

AVRUPAKENT GYO

Cazip iskontolu gayrimenkul portföyü

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Avrupakent GYO'yu "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyesi ve 12 aylık %61 getiri potansiyeline işaret eden 70 TL 12A HF ile takip listemize ekliyoruz. Hisse, hesapladığımız NAD'ne göre %46 iskonto ile işlem görüyor. Güçlü ve tekrarlayan nakit akışı kapasitesi, borç ve kur riski içermeyen bilançosu ve iyi çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü göz önüne alındığında yüksek iskontonun cazip bir yatırım fırsatı sunduğuna inanıyoruz.

Avrupakent GYO halka arzından bu yana BIST-100'ün altında performans gösterdi, ancak portföy büyümesi ve piyasa beklentileri yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebilir: Hisse halka arzından bu yana BIST-100'ün %36 altında performans göstermiştir. Bu düşük performansın başlıca nedeni tematik kaygılardan kaynaklanan değerlendirme daralmasıdır. Bununla birlikte, şirket gayrimenkul portföyünü 2023 yıl sonundaki 23 milyar TL seviyesinden Haziran 2024 itibarıyla 35 milyar TL'ye çıkararak %52 oranında büyümüştür. (i) parasal sıkılaşmada sonun başlangıcına yaklaşılmasının yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebileceğine, (ii) gayrimenkul piyasasındaki yapısal kıtlığın emlak fiyatlarını destekleyeceğine ve (iii) şirketin nakit yaratan iş modelinin konut stokunu uygun fiyatlarla satmasına, temettü ödemelerini sürdürmesine ve kiralanabilir gayrimenkul portföyünü büyütmesine olanak sağlayacağına inanıyoruz.

Kira ve ortak hizmet ücretleriyle desteklenen güçlü tekrarlayan gelir: Avrupakent GYO'nun oteller, alışveriş merkezleri, ofisler ve ortak hizmetler dahil olmak üzere kira getirili gayrimenkul portföyünden elde ettiği tekrarlayan gelirler, 2023 yılında (TMS29 sonrası) 1,2 milyar TL'ye ulaşarak bir önceki yıla göre %14'lük reel bir büyüme göstermiştir. Bu artış temel olarak artan perakende ticaret faaliyetlerinden ve yüksek doluluk oranlarına sahip iyi konumlandırılmış alışveriş merkezlerinden edinilen ciroya bağlı kiralardan kaynaklandı. Toplam tekrarlayan gelirin 2024 yılında 2,1 milyar TL'ye ulaşacağını ve %70'lik bir büyüme ile yılsonu enflasyon beklentilerini aşacağını öngörüyoruz. Ayrıca, 2023'ten 2027'ye kadar tekrarlayan gelirlerde %40 YBBO öngörüyoruz.

Üst düzey konut portföyü orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir: 2024-2027 yılları arasında konut ve ofis satışlarının toplam gelirin %42'sini oluşturmasını bekliyoruz. Beklenen konut & ofis satışları Şişli, Damga Yapı Feza Park Villaları, Demir Life ve Avrupa Konutları Çamlıvadi Çamlıvadi gibi projelerdeki konutlardan oluşmaktadır.

Güçlü bilanço sürdürülebilir temettü ödemelerini mümkün kılmaktadır: Avrupakent GYO, finansal ihtiyaçlar ve ekonomik koşullar aksini gerektirmediği sürece yıllık net kârının en az %50'sini hissedarlarına nakit olarak dağıtmayı hedefleyen bir kâr dağıtım politikası benimsemekte, kâr dağıtımına ayrıca esas sözleşmesinde de yer vermektedir. Şirket, 2024 yılında 840 milyon TL temettü ödemiş olup, önümüzdeki yıllarda da temettü büyümesini sürdürmeyi hedeflemektedir.

Bloomberg Kodu	AVPGY TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	70.00
Güncel Fiyat, TL	43.52
Getiri Potansiyeli	61%
Halka Açıklık Oranı	25%
Piyasa Değeri, mn TL	17,408
Firma Değeri, mn TL	16,367

Finansal Veriler	2023	2024T	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	3,083	7,201	6,543	7,834
FAVÖK, mn TL	1,699	5,669	4,332	5,356
Net Kâr, mn TL	3,261	14,379	12,842	11,169

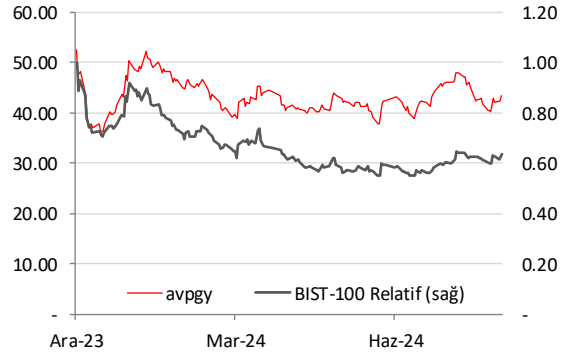
Boşlukluk	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	-3,713	-1,383	-2,517	-4,833
Net Borç/FAVÖK	-2.2	-0.2	-0.6	-0.9

Kârlılık	2023	2024T	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	55.1%	78.7%	66.2%	68.4%
Net Marj	105.8%	199.7%	196.3%	142.6%
Temettü Verimi	-	4.8%	14.5%	11.3%

Büyüme	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro, y/y	26.2%	133.6%	-9.1%	19.7%
FAVÖK, y/y	25.8%	233.7%	-23.6%	23.6%
Net Kâr, y/y	-56.0%	340.9%	-10.7%	-13.0%

Değerleme Verisi	2023	2024T	2025T	2026T
F/K	5.3	1.2	1.4	1.6
FD/FAVÖK	7.6	2.7	3.3	2.2
FD/Ciro	4.2	2.1	2.2	1.5

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.5%	1.4%	n.a.	17.7%
BIST-100 Relatif	5.6%	9.1%	n.a.	-11.9%
AÖİH, mn TL	144	170	373	324



Piyasa verileri 20 Ağustos 2024 tarihlidir.

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	2
YATIRIM TEMASI.....	3
2Ç24 Finansal Sonuç Değerlendirmesi	5
RİSKLER	8
DEĞERLEME.....	9
PROFORMA FİNANSAL TABLOLAR.....	11
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ	12
Konut Pazarı	12
Alışveriş Merkezleri	14
Ofis Alanları	16
Oteller.....	18
ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	20
Gayrimenkul Portföyü	21
Bağlı Ortaklıklar	22
Ortaklık Yapısı.....	22
Yönetim Kurulu.....	23

YATIRIM TEMASI

Avrupakent GYO halka arzdan bu yana BIST-100'ün altında performans göstermiştir, ancak portföy büyümesi ve piyasa beklentileri yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebilir.

Avrupakent GYO, 21 Aralık 2023 tarihinde 55,08 TL fiyat ile halka açılmıştır. O tarihten bu yana hisse senedi BIST-100'ün %36 altında performans göstermiştir. Bu performansın başlıca nedeni tematik kaygılardan kaynaklanan değerlendirilme daralmasıdır. Bununla birlikte, şirket gayrimenkul portföyünü 2023 yılsonundaki 23 milyar TL seviyesinden Haziran 2024 itibarıyla 35 milyar TL'ye çıkararak %52 oranında büyümüştür. (i) parasal sıkılaştırmanın sonuna yaklaşılmasının yeniden değerlendirilmeyi tetikleyebileceğine, (ii) gayrimenkul piyasasındaki yapısal arz kısıtlılığının emlak fiyatlarını destekleyeceğine ve (iii) şirketin nakit yaratan iş modelinin konut stokunu uygun fiyatlarla satmasına, temettü dağıtımlarını sürdürmesine ve daha kiralanabilir gayrimenkul portföyünü büyütmesine olanak sağlayacağına inanıyoruz.

İyi çeşitlendirilmiş portföy, istikrarlı gelir akışını güvence altına alırken riskleri azaltmaya yardımcı olur.

Avrupakent GYO, portföyünü ofis ve ticari alanlar (Ekspertiz: %14; AK: %10), konut projeleri (Ekspertiz: %25; AK: %25), alışveriş merkezleri (Ekspertiz: %50; AK: %56) ve turizm varlıkları (Ekspertiz: %11; AK: %9) gibi çeşitli segmentlerde stratejik olarak çeşitlendirmiştir. Bu çeşitlendirme, piyasa yoğunlaşması riskini azaltmakta ve değişken piyasa koşullarında bile istikrarlı bir gelir akışı sağlamaktadır. Swissotel Resort Bodrum Beach, çok sayıda alışveriş merkezi (örneğin Forum Trabzon, ArenaPark, ArmoniPark) ve İstanbul'daki Avrupa Konutları Çamlıvadi ve Demir Life gibi birinci sınıf konut projeleri gibi önemli varlıklar, şirketin gelir artışına ve genel varlık kalitesine önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır.

Türkiye'nin büyüyen emlak piyasasındaki güçlü talepten yararlanmaya hazır.

Parasal sıkılaşma, 2023 ortasından bu yana konut satışları ve emlak fiyatları üzerinde baskı oluşturmuş, ipotekli konut satışları toplam satışların %9'una gerileyerek on yıllık medyan olan %27'nin oldukça altına düşmüştür. Olumlu bir not olarak, perakende ticaret, düşük faiz oranı duyarlılığı nedeniyle dirençli kalmaya devam etmiş ve arz fazlası olan ofis piyasası birim fiyatları desteklemiştir. Temmuz 2024 konut satış verilerinde erken toparlanma işaretleri görüldüğünden, parasal sıkılaştırmanın sonuna yaklaşmış olabileceğine ve emlak piyasasının bir toparlanmanın eşiğinde olabileceğine inanıyoruz. Türkiye gayrimenkul piyasası, özellikle büyük şehirlerde, devam eden kentleşme, nüfus artışı ve daha yüksek kaliteli konut ve ticari alanlara yönelik artan talep nedeniyle paydaşlar için cazibesini sürdürmektedir. Avrupakent GYO'nun mevcut gayrimenkul portföyü ve devam eden projeleri, yüksek kaliteli ofis alanları, perakende alanları ve konut varlıklarına yönelik bu artan talepten yararlanmak için şirketi iyi bir şekilde konumlandırmaktadır.

Üst düzey portföy, orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir.

Avrupakent GYO, 2022-2023 yılları arasında toplam gelirinin %26'sını kira getirili gayrimenkullerden elde etmiştir. Bu oranın Forum Trabzon Alışveriş Merkezi'ndeki 9,2 bin m²lik genişlemenin desteğiyle 2024'te %30'a yükselmesini ve 2023-2027 yılları arasında kümülatif hasılatın %46'sına ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca, satış takvimi ve TL'nin beklenen reel değer kazancı göz önünde bulundurulduğunda, 2024-2027 yılları arasında 74 bin m²lik konut satışından yaklaşık 269 milyon USD kümülatif gelir öngörüyoruz ve bu da mevcut ekspertiz değerine (259 milyon USD) göre %4'lük bir artışı yansıtıyor. Şirketin güçlü bilançosu ve nakit akışının yanı sıra sınırlı yatırım harcaması ihtiyacı, konutların kademeli olarak satılmasına olanak sağlamaktadır.

