paralel olarak şirketin kira gelirleri, kiracıların elde ettiği toplam ciro ile kıyaslandığında geçmişte(2019) bu oran Akasya için %18, Akbatı için %14 seviyesindeyken; 2023'ün ilk altı ayında aynı oranlar sırasıyla %10 ve %9 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin "Asgari kira + Hasılat payı" gelir modeli çerçevesinde bu oranın daha aşağı seviyelere düşmesini en azından önümüzdeki yıllar için beklemiyoruz.

Bu veriler dikkate alındığında Akbatı'nın 2018 öncesi seviyelere ulaşmış olduğunu gözlemlerken Akasya'nın halen önemli bir miktar geride olduğunu gözlemliyoruz. Bizim görüşümüze göre Akasya'nın 2024 Mart ayında 10. yılını dolduracak olması ve kira sözleşmelerinde revizyon imkanıyla bu durum yukarı yönlü potansiyel yaratmaktadır. Türk Borçlar Kanunu ve ilgili diğer mevzuat uyarınca kira sözleşmelerinde, 5 yıllık sürenin ardından tüketici fiyat endeksindeki on iki aylık ortalamalara göre değişim oranı, kiralananın durumu ve emsal kira bedelleri göz önünde tutularak hakim tarafından hakkaniyete uygun biçimde kira güncellemeleri yapılabilmektedir. Kiraya veren tarafından ise, kira sözleşmesinin süresinin bitimini takip eden 10 uzama yılının ardından piyasa koşullarına göre güncelleme yapılabilmektedir. Önemli kiracıların görece erken girişli ve büyük yer tuttuğu düşünüldüğünde söz konusu durumun önemi daha da fark edilmektedir.

Kira artış oranlarındaki sınırlamalara rağmen Akış GYO etkin maliyet yönetimini benimsemiş ve yıldan yıla maliyetlerini kontrol altında tutmayı başararak karlılık metriklerini korumuştur. Geçtiğimiz yıllarda şirketin favök marjı %65 seviyelerinde görece stabil bir seyir izlemiştir.

Önümüzdeki 2-3 yıllık periyotta, şirketin kira gelirlerinin mevcut seviyelerden daha yukarıda olacağını öngörüyor, maliyet yönetimi tarafında özellikle enerji tüketimi kaynaklı iyileştirmelerin de desteğiyle FAVÖK marjında yukarı potansiyelin olduğunu düşünüyoruz.



Kaynak: Şirket Yatırımcı Sunumu

Diğer Operasyonlar - Cadde Mağazacılığı ve Konut Geliştirme Projeleri

Akiş GYO, 2015-2017 yılları arasında, gelirlerini artırmak ve çeşitlendirmek amacıyla cadde mağazacılığı konsepti üzerine projeler geliştirmiştir. Bağdat caddesi stratejik konum olarak belirlenmiş, dört ayrı lokasyonda apartman binalar inşa edip güçlü ve sürdürülebilir kira geliri elde etmek hedeflenmiştir. İki Suadiye, biri Caddebostan, bir diğeri de Erenköy'de olmak üzere bu binalar 2017-2019 yıllarında faaliyete geçmek üzere planlanmıştır. Nitekim 2018 döneminden sonra bahsi geçen arsalar ve yapılar borçluluğu azaltmak amacıyla ilgili dönemdeki cari piyasa değerlerinin üzerinden satılmış, halihazırda yalnızca 2021 Ocak'ta Boyner'e 15 yıllığına kiralanmış Erenköy Binası şirket varlıkları arasındadır. AVM'lerde uygulanan gelir modelinin bir benzeri, asgari kira ve hasılat primi modeli burada da geçerlidir. Toplam kiralanabilir alan 2023/6 tarihi itibarıyla 7792 m²'dir.

Şirketin varlıkları arasında değer olarak en küçük paydayı kaplayan Akasya Sosyal Tesisler ve Akasya Ofis gayrimenkulleri de Erenköy Binası ile birlikte diğer kira gelirleri başlığı altına dahil edilmiştir. Söz konusu varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı son değerlemeler dikkate alındığında %1'in altındadır. 2023'ün ilk altı ayında şirketin bahsi geçen diğer gayrimenkullerinden elde ettiği kira geliri 20,6mn₺ seviyesindedir.

