

Aynı Yolda Devam.

Akiş, enflasyon muhasebesi (TMS 29) uygulanmış finansallarını açıkladı. Enflasyon muhasebesi, uygulanış yöntemi gereği finansalların açıklandığı dönemi ifade eden satın alma gücüne göre parasal olmayan kalemlerin TÜFE endeksi ile yeniden düzenlenmesini ifade etmektedir. Kıyaslanabilirlik açısından 2022 yılı finansal sonuçlarını da aynı şekilde 2023 yıl sonu satın alma gücü açısından açıklamaktadır. Bu bilgiler ışığında;

Şirket, yıldan yıla kira ve diğer sürdürülebilir gelirlerini (TMS 29 sonrası) %24 artırmış; Çifttehavuzlar arsasının satışından da elde edilen gelir ile toplam gelirlerini %51 seviyesinde yükseltmiştir. **2022 yılında %67 olan FAVÖK marjı, geçtiğimiz 2023 yılında %71* seviyesinde gerçekleşmiştir.** Kiralanabilir varlıklardaki yüksek doluluk oranları (~%99), enflasyon üzerinde kira artışları, Akasya AVM içerisinden 3 adet mağazanın değerlendirme şirketi tarafından atfedilen değer üzerinde kiracıya satışı sayesinde Akiş, seneyi güçlü bulduğumuz finansal sonuçlar ile kapatmıştır.

*Çifttehavuzlar arsası satış etkisi dışında bırakıldığında.

Akasya AVM dükkan satışları, değer açısından bir premium hak edildiğini ima ediyor. 2023 yılında Akasya AVM içerisinden bir adet Ocak ayında, iki adet de Aralık ayında olmak üzere üç mağazanın kiracısına satışı gerçekleşti. **Tüm bu satışlar hem değerlendirme şirketinin hesapladığı tutarın hem de mevcut piyasa koşullarının üzerinde (30+ yıllık kiraya denk gelen) tutarlar ile gerçekleşti.** Her iki satış da yaklaşık 50-60 m² alan kaplayan mağazalar için 2,5 mn dolar satış bedeli içermekteydi. AVM'nin toplam kiralanabilir alanının 80.000 m²'nin üzerinde olduğu hatırlanırsa hesaplanabilecek toplam değer, değerlendirme şirketlerinin hesaplamalarının üzerinde olduğu gözlemlenebilir.

Borçluluk. Akiş GYO'nun net finansal borcu 2023 yıl sonu itibarıyla 2,6mr TL seviyesine gerilemiştir (Net Borç/FAVÖK = 1,6x).* Şirketin 11 Aralık tarihinde gerçekleştirdiği kurumsal yatırımcı toplantısındaki ifadesine göre, şirketin borçlarının yarıya yakını döviz cinsi olup türev pozisyonlar ile döviz açık pozisyonu **23mn dolar seviyesine gerilemiştir.** Biz, daha önce de ifade ettiğimiz gibi şirketin 2025 yılının ilk yarısında net nakit pozisyona geçmesini bekliyoruz ve böylece temettü dağıtmasını öngörüyoruz.

*Ticari borçlar altında sınıflandırılan Ak-Pa Tekstil'e olan borçlar dahil.

Şirketin gelecek yıl öngörülerini olumlu. Gelirlerin çekirdeğini oluşturan AVM ve mağaza kira gelirlerinin , 2024 yıl sonu enflasyonu için %45 beklentimizle, önümüzdeki yıl yaklaşık %60 seviyelerinde artarak FAVÖK'ün 2,4mr TL seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Ekonomi yönetiminin ileri dönem için Türk lirasının reel olarak değerlendirileceği konusundaki yönlendirmesini şirketin kira gelirleri için destekleyici buluyoruz. Şirketin mevcut firma değerinin 16,5mr TL seviyesinde olduğu düşünülürse ifade ettiği 2024T FD/FAVÖK oranının 6,9x olduğu söylenebilir.