Avrupakent GYO'nun, konut satışlarından elde edilen geliri yüksek getirili kiralanabilir varlıklara yeniden yönlendirmesini bekliyoruz.

Değerlemelerimize göre, 259 milyon USD değerindeki konut stoku Avrupakent GYO'nun gayrimenkul portföyünün %25'ini oluşturmaktadır. Şirket, bu satışlardan elde edilen geliri, turizm ve perakende sektörlerinde yüksek kira getirili gayrimenkullerden oluşan bir portföyü sürdürme stratejisiyle uyumlu olarak yeni kiralanabilir varlıklar edinmeye yeniden yatırmayı planlamaktadır. Bu stratejinin orta vadede yinelenen gelir üretimini ve nakit akışı verimliliğini artıracığına inanıyoruz.

Sınırlı yatırım harcaması gereksinimi nakit üretimini destekleyecektir.

Avrupakent GYO, 24Ç'de yatırım harcamalarının 4,7 milyar TL'ye ulaşmasını beklemektedir. 24Ç'de gayrimenkul alımları için 3,3 milyar TL harcanmış ve Şişli Projesi için 1,1 milyar TL ayrılmıştır. Bu satın almalar halka arzdan elde edilen nakit ile finanse edildiğinden, kalan 1,4 milyar TL'nin, güçlü nakit akışını zorlamayacağına inanıyoruz.

Avrupakent GYO, istikrarlı gelir yoluyla sürdürülebilir temettü büyümesini hedefliyor.

Avrupakent GYO'nun hem temettü politikası hem de esas sözleşmesi, finansal ihtiyaçlar veya ekonomik koşullar aksini gerektirmediği sürece, yıllık net kârının en az %50'sinin ortaklara nakit olarak dağıtılmasını içermektedir. Temettü dağıtımında imtiyazlı pay bulunmamaktadır. Şirket, 2024 yılında yasal dağıtılabilir kârı üzerinden %80 dağıtım oranına denk gelen 840 milyon TL'yi üç eşit taksitte ödemiştir. Avrupakent GYO, stratejik varlık tahsisi ve istikrarlı tekrar eden gelirler yoluyla çeşitlendirilmiş kira getirili gayrimenkul portföyünü koruyarak ve genişleterek sürdürülebilir temettü büyümesini sağlamayı hedeflemektedir.

2Ç24 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

2Ç23'teki görece yüksek konut & ofis satışları ve 1Ç24'teki takas edilen varlıklardan tek seferlik değer artışı gelirinden kaynaklanan yüksek baza rağmen güçlü operasyonel büyüme

Avrupakent GYO, 2Ç24'te 4.683 milyon TL net kâr bildirdi (y/y: +%81; ç/ç: +%29). Hasılat 627 milyon TL oldu (y/y: -%20; ç/ç: -%83). FAVÖK 515 milyon TL'ye ulaştı (y/y: +%24; ç/ç: -%84), FAVÖK marjında y/y bazda 28,9 puanlık bir iyileşme, ç/ç bazda ise 4,2 puanlık bir daralma yaşandı. Karşılaştırmalı baz dönemleri, 2Ç23'teki görece yüksek konut & ofis satışları ve 1Ç24'teki takas edilen varlıklardan kaydedilen tek seferlik değer artışından dolayı yüksekti. Takas edilen varlıkların etkileri hariç tutulduğunda, düzeltilmiş hasılat 627 milyon TL olarak gerçekleşti (y/y: -%20; ç/ç: +%8). Düzeltilmiş FAVÖK 515 milyon TL olarak kaydedildi (y/y: +%24; ç/ç: +%65), düzeltilmiş FAVÖK marjında y/y bazda 28,9 puanlık bir iyileşme ve ç/ç bazda 28,3 puanlık bir iyileşme görüldü. Konut & ofis satışları y/y bazda düşüş gösterdi, ancak ç/ç bazda hafif bir iyileşme yaşandı; kiralama & otel geliri hem y/y hem de ç/ç bazda artış gösterdi. Ortak hizmet geliri hem y/y hem de ç/ç bazda düşüş yaşandı. Şirket, 2Ç24'te 399 milyon TL net nakit bildirdi. (Olumlu)

Özet Görünüm – 2Ç24 Finansal Sonuçlar (milyon TL)

TMS29 Finansallar, milyon TL	2Ç24	2Ç23	y/y	1Ç24	ç/ç	6A24	6A23	y/y
Hasılat	627	780	(20%)	3,761	(83%)	4,389	2,004	119%
FAVÖK	515	415	24%	3,247	(84%)	3,763	1,221	208%
Margin	82.1%	53.2%	2,893bps	86.3%	(418bps)	85.7%	61.0%	2,478bps
Yeniden Değerleme Kazancı (Kaybı)	4,289	4,099	5%	478	798%	4,767	4,099	16%
Parasal Kazanç (Kayıp)	(377)	(129)	193%	(157)	140%	(534)	(80)	572%
Net Kar	4,683	2,589	81%	3,644	29%	8,327	2,882	189%
Düzeltilmiş Hasılat*	627	780	(20%)	579	8%	1,207	2,004	(40%)
Düzeltilmiş FAVÖK**	515	415	24%	312	65%	827	1,221	(32%)
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	82.1%	53.2%	2,893bps	53.9%	2,828bps	68.6%	61.0%	761bps
Hasılat Kırılımı								
Takas Edilen Varlıkların Değer Kazancı	–	–	n.m.	3,182	n.m.	3,182	–	n.m.
Konut ve Ofis Satış Gelirleri	245	388	(37%)	230	7%	475	1,261	(62%)
Kira & Otel Gelirleri	350	334	5%	310	13%	660	603	10%
Ortak Alan Gelirleri	29	56	(48%)	32	(8%)	61	136	(56%)
Diğer	4	2	92%	8	(49%)	11	3	233%

* Takas Edilen Varlıkların Değer Kazancı Hariç

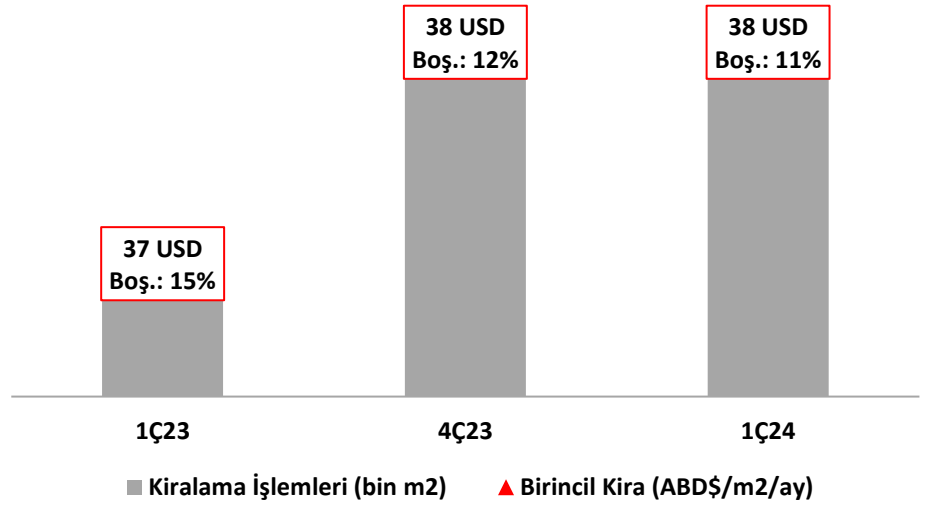
** Takas Edilen Varlıkların Net Katkısı Hariç

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket Verileri

Artan geliştirme maliyetleri yeni yatırımları sınırlarken, mevcut ofislere olan talebi artırmakta ve boşluk oranlarını düşürmektedir.

Artan geliştirme maliyetlerinin yeni yatırımları sınırlamaya devam etmesiyle İstanbul'daki toplam ofis arzı 1Ç24'te 7,14 milyon m²'de sabit kaldı. Öte yandan, geleceğe yönelik iyimser beklentiler ofis piyasasını olumlu etkileyerek işlem hacminin geçen yılın aynı dönemine göre önemli ölçüde artmasına neden oldu. Toplam 94 bin m² işlem kaydedilerek geçen yılın aynı dönemine göre %173'lük önemli bir artış kaydedildi. Yeni kiralama anlaşmaları, işlemlerin alan bazında %60'ını, adet bazında ise %61'ini oluşturdu ve kiralanan alan geçen yılın aynı dönemine göre %94 arttı. Alan genişletme amaçlı kiralama işlemleri de kayda değer bir artış göstererek geçen yıl %13 olan işlemlerin %38'ini oluşturdu. Merkezi iş bölgelerinde kiralama işlemleri alan bazında %205 artış gösterdi. Anadolu yakasında işlemler hem alan hem de birim bazında artış gösterdi. Avrupa yakasında, merkezi iş alanları dışında, işlem sayısı azaldı ancak işlem yapılan alan iki kattan fazla arttı. Bu eğilimler, daha rekabetçi bir ofis alanı pazarı yaratırken, kiracılar için alan verimliliğini artırmak gibi maliyet optimizasyonu stratejilerini teşvik etmektedir. Yatırım faaliyetlerinin orta ve uzun vadede hızlanması beklenmektedir.

İstanbul ofis kiralama ve boşluk oranları



Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

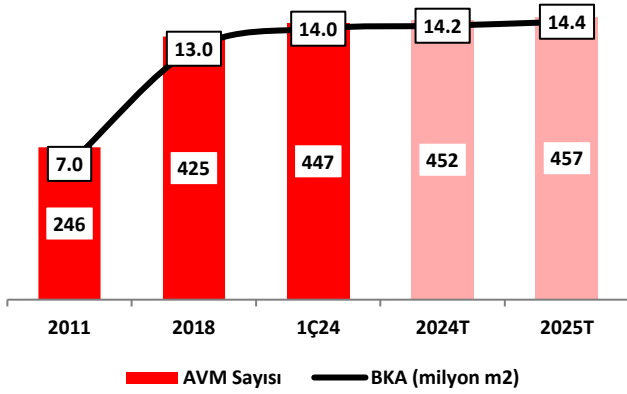
Tarihsel ortalamaların üzerinde enflasyon ve yabancı para birimlerinin TL karşısında değer kazancı, sınırlı arz ve canlı talep ile birleşerek birincil kiralaları desteklemektedir; merkezi iş alanlarındaki boşluk oranları düşmeye devam etmektedir.

Tarihsel ortalamaların üzerinde enflasyon ve yabancı para birimlerinin TL karşısında değer kazancı, sınırlı arz ve canlı talep ile birleştiğinde, hem TL hem de USD bazında birinci sınıf kiralaları geçen yıla kıyasla desteklemeye devam ederken, bir önceki çeyreğe göre yatay seyretti. Merkezi iş alanlarındaki boşluk oranları 1Ç24'te düşmeye devam etmiştir.