Daha önce de belirttiğimiz gibi, şirketin konut ve rezidans geliştirme planları dahilinde kat karşılığı sözleşme imzaladığı Beykoz arsalarının yanı sıra %51 oranında iştirak ettiği "WMG London Developments L. P." adlı bir iş ortaklığı Londra'da gayrimenkul yatırımı yapmak üzere kurulmuş olup 48 dairelik konut projesi üzerine çalışmaktadır.

Borçluluk ve Temettü

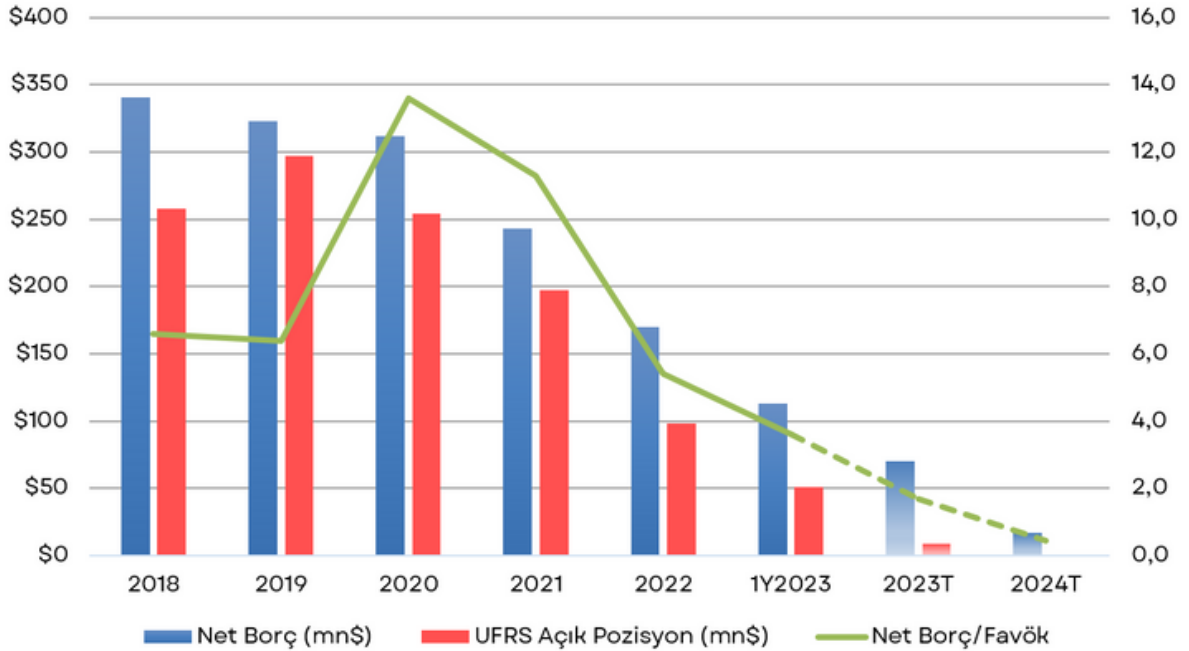
Şirketin 2018'den bu yana temel stratejisi borç azaltma ve döviz açık pozisyonu kapatmak olmuştur. 2018'de 341mn₺ net borç ve 258mn₺* döviz açık pozisyon taşıyan şirket, 2023/6 tarihi itibarıyla 113mn₺ net borç ve 51mn₺* döviz açık pozisyon taşımaktadır. 14 Ağustos 2023 itibarıyla şirketin döviz açık pozisyonu 46mn₺'a (türev dahil 24mn₺) gerilemiştir.

*Türev hariç pozisyonu temsil etmektedir.