Yeni projeler kapsamında Beykoz ve Londra'daki konut projeleri, gelişimine bağlı olarak ön satışlar ile önümüzdeki sene şirkete katkı sağlayabilir.

Değerleme. Akiş GYO'yu hedef net aktif değer ve indirgenmiş nakit akımları modeline göre değerlendiriyor ve 12 aylık vade için 28,40 TL, %64 yukarı potansiyel hesaplıyoruz. Hedef fiyatımızın ifade ettiği yukarı potansiyelin, geçtiğimiz rapor dönemlerine göre daha sınırlı olması ve benzer vade için aynı para birimindeki tahviller ile kıyaslandığında sunduğu reel getirinin daralması nedeniyle önerimizi GÜÇLÜ AL'dan AL'a güncelliyoruz.

AKSGY ilk önerimizi başlattığımız 7 Eylül tarihinden bu yana %70,7 Türk lirası bazında performans göstermiş, aynı dönemde Bist100 endeksi %7,4 yükselmiştir.

TAVSİYE

AL

Hisse Fiyat	TL 17,29
12 Aylık Hedef Fiyat	TL 28,40
Getiri Potansiyeli	%64
Hisse Kodu	AKSGY
Piyasa Değeri (mn TL)	13.918
Piyasa Değeri (mn Dolar)	434
Firma Değeri	16.577
Hisse Sayısı (mn adet)	805
Halka Açıklık Oranı	%45,94
Günlük Ortalama İşlem (mn TL)	58

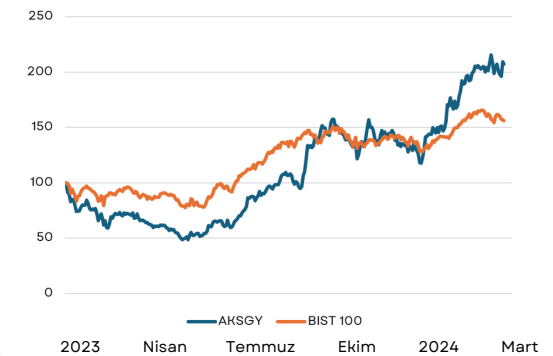
Fiyat Performansı	1Ay	3Ay	12Ay
BIST -100'e göre	9,7%	38,1%	77,1%
Nominal (TL)	7,4%	55,9%	203%
Nominal (USD)	2,8%	40,7%	79,4%

Tahminler (TL mn)	2023	2024T*	2025T*
Satışlar	2577	3483	4528
FAVÖK	1587	2319	3008
Net Kâr	3358	3596	3159

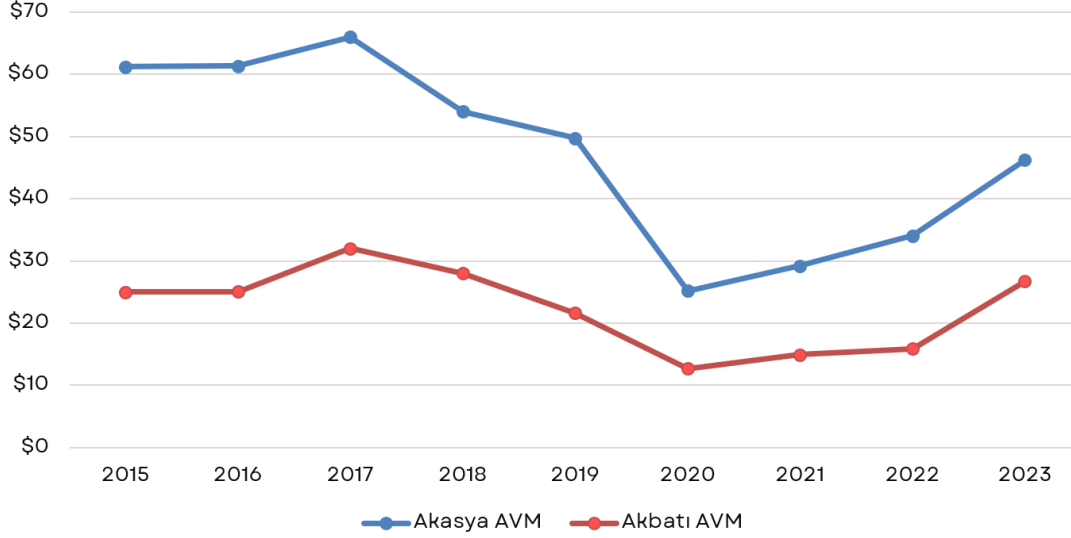
Değerleme	2023	2024T*	2025T*
PD/DD	0,47	0,43	0,33
Düzeltilmiş F/K	2,83	3,87	4,41
FD/FAVÖK	7,63	6,4	4,63
Temettü Verimi (%)	0%	0%	5,5%