Arz tarafında kısıtlık devam etmektedir.

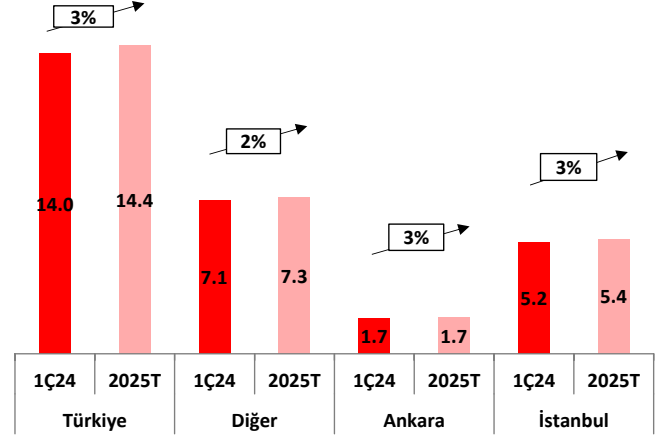
Türkiye'deki AVM'ler 1Ç24'te 14 milyon m²'ye ulaşmıştır ve 2025 yılı sonunda 14,4 milyon m²'ye ulaşarak %3'lük bir büyüme göstermesi beklenmektedir. İstanbul, toplam BKA'nın %37'sini oluşturmaktadır. Türkiye'de bin kişi başına düşen BKA 164 m²'dir. Bu oran İstanbul'da 328 m²'ye, Ankara'da 286 m²'ye çıkmakta, Türkiye'nin geri kalanında ise 118 m² olarak gerçekleşmektedir.

Alışveriş merkezi istatistikleri



Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Planlanan eklemelerden sonra BKA'lar

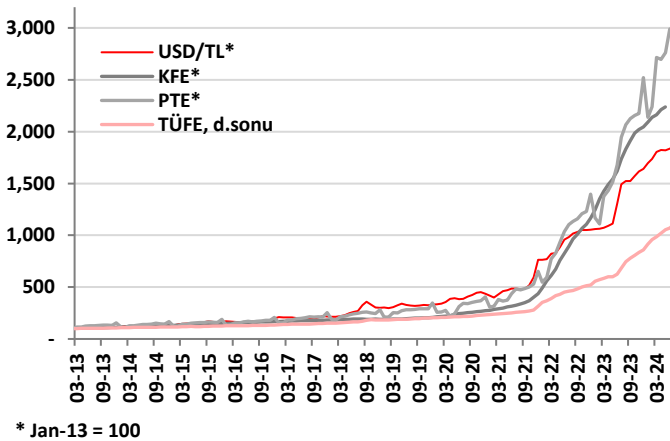


Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Perakende ticaret ve konut fiyatları tarihsel olarak USD/TL'ye ayak uyduruyor

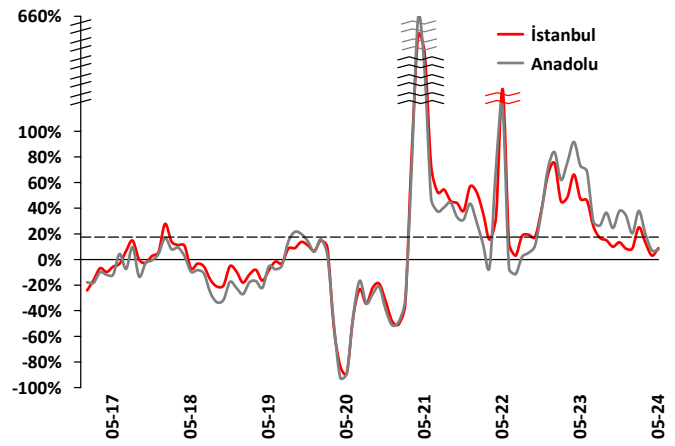
Perakende ticaret ve konut fiyatları tarihsel olarak döviz ve enflasyon risklerine karşı etkili bir koruma işlevi görmüştür. Bu ilişkinin, pandemic sonrası USD/TL ve TÜFE karşısında gösterdikleri güçlü performansın son dönemde ivme kaybediyor olmasına rağmen, orta ve uzun vadede devam etmesini bekliyoruz.

USD/TL ve TÜFE karşısında perakende ticaret ve konut



* Jan-13 = 100
Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

AVM Ciroları, USD bazında yıllık değişim



Kaynak AK Yatırım Araştırma, AYD

RİSKLER

- Forum Trabzon'daki sabit kira ayarlamaları, yüksek sezon etkisi ve yeni satın alınan mevcut kiralanabilir ünitelerin kiraya verilmesi, 2Y24'te hasılat üretimini yukarı yönlü etkileyebilir.
- Alışveriş merkezi pazarındaki BKA arzının yetersizliği, fizibilite sorunları nedeniyle öngörülebilir gelecekte de devam edecek gibi görünmektedir. Bu ortam, iyi konumlanmış alışveriş merkezlerini uygun fiyatlarla satın almak için cazip fırsatlar da sunabilir.
- Genç nüfusun tüketim alışkanlıkları uzun vadede perakendecilerin satışlarını yapısal olarak destekleyerek ciroların artmasına ve dolayısıyla alışveriş merkezi işletmeleri için daha yüksek kira geliri elde edilmesine yol açmaktadır.
- Gayrimenkul piyasası ekonomik dalgalanmalara, jeopolitik risklere, afetlere ve kur dalgalanmalarına karşı hassastır. Avrupakent GYO çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olmasına rağmen, olumsuz ekonomik koşullar emlak değerlerini, kira gelirlerini ve genel piyasa duyarlılığını etkileyebilir.
- Yüksek enflasyon ve artan faiz oranları finansman maliyetini artırabilir ve tüketicinin satın alma gücünü azaltarak emlak piyasasında bir düşüş döngüsüne yol açabilir.
- Hükümet politikaları, vergilendirme ve gayrimenkul düzenlemelerindeki değişiklikler faaliyetleri ve karlılığı etkileyebilir.
- Devam eden geliştirme projeleri, inşaat gecikmeleri, maliyet aşırımları ve pazar talebiyle ilgili riskler taşımaktadır. Bu alanlardaki herhangi bir önemli sorun gelir ve karlılığı etkileyebilir.

DEĞERLEME

Avrupakent GYO hisselerini %61'lik bir getiri potansiyeline işaret eden 70 TL 12A HF olarak değerlendiriyoruz.

Değerlememizde net varlık yaklaşımını kullandık. Kira getirili gayrimenkullerin (alışveriş merkezleri, oteller ve diğer ticari mülkler) gerçeğe uygun değerini belirlemek için gelir yaklaşımını (İNA analizi) kullandık. Satış amaçlı elde tutulan varlıklar (konutlar) için ise ekspertiz değerlerini kullandık.

NAD'ini belirlemek için net nakit bakiyesi ve diğer bilanço kalemleri (yatırım amaçlı gayrimenkuller ve stoklar hariç), mülk satışları ve alımlarından elde edilen nakit akışları, temettü ödemeleri, geri alınmış paylar ve projeksiyonunu yaptığımız esas faaliyet giderleri için indirgenmiş faaliyet gideri gibi faktörleri hesaba katarak NAD düzeltmelerine dahil ettik.

Şirketin iyi çeşitlendirilmiş portföyünün faiz hassasiyeti yüksek konut piyasasına maruziyeti sınırladığına ve güçlü nakit yaratma kabiliyetinin daha düşük bir iskonto gerektirdiğine inanmamıza rağmen, özsermaye değerini (hedef NAD) belirlerken %30'luk muhafazakar bir hedef NAD iskontosu uyguladık. Şu anda şirket, hesaplanan NAD'e göre %46 iskonto ile işlem görmektedir.

NAD Analizi (milyon TL)			
	AK Yatırım	%	Değerleme Notları
AVM	19,465	56.4%	İNA @2Ç24
Otel	2,937	8.5%	İNA @2Ç24
Diğer Kira Getirili	3,570	10.3%	İNA @2Ç24
Devam Eden Projeler* **	3,363	9.7%	Ekspertiz @ 2Ç24
Tamamlanmış Projeler***	5,195	15.0%	Ekspertiz @ 2Ç24
Gayrimenkul Portföyü	34,530		
NAD Düzeltmeleri	1,041		
İndirgenmiş Faaliyet Giderleri Projeksiyonu	(3,487)		Projekte edilen faaliyet giderlerinin toplam indirgenmiş tutarı
Hesaplanan NAD	32,084		
Hedef NAD İskontosu	30.0%		
Hesaplanan Özsermaye Değeri	22,459		
<i>Piyasa Değeri</i>	<i>17,408</i>		
Özsermaye Maliyeti	25.0%		
12A Özsermaye Değeri	28,000		
Pay Adedi	400		
12A Hedef Fiyat	70.00		
Güncel Fiyat	43.52		
12A Getiri Potansiyeli	60.8%		

* Şişli Projesindeki konut stoku ekspertiz değeri 2Ç24 itibarıyla 2.968 milyon TL, %100 tamamlanma durumunda 3.556 milyon TL

Kira getirili üniteler Diğer Kira Getirili'ye dahil edilmiştir

Konut ve kira getirili üniteler için ekspertiz değerleri, projenin %100 tamamlanma durumundaki ekspertiz değerine göre yaklaşık hesaplanmıştır

** Damga Yapı Feza Park Villaları Projesi ekspertiz değeri 2Ç24 itibarıyla 348 milyon TL, %100 tamamlanma durumunda 368 milyon TL

*** Demir Life Projesi'ndeki kira getirili üniteler Diğer Kira Getirili'ye dahil edilmiştir

Kaynak AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket Verileri

Alışveriş merkezleri için, ekspertiz değerinin %11 üzerinde, 19.465 milyon TL gerçeğe uygun değer hesaplıyoruz.

Projeksiyon dönemi boyunca alışveriş merkezi cirolarının genel ekonomik ortamlarla uyumlu seyretmesini bekliyoruz. Tahminlerimiz %72 brüt kar marjı ve %2 yatırım harcaması/ satış oranı ile %70 nakit akımı marjı elde edilmesi yönündedir. Forum Trabzon'daki 9,2 bin m²'lik genişleme, ileriye dönük gelir üretimine katkıda bulunacaktır. Uç değer için, 2033 yılı projeksiyonlarımıza göre 8,75x kira çarpanını işaret eden %8'lik bir kapitalizasyon oranı uyguladık. Gerçeğe uygun değer hesaplamamız, 2024-2025 yıllarına ilişkin projeksiyonlarımıza göre, bir yıl vadeli zaman ağırlıklandırılmış kira çarpanının 8,80x olduğunu işaret etmektedir. Gerçeğe uygun değer hesaplamamız ile değerlendirme raporları arasındaki temel farklar şunlardan kaynaklanmaktadır: (i) makroekonomik varsayımlar ve (ii) büyüme tahminleri.

Oteller için, ekspertiz değerinden %26 daha düşük olan 2.937 milyon TL gerçeğe uygun değer hesaplıyoruz.