Şirket halka arz olduğu 2013 yılından 2019 yılına kadar(2014 hariç) istikrarlı temettü dağıtmış, daha sonrasında özellikle pandemi döneminde düşen gelirlere istinaden nakit akışını güçlü tutmak ve net zarar** pozisyonunda olması sebebiyle herhangi bir temettü dağıtımını gerçekleştirmemiştir. Şirketin 2024 yılında yeniden net kâr pozisyonuna geçeceğini öngörüyor, 2025 yılı itibarıyla temettü dağıtabileceğini düşünüyoruz.

**VUK'a göre

Not: Şirket bir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'dır ve kurumlar vergisinden muaftır. Aynı şekilde temettü dağıtım esnasında kesilen stopaj oranı halihazırda %0'dır.



Kaynak: Şirket Finansalları

	Akasya AVM	Akbatı AVM	Erenköy-Boyner	Akasya Sosyal Tesisler	Akasya-Ofis	Toplam
Toplam Kiralanabilir Alan(m2)	80.322	64.211	7.792	3.990	300	156.615
Doluluk Oranı	99,40%	99,50%	100%	-	-	-
Son değerlendirme	₺9.749.000	₺3.930.000	₺1.020.550	₺79.040	₺30.770	₺14.809.360
Değerlemeye göre 2023 kira	₺800.000	₺362.000	₺46.514	₺4.767	₺1.153	₺1.214.434
Kapitalizasyon oranı %	6,0%	6,0%	5,0%	5,5%	3,7%	-
İskonto Oranı	22%	22%	23%	-	-	-
						Ağr. Ortalama
m2 başına kira (₺)	₺829,99	₺469,81	₺497,45	₺99,56	₺320,28	₺646,19
m2 başına kira (\$)	\$34,58	\$19,58	\$20,73	\$4,15	\$13,34	\$26,92

Son değerlendirme raporlarına göre* varlıkların bazı önemli metrikleri

ESG ve Sürdürülebilirlik

Akiş GYO, 2023/06 itibariyle Borsa İstanbul sürdürülebilirlik endeksindeki tek gayrimenkul yatırım ortaklığı şirkettir. Şirket ayrıca katılım, kurumsal yönetim ve geri alım endekslerinde de yer almaktadır.

Şirket kurumsal ve operasyonel sürdürülebilirliğe son derece önem vermektedir. Örneğin Akbatı AVM açıldığından beri yıllık su ve elektrik tüketimi göz önüne alındığında bugün o tüketimin yaklaşık yarıya yakını tasarruf edilmektedir. Bu ve buna benzer örnekleri hem etkin maliyet yönetimi açısından hem de iş devamlılığı açısından önemli buluyoruz.

Şirket sürdürülebilirlik kapsamında birçok farklı kuruluş ile çalışarak birçok rapor yayımlamıştır. (Bknz. Sürdürülebilirlik Raporlamaları)

ESG kriterlerine uyumun önemi, dünyada bu alana gün geçtikçe daha fazla önem verilmesi ile anlaşılabilir. Şirket değerine yapacağı katkı ise dolaylı olarak şu şekilde anlatılabilir;

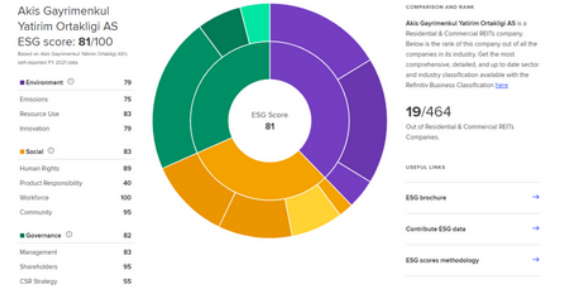
- Finansman şirketlerinin gelecek projeler doğrultusunda bu konuyu da dikkate alarak finansman bulunabilirliği ve maliyetini ayarlaması söz konusu olacaktır. Daha kolay bulunan ve daha düşük faizli krediler şirketin finansman ve sermaye maliyetini düşürmekte, projelerin daha hızlı geri dönüş sağlaması ve daha fazla değer yaratmasının kapılarını aralamaktadır.