*Enflasyon muhasebesi düzeltilmesi (TMS29) sonrası tahmini verileri içermektedir.

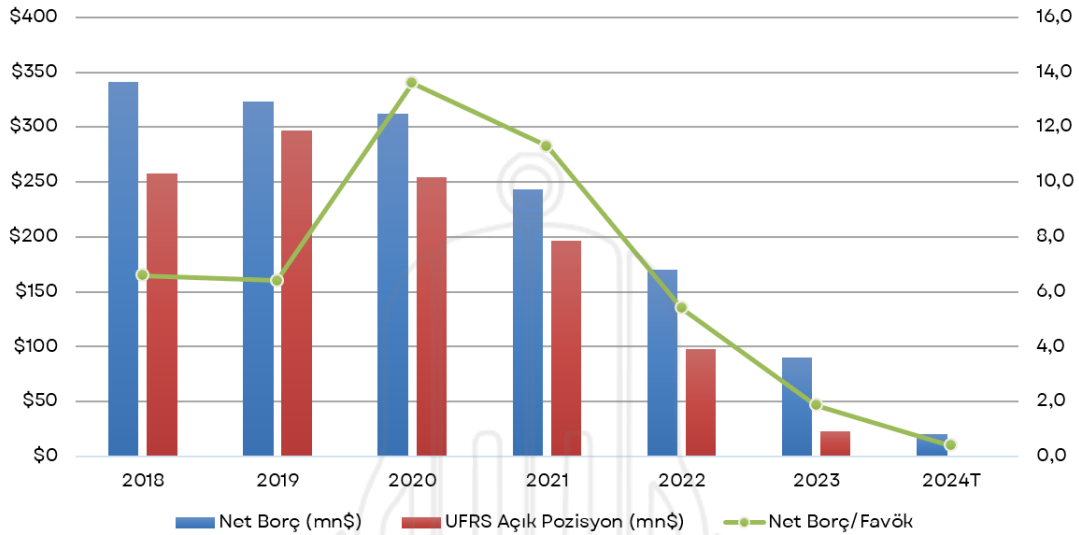
Fiyat Grafiği



m² Başına Kira Geliri (\$)



2018 dönemi sonrası kira gelirlerinin döviz cinsinden Türk lirasına çevrilmesi, kurların yukarı hareketi ile birlikte şirketin gelirlerinin ve marjlarının gerilemesine sebep oldu. Geçtiğimiz yıl özellikle perakende sektörünün güçlü bir sene geçirmesi AVM'lerin mağazalardan elde ettiği ciro paylarına katkı sağladı. Ayrıca 2024 yılı için Türk lirasının reel olarak değerleneceği bir yıl olması, AVM'lerin dolar bazında gelir artış trendinin devam edeceği yönündeki düşüncemize katkı sağlamaktadır.