Swissotel Resort Bodrum Beach'ten gelecek katkıya rağmen, TL'nin EUR karşısında güçlenmesinin ve düşük doluluk oranlarının kısa ve orta vadede segmentin operasyonel performansı üzerinde baskı yaratacağını öngörüyoruz. Uç değer için, 2033 yılı projeksiyonlarımıza göre 10,00x kira çarpanını işaret eden %10'luk bir kapitalizasyon oranı uyguladık. Gerçeğe uygun değer hesaplamamız, 2025-2025 yıllarına ilişkin projeksiyonlarımıza göre, bir yıl vadeli zaman ağırlıklandırılmış kira çarpanını 10,94x olarak vermektedir. Gerçeğe uygun değer hesaplamamız ile değerlendirme raporları arasındaki temel farklar şunlardan kaynaklanmaktadır: (i) makroekonomik varsayımlar, (ii) oda fiyatları ve doluluk oranı tahminleri ve (iii) gayrimenkullerin işletme modeline ilişkin hususlar (biz şirketi, kiracının net işletme gelirinin %90'ından veya önceden belirlenmiş bir asgari kiradan büyük olanı için kiraya veren taraf olarak değerlendirirken, değerlendirme raporları şirketi bir aynı zamanda işletmeci olarak değerlendirmektedir).

Diğer kira getirili gayrimenkulleri, ekspertiz değerinden %25 daha düşük olan 3.570 milyon TL gerçeğe uygun değer ile değerlendiriyoruz.

Ofis ve ticari alanlardan elde edilen kira gelirlerinin projeksiyon dönemi boyunca TÜFE enflasyonunu gecikmeli olarak takip etmesini bekliyoruz. Projeksiyonlarımız %86 brüt kar marjı ve %0 yatırım harcaması/satış oranı öngörmekte olup, %86 SNA marjını işaret etmektedir. Çoğunluğu 2024'te gerçekleşecek olmakla birlikte, 2025 sonuna kadar kiralanabilir alana yapılacak 35,9 bin m²'lik ilave, ileriye dönük gelir üretimine katkıda bulunacaktır. Uç değer için, 2033 yılı projeksiyonlarımıza göre 10,71x kira çarpanını işaret eden %8'lik bir kapitalizasyon oranı uyguladık. Gerçeğe uygun değer hesaplamamız, 2024 ve 2025 yıllarına ilişkin projeksiyonlarımıza göre, bir yıl vadeli zaman ağırlıklandırılmış kira çarpanının 11,88x olacağını işaret etmektedir.

Gerçeğe uygun değer hesaplamamız ile ekspertiz raporları arasındaki temel farklar şunlardan kaynaklanmaktadır: (i) makroekonomik varsayımlar, (ii) doluluk oranı tahminleri ve (iii) değerlendirme yöntemleri. Biz tüm segmentin gerçeğe uygun değerini belirlemek için İNA yöntemini kullanırken, değerlendirme raporlarında her bir varlık için farklı değerlendirme yöntemleri kullanılabilir (örneğin: Eclipse Maslak için kapitalizasyon yöntemi ve Avrupa Residence & Office Ataköy için piyasa yaklaşımı).

PROFORMA FİNANSAL TABLOLAR

Proforma Finansal Tablolar							
Gelir Tablosu	2024	2025	2026	Nakit Akım Tablosu	2024	2025	2026
Net Satışlar	7,201	6,543	7,834	FAVÖK	5,669	4,332	5,356
Brüt Kar	5,837	4,543	5,596	Amortisman	(6)	(8)	(9)
Operasyonel Giderler	(175)	(219)	(249)	Faaliyet Karı	5,662	4,324	5,347
Faaliyet Karı	5,662	4,324	5,347	Etkin Vergi	-	-	-
Amortisman	6	8	9	Vergi Sonrası Faaliyet Karı	5,662	4,324	5,347
FAVÖK	5,669	4,332	5,356	Stoklardaki Değişimler	200	150	(42)
Yeniden Değerleme Geliri (Gideri)	9,316	8,898	6,221	Brüt Sermaye Harcamaları	(4,844)	(1,231)	(1,757)
Net Kur Farkı ve Faiz Geliri (Gideri)	421	547	711	Serbest Nakit Akışı	1,025	3,251	3,557
Net Parasal Kazanç (Kayıp)	(1,163)	(1,057)	(1,266)	Hisse Geri Alımları	(79)	-	-
Diğer Çeşitli Gelirler (Giderler)	143	130	156	Temettü Ödemeleri	(840)	(2,532)	(1,972)
Vergi Geliri (Gideri)	-	-	-	Bedelli Sermaye Artırımları	-	-	-
Net Kar	14,379	12,842	11,169	Diğer Nakit Akışları	(2,459)	415	732
				Net Nakitteki Değişim	(2,353)	1,134	2,316
Bilanço	2024	2025	2026	Büyüme	2024	2025	2026
Dönen Varlıklar	8,195	9,562	11,616	Satış Gelirleri	133.6%	(9.1%)	19.7%
Nakit ve Benzerleri	1,389	2,522	4,837	Brüt Kar	213.4%	(22.2%)	23.2%
Ticari Alacaklar	325	295	353	Faaliyet Karı	235.9%	(23.6%)	23.7%
Stoklar	6,080	6,362	5,969	Vergi Sonrası Faaliyet Karı	n.m.	n.m.	n.m.
Peşin Ödenmiş Giderler	36	51	58	FAVÖK	233.7%	(23.6%)	23.6%
Diğer Dönen Varlıklar	366	333	398	Net Kar	340.9%	(10.7%)	(13.0%)
Duran Varlıklar	30,815	39,725	45,952				
Stoklar	-	-	-	Oranlar	2024	2025	2026
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	30,726	39,624	45,846	Brüt Kar Marjı	81.1%	69.4%	71.4%
Maddi Duran Varlıklar	84	97	101	Faaliyet Kar Marjı	78.6%	66.1%	68.3%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	Vergi Sonrası Faaliyet Kar Marjı	n.m.	n.m.	n.m.
Diğer Duran Varlıklar	5	4	5	FAVÖK Marjı	78.7%	66.2%	68.4%
Toplam Varlıklar	39,010	49,288	57,568	Net Kar Marjı	199.7%	196.3%	142.6%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	657	815	845	Temettü Dağıtım Oranı	25.8%	17.6%	15.4%
Finansal Borçlar	-	-	-	Özkaynak Karlılığı (ROE)	48.9%	29.6%	21.2%
Ticari Borçlar	256	376	420	Aktif Karlılığı (ROA)	n.m.	n.m.	n.m.
Ertelenmiş Gelirler	353	369	346	Serbest Nakit Akımı Marjı	14.2%	49.7%	45.4%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	49	70	79				
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13	14	14	Yatırımlar	2024	2025	2026
Finansal Borçlar	6	5	4	İşletme Sermayesi	(249)	(398)	(356)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7	9	11	Stoklar	6,080	6,362	5,969
Özkaynaklar	38,340	48,459	56,708	Maddi ve Maddi Olmayan Duran Va	84	97	101
Ödenmiş Sermaye	400	400	400	Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	30,726	39,624	45,846
Rezerv ve Diğer Kalemler	8,175	11,614	14,423	Yatırım Sermayesi	36,959	45,947	51,880
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	15,387	23,603	30,715	Brüt Sermaye Yatırımları	4,844	1,231	1,757
Dönem Net Karı / (Zararı)	14,379	12,842	11,169	Net Sermaye Yatırımları	4,838	1,223	1,748
Toplam Kaynaklar	39,010	49,288	57,568				

Kaynak AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket Verileri

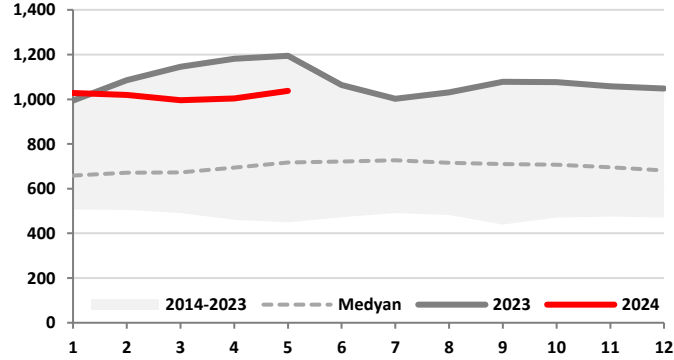
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

Konut Pazarı

USD bazında konut birim fiyatlarındaki düşüş sona yaklaşıyor olabilir.

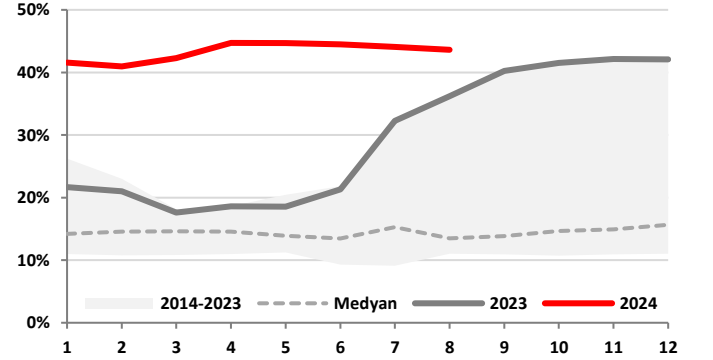
Mayıs 2024'te konut fiyatları yıllık %13 düşüyle 1.038 USD/m² olurken (Mayıs 2023: 1.195 USD/m²), on yıllık medyan değer olan 702 USD/m²'ye göre %48 artış gösterdi. Bu arada, tarihi zirvelere ulaşmış gibi görünen konut kredisi faizleri de konut satışlarını olumsuz etkiledi. Öte yandan, mevcut ekonomik tablo doğrultusunda parasal sıkılaşmada sonun başlangıcına yaklaşıldığına dair inancımız nedeniyle döngünün geri kalanında USD cinsinden konut fiyatlarında sınırlı bir gerileme bekliyoruz.