Şirketin TCFD - Karbon ayak izi ölçümü konusunda da raporlaması bulunmaktadır. Bizim düşüncemize göre bu konu, özellikle sanayi kuruluşları için 2026'dan sonra çok daha önem kazanacaktır. AVM'lerin gayrimenkul sektörünün sanayii işletmeleri olarak atfedildiği benzetme hatırlanırsa şirketin bu konudaki duruşunu da dikkate değer buluyoruz.

Sürdürülebilirlik Raporlamaları



Refinitiv Sürdürülebilirlik Global Karşılaştırma



Kaynak: Şirket Yatırımcı Sunumu

Değerleme

- Kira geliri elde edilen varlıklar halihazırda şirketin toplam varlıklarının %99'unu oluşturmaktadır. Bu varlıkları değerlemek için Amerikan doları bazlı indirgenmiş nakit akımları yöntemini kullandık. Modellemeyi Türk lirası olarak yapmamamızın nedeni; Türk lirası cinsi tahvil faizlerinin mevcut piyasa koşullarında kullanıma uygun olmadığını düşünmemizdir. Kira faaliyet gelirlerinin serbest nakit akımına dönüşüm oranının yüksek olması nedeniyle şirket geçmiş yıllarda, faaliyet gelirlerinden daha fazla işletme faaliyetlerinden nakit üretmiştir. Bu çerçevede aşgari sermaye harcamalarını düşükten sonra düzeltilmiş faaliyet nakit akımını kullandık. Bu değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verdik.
- Bu modelde; terminal büyüme oranı varsayımı %0, terminal değerın FD/FAVÖK oranı 9,17x, terminal dönemin değere katkı seviyesi %47,62'dir.
- Yıl yıl ayrı sermaye maliyeti hesaplanmış, risksiz faiz olarak hazine eurobond getirileri dikkate alınmıştır. Şirketin 5 yıllık endekse göre aylık beta değeri 0,58 olup, bu oranı makul bulmamaktayız. Gelecek yıllarda şirket için optimal borç oranına göre kaldıraç kullandığımız beta değerini 0,8 olarak kullandık. Şirketin gelirlerinin öngörülebilir ve çoğu endüstriye göre stabil olması nedeniyle bu beta değerini makul buluyoruz. Hisse senedi risk primi olarak tahmin dönemi boyunca %6,5 oranı kullanılmıştır. Şirketin halihazırındaki borç stoğunun bir kısmının Türk lirası bir kısmının döviz olması nedeniyle bileşik borçlanma maliyetini %2'ler seviyesinde hesaplamaktayız. Bu durum Türk lirası borçların sabit faizli olan kısmının hem beklenen enflasyon hem de dolar kurundaki beklenen seviyelere göre reel anlamda negatif faizli olması kaynaklıdır. İlerleyen yıllarda ise borç maliyetinin risksiz faiz oranı seviyelerine yakınsayabileceğini öngördük.

Gelir projeksiyonu ile ilgili ön kabuller;

- Akasya AVM'nin önümüzdeki dönemde, özellikle 2024'ün ikinci çeyreğinden itibaren 10.yılına aşan kira sözleşmelerinin yenilenmesi ile birlikte 2025-2026 dönemine kadar peyderpey m² başına kira gelirinin 50\$ seviyelerinin üzerine çıkmasını bekliyoruz. Model projeksiyonunda Akbatı AVM ve Erenköy-Boyner içinse reel anlamda gelecek yıllarda daha stabil bir kira geliri öngördük. Şirketin bahsi geçen yapılarının bulunduğu bölgeler tekrar göz önüne alınırsa, tam doluluk oranının devam edeceğini, her üç yapının da hem bölge popülasyonu hem turist ilgisini uzun yıllar çekmeye devam edeceğini kanısladık.
- Alışveriş merkezi işletmeciliği sektörünün hem global hem yerel örneklerine baktığımızda, faaliyet kâr marjında %70 seviyelerinin yüksek seviyeler olduğunu görüyoruz. Şirketin favök marjı 2023 yılının ilk altı ayında %68,2 olarak gerçekleşmiş, ve bu oranı neredeyse tam doluluk ile sağlamıştır. Gelecek yıllarda şirketin tam dolulukla beraber %68 marjı sürdürebileceğini düşünüyoruz.