2023 yıl sonu itibariyle Net Borç/Favök 1,3x seviyesine gerilemiştir (Çiftelhavuzlar satışı hariç ve Ak-Pa Tekstil borcu dahil 1,6x). Mevcut finansal borç kırılımı yarı döviz yarı Türk lirası cinsi olup döviz cinsi borçlar büyük oranda değişken faizliken, Türk lirası cinsi borçlar büyük oranda sabit faizlidir. Global faizlerin düştüğü, yerel faizlerin arttığı mevcut ortamda bahsi geçen borç yapısını avantajlı buluyoruz.

Değerleme

• **Kira geliri elde edilen varlıkların halihazırda şirketin toplam varlıklarının büyük çoğunluğunu(%90+) oluşturmaktadır.** Bu varlıkları değerlemek için Amerikan doları bazlı indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullandık. Kira faaliyet gelirlerinin serbest nakit akımına dönüşüm oranının yüksek olması nedeniyle şirket geçmiş yıllarda , faaliyet gelirlerinden daha fazla işletme faaliyetlerinden nakit üretmiştir. **(2023 için işletme faaliyetlerinden nakit akışının (İFNA); faiz, amortisman, vergi öncesi kâra (FAVÖK) oranı %99)** Bu çerçevede asgari sermaye harcamalarını düşükten sonra düzeltilmiş faaliyet nakit akımını kullandık. Bu değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verdik.

• **Bu modelde; sonsuz dönem büyüme oranı varsayımı %2, sonsuz değer FD/FAVÖK oranı 11,5x, sonsuz dönemin değere katkı seviyesi %44,2'dir.**

• Yıl yıl ayrı sermaye maliyeti hesaplamış, risksiz faiz olarak hazine eurobond getirileri dikkate alınmıştır. Şirketin 5 yıllık endekse göre aylık beta değeri 0,44 olup, bu oranı makul bulmamaktayız. Gelecek yıllar için optimal borç oranına göre kaldıraç kullandığımız **beta değerini 0,8x olarak belirledik.** Şirket gelirlerinin öngörülebilir ve çoğu endüstriye göre stabil olması nedeniyle bu beta değerini makul buluyoruz. **Hisse senedi risk primi olarak tahmin dönemi boyunca %6 oranı kullanılmıştır.**

Gelir projeksiyonu ile ilgili ön kabuller;

• **Akasya AVM'nin önümüzdeki dönemde kira sözleşmelerinin yenilenmesi ile birlikte 2025-2026 dönemine kadar peyderpey m² başına kira gelirlerinin 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 göz önüne alınırsa, tam doluluk oranlarının devam edeceğini, her üç yapının da hem bölge popülasyonu hem turist ilgisini uzun yıllar çekmeye devam edeceği kanısındayız.

• Alışveriş merkezi işletmeciliği sektörünün hem global hem yerel örneklerine baktığımızda, faaliyet kâr marjında %70 seviyelerinin yüksek seviyeler olduğunu görüyoruz. **Gelecek yıllarda şirketin tam dolulukla beraber %67 favök marjını sürdürebileceğini düşünüyoruz.**

• **Gelecek dönem tahminlerinde, hem gelir projeksiyonlarında hem iskonto oranı hesaplamalarında enflasyon muhasebesi (TMS29) etkilerini elimine ederek değerlemeyi uygun buluyoruz.**

• Hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatı Türk lirasına çevirirken halihazırdaki bir yıllık vadeli kontratın fiyatını kullanmayı uygun gördük.