Konut birim fiyatı (USD/m²)



Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

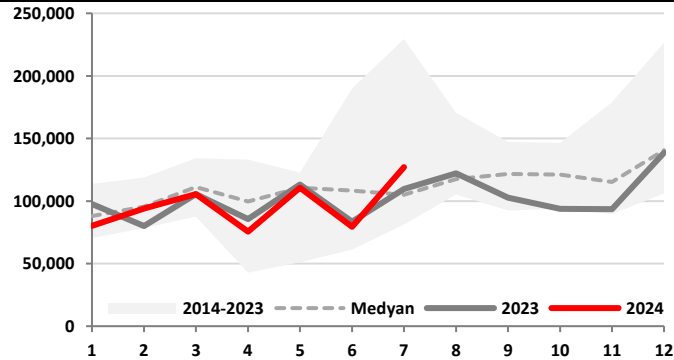
Konut kredisi faizleri (%)



Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

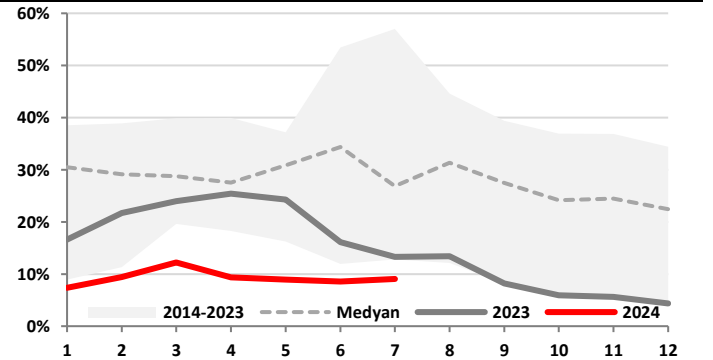
7A24'te konut satışları yıllık bazda yatay seyrederek 672 bin adet olarak gerçekleşmiş ve aynı dönem için on yıllık ortalamasının %6,4 altında kalmıştır. İpotekli konut satışlarının toplam içindeki payı Temmuz 2023'teki %13 seviyesinden Temmuz 2024'te %9'a gerileyerek on yıllık medyan olan %27'nin önemli ölçüde altında kalmıştır. Konut piyasasındaki zayıf talep ortamının 2025 yılında uzun vadeli medyanına doğru toparlanmaya başlayabileceğini düşünüyoruz, çünkü Temmuz 2024 verilerinin - toplam satılan ünitelerde yıldan yıla %16'lık bir artış göstermişti – orta vadede toparlanmanın erken işaretlerini vermiş olabileceğine inanıyoruz.

Toplam konut satışı (konut sayısı)



Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

İpotekli konut satışları (toplamın yüzdesi)

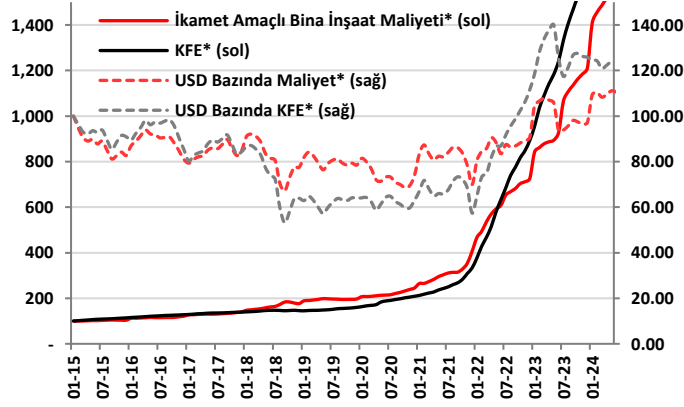


Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

Kentsel dönüşüm ve yeniden yapılanmanın kısa vadede inşaat faaliyetlerini yönlendirmesi muhtemelken, yeni konut başlangıçları finansal kısıtlamalar nedeniyle sınırlı kalacaktır.

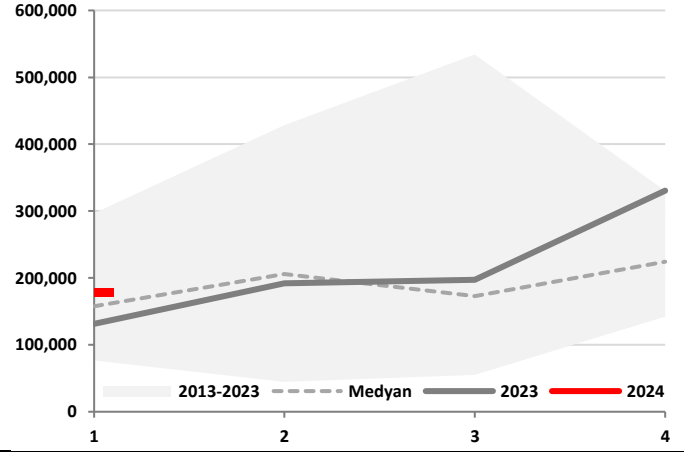
Konut inşaat ruhsatları 1Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %36 artarak 178 bin adede ulaşmış ve on yıllık ortalamasının %13 üzerine çıkmıştır. Geliştiriciler artan inşaat maliyetlerini konut fiyatlarına yansıtabilmiştir. Ancak, devam eden maliyet enflasyonu nedeniyle piyasa talebinin aniden durması, arz tarafındaki marjları sürdürülemez seviyelere itebilir ve zaten kıt olan yurtiçi konut arzını potansiyel olarak yavaşlatabilir.

Konut inşaatı maliyet endeksi



Kaynak AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Konut yapı ruhsatları (konut birimi sayısı)



Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

Depremden olumsuz etkilenen illerde konut inşaat ruhsatları 1Ç24'te bir önceki yıldaki düşük bazdan yükselişe geçmiştir. Bu bölgedeki yeniden yapılanma ve büyük şehirlerdeki kentsel dönüşüm projelerinin inşaat faaliyetlerini desteklemesini, yeni konut başlangıçlarının ise finansal kısıtlamalar nedeniyle sınırlı kalmasını bekliyoruz.

Konut inşaat ruhsatlarında bölgesel değişiklikler

Bölgesel İkamet Amaçlı Yapı Ruhsatı Değişimleri	1Ç24	
	geçen yıla göre	2014-2023 medyanına göre
Güney Doğu Anadolu Bölgesi	▲ 113%	▲ 20%
Doğu Anadolu Bölgesi	▲ 104%	▼ -23%
İç Anadolu Bölgesi	▲ 45%	▲ 28%
Marmara Bölgesi	▲ 39%	▲ 38%
Türkiye	▲ 36%	▲ 13%
Karadeniz Bölgesi	▲ 18%	▼ -9%
Ege Bölgesi	▲ 18%	▼ -4%
Akdeniz Bölgesi	▲ 11%	▲ 12%

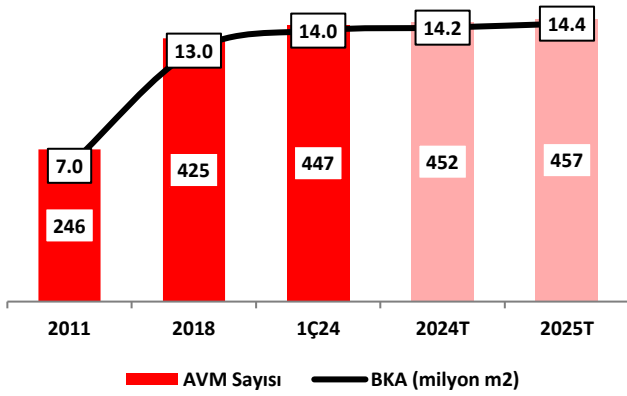
Kaynak AK Yatırım Araştırma, TÜİK

Alışveriş Merkezleri

Arz tarafında kısıtlık devam etmektedir.

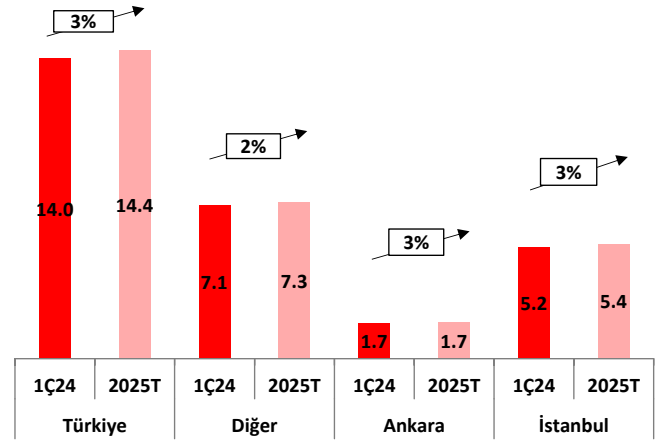
Türkiye'deki AVM'ler 1Ç24'te 14 milyon m²'ye ulaşmıştır ve 2025 yılı sonunda 14,4 milyon m²'ye ulaşarak %3'lük bir büyüme göstermesi beklenmektedir. İstanbul, toplam BKA'nın %37'sini oluşturmaktadır. Türkiye'de bin kişi başına düşen BKA 164'tür. Bu rakam İstanbul'da 328 m²'ye, Ankara'da 286 m²'ye çıkmakta, Türkiye'nin geri kalanında ise 118 m² olarak gerçekleşmektedir. (GYODER)

Alışveriş merkezi istatistikleri



Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Planlanan eklemelerden sonra BKA'lar

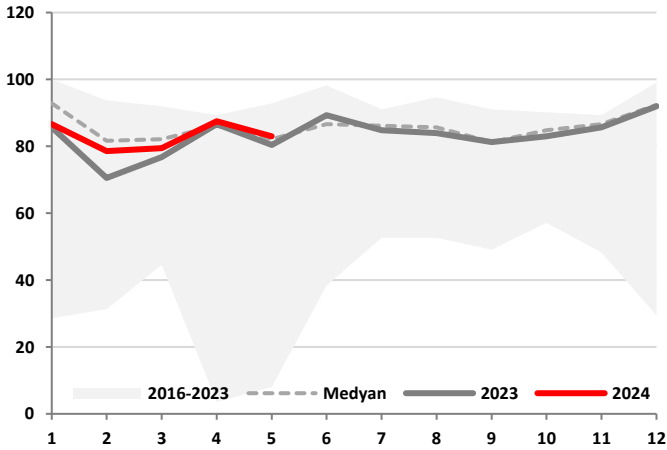


Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Alışveriş merkezlerinin ciro büyümesi ivme kaybediyor.

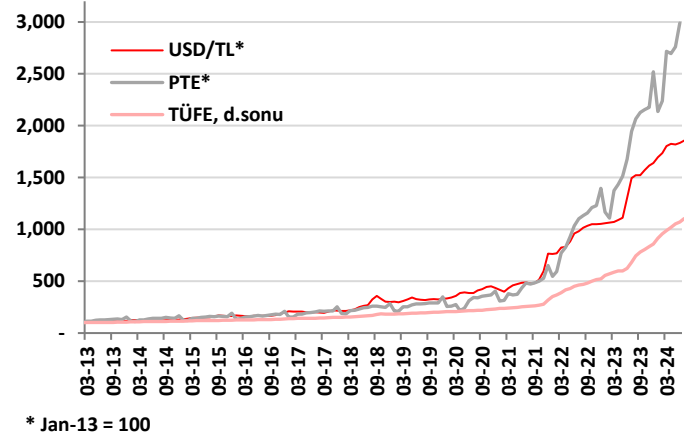
Alışveriş merkezi ziyaret endeksi Mayıs 2024'te yıllık bazda %3 artmış, ancak sekiz yıllık medyan değerinin yalnızca %1 üzerinde gerçekleşmiştir. Perakende ticaret endeksi Mayıs 2024'te bir önceki yıla göre %82 artarken, USD/TL %64, TÜFE ise %73 artış göstermiştir. Son dönemdeki makroekonomik ortam, perakendecilerin ve TL kazananların gelirlerini USD cinsinden artırımlarını sağladı. AYD'ye göre, İstanbul ve Türkiye'nin geri kalanındaki AVM'lerde m² başına düşen cirolar 1Ç24'te yıllık bazda sırasıyla %9 ve %8 artarak 442 USD ve 302 USD olmuştur. (AYD)