Hedef fiyat ile ilgili kabul;

- Hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatı Türk lirasına çevirirken halihazırındaki bir yıllık vadeli dolar kontratın fiyatını kullanmayı uygun gördük.

İndirgenmiş Nakit Akımları (\$)

	2021	2022	1Y2023	2Y2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Akasya AVM (\$)											
Toplam Kiralanabilir Alan (m2)	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322
m2 Başına Kira Geliri (\$)	\$29,19	\$34,03	\$43,94	\$40,42	\$42,45	\$48,81	\$51,25	\$51,25	\$51,25	\$51,25	\$51,25
Net Kira Gelirleri	\$28.135.390	\$32.802.194	\$21.175.580	\$19.481.534	\$40.911.221	\$47.047.904	\$49.400.299	\$49.400.299	\$49.400.299	\$49.400.299	\$49.400.299
Akbatı AVM (\$)											
Toplam Kiralanabilir Alan (m2)	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211
m2 Başına Kira Geliri (\$)	\$14,91	\$15,87	\$26,03	\$23,95	\$24,43	\$26,87	\$26,87	\$26,87	\$26,87	\$26,87	\$26,87
Net Kira Gelirleri	\$11.490.867	\$12.226.279	\$10.030.272	\$9.227.851	\$18.824.815	\$20.707.297	\$20.707.297	\$20.707.297	\$20.707.297	\$20.707.297	\$20.707.297
Diğer Varlıklar (\$)											
Net Kira Geliri	\$2.645.989	\$2.277.885	\$1.040.010	\$956.809	\$1.913.619	\$1.913.619	\$1.913.619	\$1.913.619	\$1.913.619	\$1.913.619	\$1.913.619
İndirgenmiş D.İFNA Analizi											
Toplam Kira Gelirleri (\$)	\$42.272.245	\$47.306.358	\$32.245.863	\$29.666.194	\$61.649.655	\$69.668.820	\$72.021.215	\$72.021.215	\$72.021.215	\$72.021.215	\$72.021.215
Favök Marjı	61,00%	65,00%	68,20%	67,00%	64,00%	68,00%	68,00%	68,00%	68,00%	68,00%	68,00%
Toplam Favök (\$)	\$25.786.070	\$30.749.133	\$21.991.678	\$19.876.350	\$39.455.779	\$47.374.797	\$48.974.426	\$48.974.426	\$48.974.426	\$48.974.426	\$48.974.426
İFNA konversiyon oranı	129,00%	44,66%	109,57%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
İFNA	\$54.531.553	\$21.128.610	\$35.331.372	\$19.876.350	\$39.455.779	\$47.374.797	\$48.974.426	\$48.974.426	\$48.974.426	\$48.974.426	\$48.974.426
Aşgari yatırım harcaması (-)			\$171.368	\$171.368	\$342.736	\$377.009	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710
D. İFNA			\$35.160.004	\$19.704.982	\$39.113.044	\$46.997.788	\$48.559.716	\$48.559.716	\$48.559.716	\$48.559.716	\$48.559.716
İskonto Oranı (AOSM)			6,76%	6,76%	9,49%	11,48%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%	10,90%
İskonto Faktörü			0,98	0,98	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48
İndirgenmiş D.İFNA			\$19.585.271	\$35.143.336	\$37.879.290	\$35.291.409	\$51.822.731	\$28.694.979	\$25.874.643	\$23.331.508	

Toplam Tahmin Yılı DİFNA	\$257.423.167	
Terminal DİFNA	\$449.306.661	
İnd. Terminal DİFNA	\$215.878.571	
Firma Değeri	\$453.301.738	
Projeler ve İş ortaklıkları	\$8.563.726	
Net Borç	\$113.000.000	
Geril Alınan Paylar (%10 İskonto)	\$3.048.544	
Piyasa Değeri	\$351.914.008	
Hedef Piyasa Değeri (12A)	\$382.887.838	
Odenmiş Sermaye	805.000.000	Hedef fiyat TL
Hisse Başı Hedef Fiyat	\$0,48	£17,59