İndirgenmiş Nakit Akımları (\$)

Akasya AVM (\$)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Kiralanabilir Alan (m2)	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322	80322
m2 Başına Kira Geliri (\$)	\$34,03	\$46,18	\$50,00	\$50,93	\$51,95	\$52,99	\$52,99	\$52,99	\$52,99	\$52,99	\$52,99
Net Kira Gelirleri	\$32.802.194	\$44.509.808	\$48.193.200	\$49.089.594	\$50.071.385	\$51.072.813	\$51.072.813	\$51.072.813	\$51.072.813	\$51.072.813	\$51.072.813

Akbatı AVM (\$)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Toplam Kiralanabilir Alan (m2)	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211	64211
m2 Başına Kira Geliri (\$)	\$15,87	\$26,64	\$27,00	\$28,00	\$28,00	\$28,00	\$28,00	\$28,00	\$28,00	\$28,00	\$28,00
Net Kira Gelirleri	\$12.226.279	\$20.525.001	\$20.804.364	\$21.574.896	\$21.574.896	\$21.574.896	\$21.574.896	\$21.574.896	\$21.574.896	\$21.574.896	\$21.574.896

Diğer Varlıklar (\$)	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Kira Geliri	\$6.381.654	\$6.854.556	\$7.540.012	\$7.690.812	\$7.844.628	\$8.001.521	\$8.161.551	\$8.324.782	\$8.491.278	\$8.661.103	\$8.834.325

İndirgenmiş D.İFNA Analizi	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2030T	2030T
Toplam Kira Gelirleri (\$)	\$51.410.127	\$71.889.365	\$76.537.576	\$78.355.301	\$79.490.909	\$80.649.230	\$80.809.260	\$80.972.491	\$81.138.987	\$81.308.812	\$81.482.034
Favök Marjı	65,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%	67,00%
Toplam Favök (\$)	\$33.416.583	\$48.165.875	\$51.280.176	\$52.498.052	\$53.258.909	\$54.034.984	\$54.142.204	\$54.251.569	\$54.363.121	\$54.476.904	\$54.592.963
İFNA konversiyon oranı	63,23%	99,14%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
İFNA	\$21.128.610	\$47.750.853	\$51.280.176	\$52.498.052	\$53.258.909	\$54.034.984	\$54.142.204	\$54.251.569	\$54.363.121	\$54.476.904	\$54.592.963
Asgari yatırım harcaması (-)	\$171.368	\$342.736	\$377.009	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710	\$414.710
D. İFNA	\$47.579.485	\$50.937.440	\$52.121.043	\$52.844.199	\$53.620.274	\$53.727.494	\$53.836.859	\$53.948.411	\$54.062.194	\$54.178.253	\$54.294.312
İskonto Oranı (AOSM)	11,96%	11,04%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%
İskonto Faktörü	1,00	0,90	0,81	0,73	0,66	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36
İndirgenmiş D.İFNA	\$47.579.485	\$45.873.055	\$42.348.412	\$38.736.897	\$35.461.739	\$32.057.604	\$28.981.287	\$26.201.135	\$23.688.556	\$21.417.728	\$19.834.325

Toplam Tahmin Yılı DİFNA	\$294.766.414
Düzeltilme	\$0
Terminal DİFNA	\$629.918.805
İnd. Terminal DİFNA	\$249.019.286
Firma Değeri	\$563.965.700
Projeler ve İş ortaklıkları	\$20.180.000
Net Borç	\$90.135.593
Gerİ Alınan Paylar (%10 İskonto)	\$0
Piyasa Değeri	\$473.830.106
Hedef Piyasa Değeri (12A)	\$536.663.769
Ödenmiş Sermaye	805.000.000
Hisse Başı Hedef Fiyat	\$0,67

Carli Hisse Fiyatı	₺17,29
Ödenmiş Sermaye	₺805,00
Carli Piyasa Değeri	₺13.918,45
Dolar kuru	₺32,10
12A USD/TRY Vade	₺42,00

AOSM	2024	2025	2026	2027 - Terminal
Risksiz faiz oranı	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Beta	0,80	0,80	0,80	0,80
Hisse senedi risk primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Özkaynak Maliyeti	12,80%	11,80%	11,80%	11,80%
Ağırlıklı borçlanma maliyeti (\$)	10,00%	8,00%	7,00%	7,00%
Özkaynak oranı	70,00%	80,00%	80,00%	80,00%
Borç oranı	30,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	11,96%	11,04%	10,84%	10,84%