Alışveriş merkezi ziyaret endeksi



Kaynak AK Yatırım Araştırma, AYD

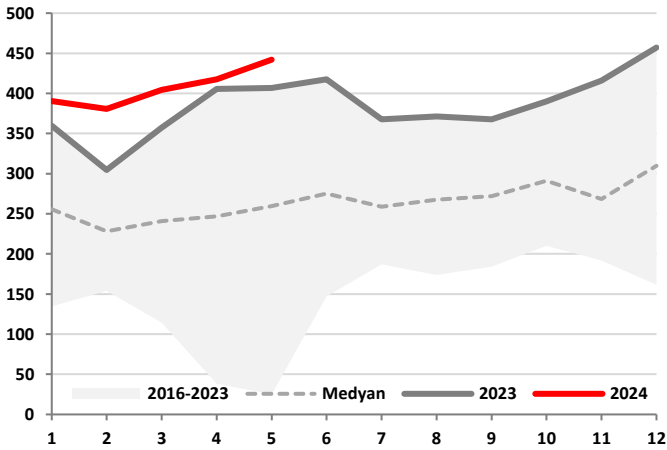
Makro göstergeler karşısında perakende ticaret endeksi



* Jan-13 = 100

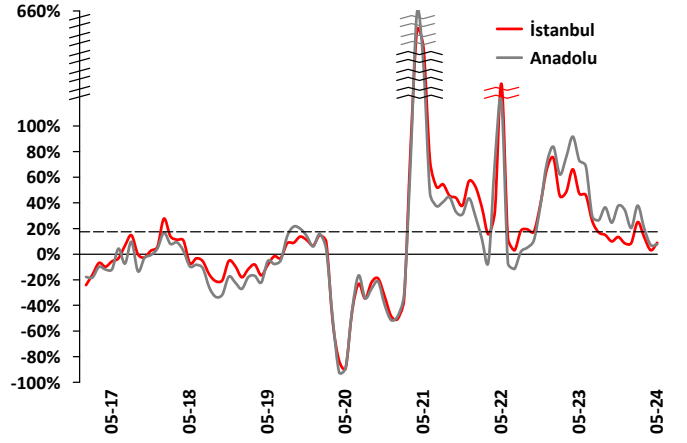
Kaynak AK Yatırım Araştırma, TCMB

İstanbul alışveriş merkezi ciroları (USD/m²)



Kaynak AK Yatırım Araştırma, AYD

AVM Ciroları, USD bazında yıllık değişim



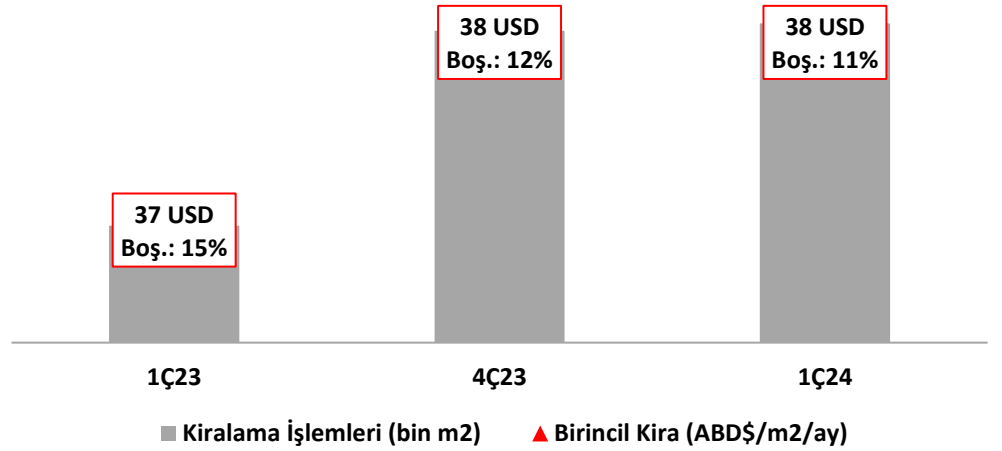
Kaynak AK Yatırım Araştırma, AYD

Ofis Alanları

Artan geliştirme maliyetleri yeni yatırımları sınırlarken, mevcut ofis alanlarına olan talebi artırıyor ve boşluk oranlarını düşürüyor.

Artan geliştirme maliyetlerinin yeni yatırımları sınırlamaya devam etmesiyle İstanbul'daki toplam ofis arzı 1Ç24'te 7,14 milyon m²'de sabit kaldı. Öte yandan, geleceğe yönelik iyimser beklentiler ofis piyasasını olumlu etkileyerek işlem hacminin geçen yılın aynı dönemine göre önemli ölçüde artmasına neden oldu. Toplam 94 bin m² işlem kaydedilerek geçen yılın aynı dönemine göre %173'lük önemli bir artış kaydedildi. Yeni kiralama anlaşmaları, işlemlerin alan bazında %60'ını, adet bazında ise %61'ini oluşturdu ve kiralanan alan geçen yılın aynı dönemine göre %94 arttı. Alan genişletmeye yönelik kiralama işlemleri de kayda değer bir artış göstererek geçen yıl %13 olan işlemlerin %38'ini oluşturdu. Merkezi iş bölgelerinde kiralama işlemleri alan bazında %205 artış gösterdi. Anadolu yakasında işlemler hem alan hem de birim bazında artış gösterdi. Avrupa yakasında, merkezi iş alanları dışında, işlem sayısı azaldı ancak işlem yapılan alan iki kattan fazla arttı. Bu eğilimler, daha rekabetçi bir ofis alanı pazarı yaratırken, kiracılar için alan verimliliğini artırmak gibi maliyet optimizasyonu stratejilerini teşvik etmektedir. Yatırım faaliyetlerinin orta ve uzun vadede hızlanması beklenmektedir. (GYODER)

İstanbul ofis kiralamaları ve boş pozisyonlar



Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Tarihsel ortalamaların üzerinde enflasyon ve yabancı para birimlerinde TL'ye karşı değer kazancı, sınırlı arz ve canlı talep ile birleşerek birincil kiralaları desteklemektedir; merkezi iş alanlarındaki boşluk oranları düşmeye devam etmektedir.

Tarihsel ortalamaların üzerinde enflasyon ve yabancı para birimlerinde TL'ye karşı değer kazancı, sınırlı arz ve canlı talep ile birleştiğinde, hem TL hem de USD cinsinden birinci sınıf kiralaları geçen yıla kıyasla desteklemeye devam ederken, bir önceki çeyreğe göre yatay seyretti. Merkezi iş alanlarındaki boşluk oranları bu çeyrekte de düşmeye devam etti. (GYODER)

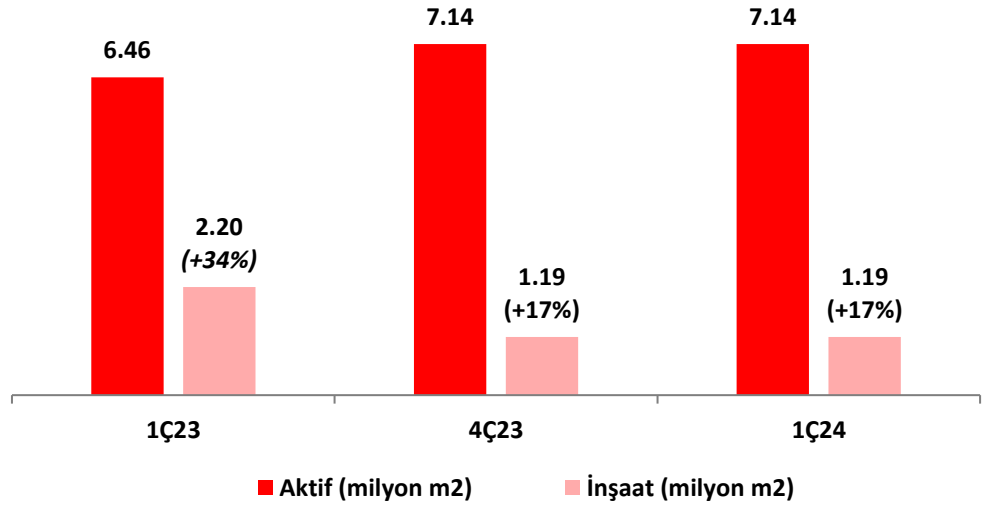
Levent ve Etiler, aylık 38 USD/m² ile ofis alanı pazarında başı çekerken, İstanbul genelinde önemli kira artışları görüldü.

Mevcut durumda, Levent ve Etiler bölgesi ortalama 38 USD/m²/ay ile İstanbul'un Avrupa yakasındaki en pahalı ofis alanlarına ev sahipliği yaparken, bu bölgeyi 30 USD/m²/ay ile Beşiktaş ve 28 USD/m²/ay ile Zincirlikuyu takip etmektedir. 1Ç24'te, Levent ve Etiler ile Batı İstanbul hariç, Avrupa yakasının çoğunda birinci sınıf kiralarda çift haneli artışlar görüldü. Asya yakasında, Ataşehir'deki İFM aylık 35 USD/m² kira ile listenin başında yer alırken, onu aylık 23 USD/m² ile Kozyatağı takip etti. Kozyatağı, Anadolu Yakası'nda tek haneli artış gösteren tek ilçe olurken, diğer ilçelerde önemli artışlar yaşandı. (GYODER)

Ofis alanı arzı 7,14 milyon m²'de sabit kaldı; devam eden projeler mevcut alanın %17'sini oluşturuyor.

İstanbul'daki ofis alanı arzı 1Ç24'te 7,14 milyon m²'de sabit kaldı. Devam eden ofis projeleri toplam 1,19 milyon m² ile mevcut ofis alanının %17'sini oluşturmaktadır.

İstanbul'da ofis alanı arzı



Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Avrupa'daki ofis alanlarının büyük çoğunluğu 2030 yılına kadar kullanılmaz hale gelme riskiyle karşı karşıya.

Cushman & Wakefield International'a göre, Avrupa'daki ofis alanı stokunun %24'ü, yenileme ve güçlendirme önlemleri alınmazsa kiracı gereksinimlerini karşılayamayacak.

Yatırım faaliyetlerinin orta ve uzun vadede hızlanması beklenmektedir.