Cari Hisse Fiyatı	£10,13
Odenmiş Sermaye	£805,00
Cari Piyasa Değeri	£8.154,65
Dolar kuru	£26,82
12A USD/TRY Vade	£36,99

AOSM	2Y2023	2024	2025	2026 - Terminal
Risksiz faiz oranı	8,00%	7,50%	7,00%	7,00%
Beta	0,80	0,80	0,80	0,80
Hisse senedi risk primi	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Ozkaynak Maliyeti	13,20%	12,70%	12,20%	12,20%
Ağırlıklı borçlanma maliyeti (\$)	2,10%	2,00%	5,00%	7,00%
Ozkaynak oranı	42,00%	70,00%	90,00%	75,00%
Borç oranı	58,00%	30,00%	10,00%	25,00%
Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	6,76%	9,49%	11,48%	10,90%

Terminal Büyüme Oranı	0%
Terminal FD/FAVÖK	9,17x
Terminal Değer Katkısı	47,62%

- Şirketin ciddi borç ödeme periyodunun sonu olabileceğini düşündüğümüz 2024 yılı sonuna kadar halihazırda var olan ve kira geliri elde edilen gayrimenkullerin toplam değerinin 30Mr₺ seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Bu değer, 2025 kira geliri projeksiyonumuz göz önüne alındığında kira verimi olarak %7,94 oranı ile geçmişle uyumludur.
- Şirketin konut geliştirme projeleri için 2023/6 tarihi itibarıyla olan defter değerini kullanmayı uygun gördük. İlgili projelerin uzun süredir planlamasının devam ettiği göz önüne alınırsa, süreçlerin olgunlaşması daha yukarıda bir değer oluşabileceğine işaret etmektedir.
- Şirketin yoğun döviz borcu olduğu dönemlerde her ne kadar daha yüksek net aktif değer iskontolarında işlem görmüş olsa da, 2024 sonu itibarıyla daha sağlıklı bir bilanço yapısı ve sürdürülebilir temettü potansiyeli ile birlikte azami %50 iskonto ile fiyatlanması gerektiğini düşünüyoruz. Daha düşük iskonto seviyeleri hedef fiyatımıza yukarı yönlü potansiyel oluşturmaktadır. Bu değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verdik.

Hedef Net Aktif Değer İskontosu (₺)

(bin ₺)	2022	2023/6	2023T	2024T
Akasya AVM	₺8.277.940	₺9.749.000	₺14.668.309	₺20.242.267
Akbatı AVM	₺3.225.101	₺3.939.000	₺6.081.357	₺8.027.391
Erenköy - Boyner	₺835.600	₺1.020.550	₺1.535.516	₺2.119.012
Caddebostan Arsa	₺226.100	-	-	-
Akasya Sosyal Tesisler	₺65.000	₺79.040	₺118.923	₺164.114
Akasya Ofis	₺25.000	₺30.770	₺46.296	₺63.889
Toplam Gayrimenkul	₺12.654.741	₺14.818.360	₺22.450.401	₺30.616.672
Çiftelhavuzlar Arsası	₺116.385	₺125.580	-	-
Beykoz Arsaları	₺68.842	₺68.842	₺68.842	₺68.842
Toplam Projeler	₺185.227	₺194.422	₺68.842	₺68.842
Net Borç	₺3.175.600	₺2.941.390	₺2.115.710	₺678.526
Diğer Varlıklar	₺140.923	₺242.858	₺364.287	₺546.431
Diğer Yükümlülükler	₺36.059	₺64.312	₺104.938	₺167.239
Gerçek Alınan Paylar (%10 iskonto)	₺40.014	₺48.517	₺69.228	₺115.380
Net Aktif Değer	₺9.809.246	₺12.298.455	₺20.732.111	₺30.501.560
Hedef NAD iskontosu				-50%
2024 Piyasa Değeri				₺15.250.780
12A hedef Piyasa Değeri				₺13.959.524
12A hedef Hisse fiyatı				₺17,34

Hedef NAD İskontosu - Hassasiyet tablosu

	-20%	-30%	-40%	-50%	-60%	-70%
12A Hedef Fiyat	₺27,75	₺24,28	₺20,81	₺17,34	₺13,87	₺10,40
Potansiyel	173,90%	139,66%	105,42%	71,18%	36,95%	2,71%

İNA değerlememiz sonucunda bulduğumuz 12 aylık hisse başı hedef değer 17,59₺ iken, Net aktif değer yöntemi ile hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef değer 17,34₺'dir. Yöntemlere verdiğimiz ağırlık (%50-%50) doğrultusunda hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef değer ise 17,47₺'dir.