Terminal Büyüme Oranı	2%
Terminal FD/FAVÖK	11,54x
Terminal Değer Katkısı	44,16%

Akiş GYO

- Şirketin ciddi borç ödeme periyodunun sonu olabileceğini düşündüğümüz 2024 yılı sonuna kadar halihazırda var olan ve kira geliri elde edilen **gayrimenkullerin toplam değerinin 35,1mr₺ seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Bu değer, 2025 kira projeksiyonumuz göz önüne alındığında kira verimi olarak %8,73 oranı ile geçmişle uyumludur.**
- Şirketin konut geliştirme projeleri için 2023/12 tarihi itibarıyla olan TMS29 sonrası güncellenmiş 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 %40 iskonto ile fiyatlanması gerektiğini düşünüyoruz. **Emsal şirketlerin o tarihten beri daha düşük iskonto ortalamasıyla fiyatlanması; bir önceki değerlememize kıyasla hedef iskonto oranını -%50'den -%40'a indirmemize sebep oldu.** Bu değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verdik.

Hedef Net Aktif Değer (2024T)

(bin ₺)	2022	2023/6	2023	2024T
Akasya AVM	₺8.277.940	₺9.749.000	₺14.390.000	₺23.024.000
Akbatı AVM	₺3.225.101	₺3.939.000	₺5.910.000	₺9.456.000
Erenköy - Boyner	₺835.600	₺1.020.550	₺1.460.170	₺2.336.272
Caddebostan Arsa	₺226.100	-	-	-
Akasya Sosyal Tesisler	₺65.000	₺79.040	₺111.840	₺178.944
Akasya Ofis	₺25.000	₺30.770	₺43.820	₺70.112
Toplam Gayrimenkul	₺12.654.741	₺14.818.360	₺21.915.830	₺35.065.328
Çiftelhavuzlar Arsası	₺116.385	₺125.580	-	-
Beykoz Afsaları	₺68.842	₺68.842	₺417.600	₺668.160
Toplam Projeler	₺185.227	₺194.422	₺417.600	₺668.160
Net Borç	₺3.175.600	₺2.941.390	₺2.659.000	₺833.132
Diğer Varlıklar	₺140.923	₺242.858	₺698.858	₺1.118.173
Diğer Yükümlülükler	₺36.059	₺64.312	₺146.815	₺234.904
Geri Alınan Paylar (%10 iskonto)	₺40.014	₺48.517	₺0	₺0
Net Aktif Değer	₺9.809.246	₺12.298.455	₺20.226.473	₺35.783.625
Hedef NAD iskontosu				-40%
12A hedef Hisse fiyatı				₺28,80

	-20%	-30%	-40%	-50%	-60%	-70%
12A Hedef Fiyat	₺38,41	₺33,61	₺28,80	₺24,00	₺19,20	₺14,40
Potansiyel	122,13%	94,36%	66,60%	38,83%	11,06%	-16,70%

İndirgenmiş Nakit Akımları değerlememiz sonucunda bulduğumuz **12 aylık hisse başı hedef değer 28 TL iken**, "Hedef net aktif değer iskontosu yöntemi ile hesapladığımız **12 aylık hisse başı hedef değer 28,80 TL seviyesindedir**. Yöntemlere verdiğimiz ağırlık (%50-%50) doğrultusunda hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef değer ise **28,40 TL'dir**.

15.03.2024 tarihi itibarıyla hissenin kapanış fiyatı 17,29₺ olup %64 yukarı potansiyel taşımaktadır.

Ş İNA (%50)	₺28,00	₺28,40
2024 NAD (%50)	₺28,80	

Marbaş Menkul Değerler Araştırma - arastirma@marbasmenkul.com.tr

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 raporlardaki 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 kaldırabilir. 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.