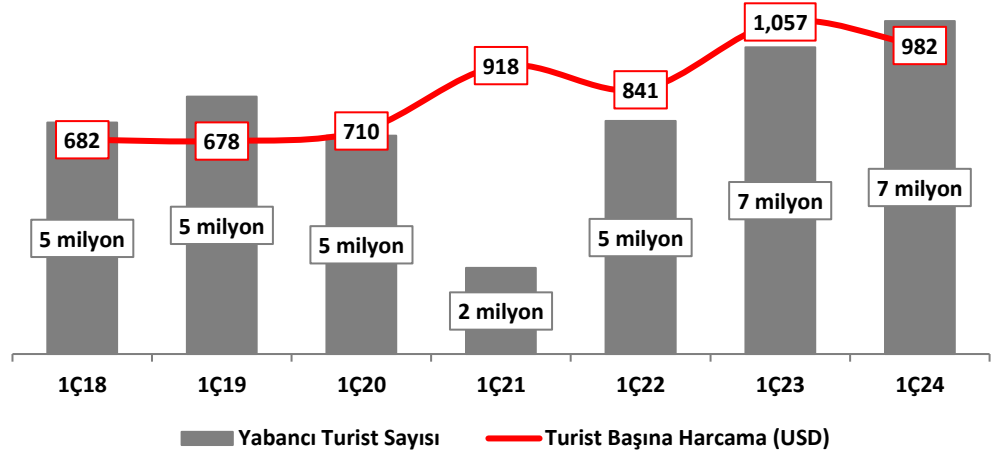
Azalan boşluk oranlarının, sınırlı arz artışı ve canlı taleple birleştiğinde, birincil kiralari desteklemeye devam edeceğini ve sonrasında geliştiricilerin yeni yatırımlarını yeniden çekeceğini tahmin ediyoruz.

Oteller

Turizm faaliyetleri pandemi öncesi seviyeleri aştı

Türkiye'ye gelen yabancı turist sayısı 1Ç24'te 7,1 milyon kişi ile geçen yılın aynı dönemine göre %9, 2018-2023 yılları arasındaki ortalama 4,7 milyon kişiye göre ise %51 artış göstermiştir. Ziyaret eden turist başına harcama 1Ç24'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %7 azalarak 982 USD olurken, 2018-2023 yılları arasındaki aynı dönemde 814 USD olan ortalama harcamanın %20 üzerinde gerçekleşmiştir. (GYODER)

Yabancı turist istatistikleri



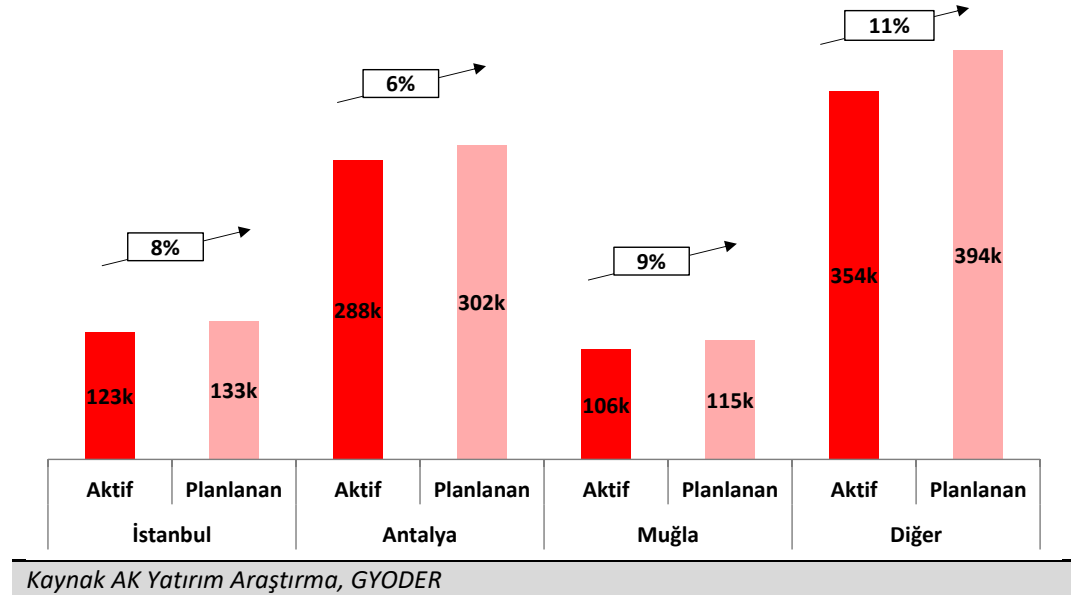
Kaynak AK Yatırım Araştırma, GYODER

Ortalama günlük oda fiyatları yükselirken doluluk oranları düşmektedir.

İstanbul ve Türkiye'deki otellerin oda doluluk oranları 1Y23'te sırasıyla %59 (y/y: -%14) ve %54 (y/y: -%12) olarak gerçekleşmiştir. Günlük otel oda fiyatları ise İstanbul için 142 EUR (yıllık: +%27) ve Türkiye için 120 EUR (yıllık: +%30) olarak gerçekleşmiştir. (GYODER)

Türkiye 870 bin oda ile önemli bir kapasiteye sahip ve %8'lik bir artış bekleniyor.

Türkiye'deki otel arzına ilişkin mevcut görünüm, yeni tesislere devam eden yatırımlarla birlikte önemli bir mevcut kapasiteye işaret etmektedir. Türkiye şu anda toplam 870 bin oda kapasitesine sahiptir. Yatırım ruhsatlarının iki yıl sonra sona ereceği göz önüne alındığında, ülkenin otel odası arzının önümüzdeki iki yıl içinde %8 artarak 943 bin odaya ulaşması bekleniyor. (GYODER)

Aktif ve Öngörülen Otel Odası Arzı**Pandemi sonrası otel dolulukları toparlanıyor; oda fiyatlarındaki düşüş sürüyor, ancak istikrar kazanması bekleniyor**

Doluluk oranları pandemi öncesi seviyelerden düştükten sonra yavaş yavaş toparlanıyor. Bölgesel farklılıklar dikkat çekerken, Antalya %65,16 doluluk oranı ve 288 bin oda arzı ile bu alanda başı çekiyor. Pazar, salgın sonrası döneme uyum sağlamaya devam ediyor; oda fiyatları son dönemde hafif bir düşüşle 98,79 EUR'ya geriledi (y/y: -%5,8) ancak turizmin toparlanmaya devam etmesiyle istikrar kazanması bekleniyor.

ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Avrupakent GYO, 2010 yılında gayrimenkul sektöründe faaliyet göstermek üzere gayrimenkul geliştiricisi olarak kurulmuştur. Şirketin GYO'ya dönüşümü 30 Ekim 2023 tarihinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanan Genel Kurul kararı ile resmileştirilmiştir. Avrupakent GYO'nun halka arzı 13-15 Aralık 2023 tarihlerinde 5,5 milyar TL toplam arz büyüklüğü ve %25 halka açıklık oranı ile tamamlanmıştır. Halka arzın ardından şirket 21 Aralık 2023 tarihinde BIST Yıldız Endeksi'nde işlem görmeye başlamıştır. Şirket ayrıca BIST Katılım Endeksi'nde de işlem görmektedir.

Avrupakent GYO, Forum Trabzon AVM, ArmoniPark AVM ve ArenaPark AVM alışveriş merkezleri; Swisotel Resort Bodrum Beach; Mövenpick Living Çamlıvadi; Radisson Residences Avrupa TEM ve diğer kira getirili gayrimenkuller gibi üst segment varlıkları içeren bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. Şirket ayrıca, Demir Life ve Avrupa Konutları Çamlıvadi gibi tamamlanmış konut projelerinin yanı sıra Şişli Residence ve Feza Park Villaları gibi devam eden projeleri de yönetmektedir. Prestijli gayrimenkullerinde %100'e yaklaşan doluluk oranlarına sahip olan Avrupakent GYO, başta alışveriş merkezleri, turizm tesisleri ve diğer ticari gayrimenkulleri olmak üzere kira gelirlerinin yanı sıra konut ve ofis satışlarından da önemli gelirler elde etmektedir. Şirket, net dağıtılabilir kârının en az %50'sini temettü olarak dağıtmayı taahhüt ederek yönetimin şirketin sağlam finansal yapısına olan güvenini yansıtmaktadır.

Avrupakent GYO, düzenli gelir getiren ve paydaşları için değeri maksimize etmeyi hedefleyen çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyü yöneterek değer yaratmayı hedeflemektedir. Şirketin yatırım stratejisi aşağıdaki ilkelere dayanmaktadır:

- (i) Alışveriş merkezlerinin kârlı ve verimli çalışabilmesi amacıyla doğru yönetim sistemlerini oluşturmak
- (ii) Kira getirisi yüksek ve geliştirilebilir gayrimenkul fırsatlarını değerlendirmek
- (iii) Sektördeki riskleri öngörerek krizlerden fırsat yaratmak
- (iv) Prestijli projeler geliştirerek gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektöründe öncü olmak
- (v) Riski dağıtarak dengeli ve nitelikli portföy oluşturmak

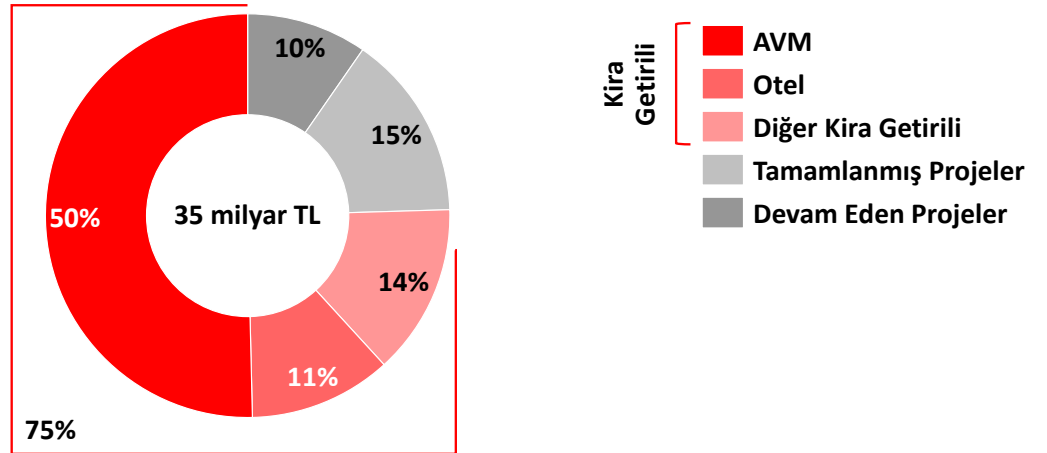
Gayrimenkul Portföyü

Avrupakent GYO'nun gayrimenkul portföyünün ekspertiz değeri 35 milyar TL'dir (AK: 34,5 milyar TL). Portföy, alışveriş merkezleri, oteller ve rezidanslar, diğer çeşitlendirilmiş ticari alanlar, konut geliştirmeleri ve devam eden geliştirme projeleri dahil olmak üzere çeşitli mülk türleri arasında çeşitlendirilmiştir. Portföyün değer dağılımı, şirketin yüksek değerli varlıklara ve gelir getiren mülklere stratejik odağını yansıtmaktadır.

Avrupakent GYO'nun portföyü, toplam gayrimenkul portföyünün yaklaşık %50'sini oluşturan alışveriş merkezleri ağırlıklıdır. Perakende gayrimenkullere olan bu belirgin odaklanma, şirketin yatırım stratejisinin temelini oluşturmaktadır:

- (i) Ciro kira hükümleri aracılığıyla dayanıksız tüketim malları, yarı dayanıklı tüketim malları, yemek ve eğlenceye yönelik tüketici harcamalarıyla da desteklenen sağlam gelir tabanı
- (ii) Birinci sınıf, yüksek hacimli lokasyonlarda yüksek doluluk seviyelerinden elde edilen yüksek kira getirileri
- (iii) Farklı sektörlerdeki çeşitli segmentlerde çeşitlendirilmiş bir kiracı tabanı aracılığıyla piyasa riskinin azaltılması

Gayrimenkul Portföyü (Ekspertiz Raporlarına Göre)



Kaynak: Şirket Verileri, Değerleme Raporları

Avrupakent GYO'nun ticari gayrimenkullerde önemli bir yoğunluğa sahip portföyü (toplam portföyün %75'i), istikrarlı gelir üreten varlıklara yönelik stratejik odaklanmayı yansıtmaktadır. Çeşitli mülk türleri ve stratejik konumlar, şirketin güçlü pazar konumunu ve sürdürülebilir getiri potansiyelini desteklemektedir.

Bağlı Ortaklıklar

Avrupakent GYO'nun, şirketin iş stratejisine katkıda bulunan çeşitli gayrimenkul geliştirme projeleri yürüten iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bu bağlı ortaklıklar, Avrupakent GYO'nun finansal tablolarına oransal olarak dahil edilmiştir.

Bağlı Ortaklıklar

Bağlı Ortaklık	Ortaklık Oranı
Artaş Invest Adi Ortaklığı	72%
Avrupakent Aksoylar Adi Ortaklığı	60%

Kaynak Şirket Verileri

2012 yılında kurulan **Avrupakent Aksoylar Adi Ortaklığı**, konut inşaatı sektöründe faaliyet göstermekte olup, müstakil evler, çok aileli binalar ve gökdelenlere odaklanmaktadır. Sahip olduğu tek proje Çamlıvadi Konutları'dır.

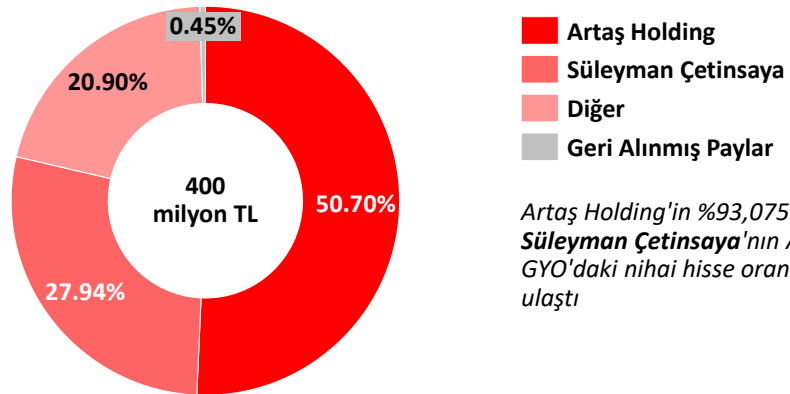
2011 yılında kurulan **Artaş Invest Adi Ortaklığı**, konut ve ofis projelerinin yapımında uzmanlaşmış bir gayrimenkul geliştiricisidir. Projelerinin en büyüğü Maslak İstanbul'da yer alan Vadistanbul'dur.

Ortaklık Yapısı

Avrupakent GYO'nun çıkarılmış sermayesi 400 milyon TL olup, üç sınıf hisseye bölünmüştür: Hisse dağılımı A sınıfı nama yazılı 22,57 milyon TL, B sınıfı nama yazılı 1,42 milyon TL ve C sınıfı hamiline yazılı 376 milyon TL'den oluşmaktadır. A ve B grubu hisseler yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazına sahiptir.

Süleyman Çetinsaya, Avrupakent GYO'nun çıkarılmış sermayesinde doğrudan sahip olduğu %27,94 oranındaki pay ve Artaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de sahip olduğu %93,075 oranındaki pay ile Avrupakent GYO'daki nihai pay oranını %75,13'e çıkarmıştır.

Ortaklık Yapısı



Kaynak Şirket Verileri

Yönetim Kurulu

Avrupakent GYO'nun Yönetim Kurulu, kendi alanlarında geniş deneyime sahip seçkin profesyonellerden oluşmaktadır.

Yönetim Kurulu

BoD Member	Duty	Üyelik Durum	İçindeki Rol(ler) Şirketinde Son Beş Yıl	Mevcut Rol(ler) Dışarıda Şirket	Temsil Edilen Paylar	Committees and Duties
Süleyman Çetinsaya	YK Başkanı	İcracı	YK Başkanı	YK Başkanı	A & C	
Gökhan Çetinsaya	YK Başkan Yardımcısı	İcracı	YK Üyesi	YK Üyesi	B & C	
Muhsin Erkoç	YK Üyesi & Genel Müdür	İcracı	Genel Müdür			
Fatih Rüştü Kaplan	YK Üyesi			YK Üyesi		Kurumsal Yönetim Komitesi (üye) Riskin Erken Saptanması Komitesi (üye)
Ferda Besli	YK Üyesi	Bağımsız		YK Üyesi		Riskin Erken Saptanması Komitesi (başkan) Denetim Komitesi (üye)
Vahdettin Ertaş	YK Üyesi	Bağımsız		YK Üyesi		Denetim Komitesi (başkan) Kurumsal Yönetim Komitesi (başkan) Riskin Erken Saptanması Komitesi (üye)
Şebnem Ergün	YK Üyesi	Bağımsız		YK Üyesi		Kurumsal Yönetim Komitesi (üye)

Kaynak Şirket Verileri

Süleyman Çetinsaya, konut, organize perakende, turizm, sanayi ve yenilenebilir enerji alanlarında yatırımları bulunan ve Avrupakent GYO'nun ana şirketi olan Artaş Holding'in Yönetim Kurulu Başkanı'dır. Aktif olarak yöneticilik görevini sürdüren Çetinsaya, 1977 yılından bu yana Artaş Holding bünyesinde birçok otel, ticaret ve sanayi merkezi, alışveriş merkezi ve markalı konut ("Avrupa Konutları") inşaatını yürütmüştür.

Gökhan Çetinsaya, aile şirketi Artaş Holding'de on yılı aşkın bir süredir "Avrupa Konutları" markası altında konut projelerinin inşası ve teslim sonrası yönetimine odaklanarak kilit yönetim rolleri üstlenmiştir. Artaş Holding Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı olarak şirketin stratejik girişimlerinde önemli bir rol oynamıştır. GYODER, KONUTDER ve KENTSEV gibi sektörel derneklere de görev almaktadır. Ayrıca, "Platform Ofis" markası altında kullanıma hazır ve sanal ofis kiralama yatırımları bulunmaktadır.

Muhsin Erkoç, 2000 yılında Marmara Üniversitesi Endüstri Mühendisliği Bölümü'nden lisans, 2003 yılında Clemson Üniversitesi'nden Endüstri Mühendisliği ve E-Ticaret alanlarında çift yüksek lisans derecesi almıştır. Gayrimenkul ve diğer sektörlerde 21 yıllık üst düzey yöneticilik deneyimine sahip olan Erkoç, akademik niteliklerinin ötesinde kapsamlı bir uzmanlık kazanmıştır. Hem uluslararası hem de ulusal şirketlerde liderlik rolleri üstlenmiş, yüksek performanslı ortamlarda iş geliştirme, ekip liderliği ve tedarikçi yönetimi konularında başarılı olmuştur. 2017 yılından bu yana Avrupakent GYO Genel Müdürü olarak görev yapmaktadır.

Fatih Rüştü Kaplan, 2001 yılında Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü'nden mezun oldu. Aynı üniversitede Mali İktisat ve Mali Hukuk alanlarında yüksek lisans eğitimini tamamladı. Bankacılık kariyerine 2002 yılında başlayan Kaplan, kurumsal, ticari, yatırım bankacılığı ve proje finansmanı alanlarında 20 yıllık deneyim kazanmıştır. 2022 yılında Artaş Grubu'na Finans Başkanı olarak katılmıştır. Aynı zamanda Çelik Halat ve Tel Sanayi A.Ş. Yönetim Kurulu Üyesi ve Yeminli Mali Müşavirdir.

Ferda Besli, 1985 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nden mezun oldu. 1987 yılında Akbank'ta başladığı kariyerinde 2011 yılına kadar Ticari Bankacılık, KOBİ, Proje Finansmanı ve Nakit Yönetimi'nden sorumlu Genel Müdür Yardımcılığı dahil olmak üzere çeşitli kilit görevlerde bulundu. Deutsche Bank AG'de staj yaparak ve London Business School'da pazarlama stratejisi dersleri alarak uluslararası deneyim kazandı. Ayrıca Barselona ve Brüksel'de KOBİ finansmanı konulu CEPS toplantılarında Türkiye'yi temsil etti. 2011 yılında emekli olduktan sonra, halen Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yaptığı Besfin Finansal Hizmetler A.Ş.'yi kurdu. Besli, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme lisansları da dahil olmak üzere çeşitli lisanslara sahiptir. Aynı zamanda TÜSİAD, World Future Society ve İngiliz düşünce kuruluşu Chatham House üyesidir.

Vahdettin Ertaş, 1987 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nden mezun olduktan sonra Hacettepe Üniversitesi ve İngiltere Lancaster Üniversitesi'nde MBA yapmış ve 2012 yılında Hacettepe'de İşletme alanında doktora derecesini almıştır. Kariyerine 1990 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nda (SPK) başlamış, 2012 yılında SPK Başkanı olmadan önce Kurumsal Yatırımcılar ve Kurumsal Finansman Dairelerini yönetmiştir. Görev süresi boyunca Altın Borsası'na başkanlık etmiş, Vergi Konseyi ve DASK yönetim kurullarında önemli görevler üstlenmiştir. Halen Ürün İhtisas Borsası, Nuh Çimento, Panora GYO ve Çelik Halat yönetim kurullarında görev yapmaktadır.

Şebnem Ergün, Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden 1986 yılında mezun olduktan sonra, 1988 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nda (SPK) başladığı kariyerini, kıdemli hukukçu ve Kurumsal Finansman Daire Başkan Yardımcısı olarak sürdürmüştür. SPK'dan 2008 yılında emekli olduktan sonra halka açık şirketlere, holdinglere, halka arz öncesi şirketlere ve yatırımcılara hukuki danışmanlık hizmeti verdi. 2017 yılında T.C. Adalet Bakanlığı Arabulucu Siciline kaydolmuş Ergün, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Kurumsal Yönetim Derecelendirme ve Gayrimenkul Değerleme gibi çeşitli lisanslara sahiptir. Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nde iki dönem yönetim kurulu üyeliği ve Yeni Gimat GYO'da yedi yıl bağımsız yönetim kurulu üyeliği yapmıştır. Ergün ayrıca İstanbul Tahkim Merkezi'nin kuruluşuna Danışma Kurulu üyesi olarak katkıda bulunmuştur. Halen Anadolu Hayat Emeklilik'te Yönetim Kurulu Üyesi ve Avrupalent GYO'da Bağımsız Direktör olarak görev yapmaktadır.

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 bilgiler dayanılarak alınan 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 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-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2024