06.09.2023 tarihi itibarıyla hissenin kapanış fiyatı 10,13₺ olup %72 yukarı potansiyel taşımaktadır.

İNA (%50)	₺17,59	₺17,47
2024 NAD (%50)	₺17,34	

Bilanço (bin TL)	2021	2022	2023T	2024T
Dönen varlıklar	574.831	1.050.780	1.365.609	2.107.240
Nakit & Nakit benzerleri	273.693	621.653	932.480	1.491.967
Ticari alacaklar	54.399	104.320	156.480	234.720
Stoklar	160.215	186.269	68.842	68.842
Diğer dönen varlıklar	86.524	138.538	207.807	311.711
Duran varlıklar	7.154.584	12.812.092	22.519.243	30.685.514
Toplam varlıklar	7.729.415	13.862.872	23.884.852	32.792.754
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.245.928	1.862.690	2.121.191	1.705.820
Kısa vadeli borçlanmalar	778.707	1.328.618	1.660.773	1.411.657
Ticari borçlar	26.203	47.373	71.060	99.483
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	441.018	486.699	389.359	194.680
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.345.360	2.185.547	1.578.191	839.912
Uzun vadeli borçlanmalar	2.335.504	2.168.608	1.544.313	772.156
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	9.856	16.939	33.878	67.756
Özkaynaklar	4.138.127	9.814.638	20.185.470	30.247.022
Toplam Kaynaklar	7.729.415	13.862.872	23.884.852	32.792.754

Gelir Tablosu (bin TL)	2021	2022	2023T	2024T
Satışlar	415.948	879.808	1.501.641	2.330.357
Brüt kâr	317.883	660.598	1.141.166	1.747.768
Brüt kâr marjı	76,42%	75,08%	75,99%	75,00%
Faaliyet giderleri	18.341	-72.486	-110.473	-186.429
Faaliyet giderleri1 marjı	4,41%	-8,24%	-7,36%	-8,00%
Esas Faaliyet kârı	336.224	588.112	1.030.694	1.561.339
Favök1	285.721	594.258	1.008.876	1.530.112
Favök1 marjı	68,69%	67,54%	67,18%	65,66%
Değerleme etkisi elimine edildiğinde Net Kâr	-1.075.444	-439.806	-191.124	1.376.112
Düzeltilmiş net kâr marjı	-258,55%	-49,99%	-12,73%	59,05%
Net Kâr	237.917	5.563.513	9.516.028	9.542.383

Değerleme Çarpanları	2021	2022	2023T	2024T
PD/DD	0,32	0,64	0,40	0,27
Düzeltilmiş F/K	-	-	-	5,93
FD/FAVÖK	16,04	15,99	10,04	5,72
Temettü Verimi	0%	0%	0%	0%

Oranlar	2021	2022	2023T	2024T
Yıl içi ortalama USD/TRY	8,85	16,55	24,16	35
Net Borç/Favök	11,30	5,40	1,68	0,43
Kira Verimi	6,38%	8,10%	6,63%	7,96%
Özkaynak Karlılığı	6,60%	134,45%	96,96%	42,50%

Büyüme	2021	2022	2023T	2024T
Satışlar	37,99%	111,52%	70,68%	55,19%
Brüt kâr	62,41%	107,81%	72,75%	53,16%
Favök1	69,94%	107,99%	69,77%	51,66%

YASAL UYARI

Bu rapor, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya bunları ihraç eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında, belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. müşterilerine ve/veya dağıtım kanallarına yönelik olarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin anlaşmalı olduğu dışarıdan hizmet sağlayıcı kuruluş tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu rapordaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldıracaktır. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir şekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır.