

3.Çeyrek Sonrası Değerlendirme

Aynı patikada devam. Akış GYO 3.çeyrek sonuçlarını 6 Kasım akşamı itibariyle açıkladı. Şirket geçtiğimiz çeyrek **777mn₺ satış geliri, 518mn₺ favök ve 256mn₺ net kâr** kaydetti. Beklentilerimize paralel gelen satış (-1,5%) ve favök (-1,7%) tutarına karşın, net kâr beklentilerimizin %18 altında kaldı. Bahsi geçen farkın çok büyük oranda şirketin yatırım ve finansman gideri tarafından giderlerden kaynaklandığını söylemek mümkün. Yatırım tarafındaki 36,5mn₺'lik zarar, WMG London iştirakinin değer düşüklüğünden ve büyük ölçüde iştirakin aktifinde yer alan duran varlık için hesaplanan değer düşüklüğünden kaynaklanmaktadır.

Çifttehavuzlar projesinin yüklenici firmaya satışı ve tapu devir işlemi 4 Temmuz 2023 tarihi itibariyle tamamlanmıştır. İlgili işlemin satış tarafına 335mn₺, diğer gelir tablosu kâr kalemlerine ise 209mn₺ etkisi oldu.

Kira gelirleri gücünü koruyor. Akış, önceki raporumuzda detaylı şekilde ele aldığımız şekilde gelirlerini büyük oranda **Akasya AVM, Akbatı AVM ve Erenköy-Boyner**'den sağladığı kira gelirlerinden elde etmektedir. 3Ç23'de şirket Akasya AVM'den 283mn₺, Akbatı AVM'den 121mn₺ diğer yapılardan 11mn₺ gelir elde etmiştir. Tek seferlik gelirler dışında bırakıldığında ilgili dönem satış geliri toplam **442mn₺** seviyesine ulaşmıştır. Yılda yıla gelirleri **%97***, çeyrekten çeyreğe ise **%18*** büyüme göstermiştir. **Akasya AVM aylık m² başına kira geliri 43,8 \$ olarak gerçekleşirken, Akbatı için m² başına gelir 23,5\$ olarak gerçekleşmiştir.** Çeyrekten çeyreğe ortalama kurdaki sert yükselişe karşın **özellikle Akasya'nın gelirlerini koruyabildiğini gözlemliyoruz.**

Şirketin favök marjı üçüncü çeyrek, geçtiğimiz sene aynı çeyrek ile benzer seviyede, **%69,79*** olarak gerçekleşmiştir. (2Ç23; 71,76% | 3Ç22; 66,62%)

Borçluluk. Şirket 23/9 dönemi itibariyle **12,4mr₺ özkaynaklara ve 16,2mr₺ aktife** sahiptir. Son dönem net borç tutarı **2,8mr₺ (ortaklardan sağlanan diğer borç dahil)** seviyesine düşerken; **hedje dahil döviz açık pozisyon ise 43mn₺** seviyesine gerilemiştir. Net borç/favök oranı **2,8*** olarak gerçekleşmiştir.

*Çifttehavuzlar projesi satışı dışında bırakıldığında.

Cazip değerlendirme. Değerlemede kullandığımız **hedef net aktif değer ve indirgenmiş nakit akımları** analizine göre belirlediğimiz **eşit ağırlık sonrası ortalama %64** yukarı potansiyel hesaplıyor, **12 aylık hedef fiyatımızı 17,47₺'den 21,48₺ seviyesine çıkarıyoruz.** Şirketi hem gelir projeksiyonlarına hem emsal şirketlere göre cazip bulmaya devam ediyoruz.

Not: Değerleme tarafında değişen varsayımlarımız ve projeksiyonlarımız için lütfen sayfa 3 ve 4'e göz atınız.

Riskler. En yakın riski yakın vadede **parasal sıkılaşmaya 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 nedeniyle **doğal afet riskini** de belirtmek gerektiğini düşünüyoruz.

Gelir Tablosu (bin TL)	2021	2022	9A23	2023T	2024T
Satışlar	415.948	879.808	1.460.069	1.904.897	2.397.594
Brüt kâr	317.883	660.598	1.071.098	1.402.038	1.798.195
Brüt kâr marjı	76,42%	75,08%	73,36%	73,60%	75,00%
Faaliyet giderleri	18.341	-72.486	-82.824	-110.473	-191.807
Faaliyet giderleri marjı	-4,41%	-8,24%	-5,67%	-5,80%	-8,00%
Esas Faaliyet kârı	336.224	588.112	988.274	1.291.565	1.606.388
Favök	285.721	594.258	984.005	1.269.748	1.574.260
Favök marjı	68,69%	67,54%	67,39%	66,66%	65,66%
Değerleme etkisi elimine edildiğinde Net Kâr	-1.075.444	-439.806	208.861	261.748	1.420.260
Düzeltilmiş net kâr marjı	-258,55%	-49,99%	14,30%	13,74%	59,24%
Net Kâr	237.917	5.563.513	2.517.863	10.680.596	9.856.976

TAVSİYE

GÜÇLÜ AL

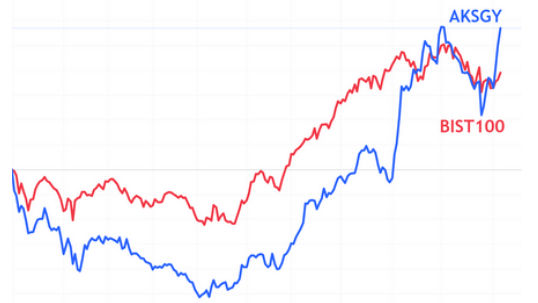
Hisse Fiyat	TL 13,09
12 Aylık Hedef Fiyat	TL 21,48
Getiri Potansiyeli	%64
Hisse Kodu	AKSGY
Piyasa Değeri (mn TL)	10.537
Firma Değeri	13.359
Hisse Sayısı (mn adet)	805
Halka Açıklık Oranı	%44,65
Günlük Ortalama İşlem (mn TL)	58

Fiyat Performansı	1Ay	3Ay	12Ay
BIST -100'e göre	10,9%	52,3%	42,3%
Nominal (TL)	3,7%	59,8%	171%
Nominal (USD)	0,6%	51,6%	77,2%

Tahminler (TLmn)	2022	2023T	2024T
Satışlar	879	1905	2398
FAVÖK	594	1269	1574
Net Kâr	5563	10681	9856

Değerleme	2022	2023T	2024T
PD/DD	0,64	0,50	0,34
Düzeltilmiş F/K	-	40,2	7,42
FD/FAVÖK	15,9	10,52	7,24
Temettü Verimi (%)	0%	0%	0%

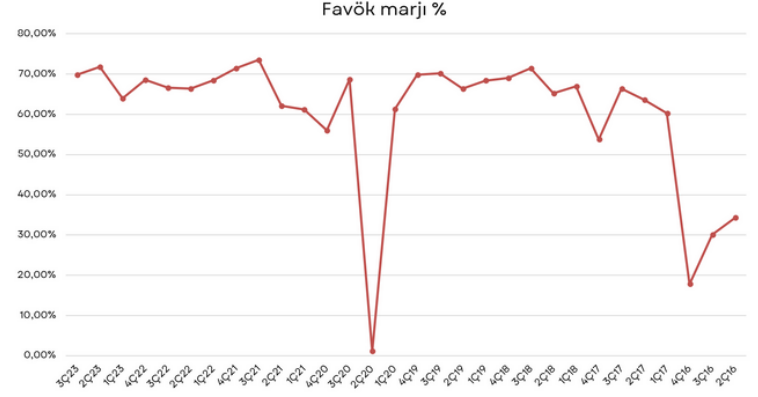
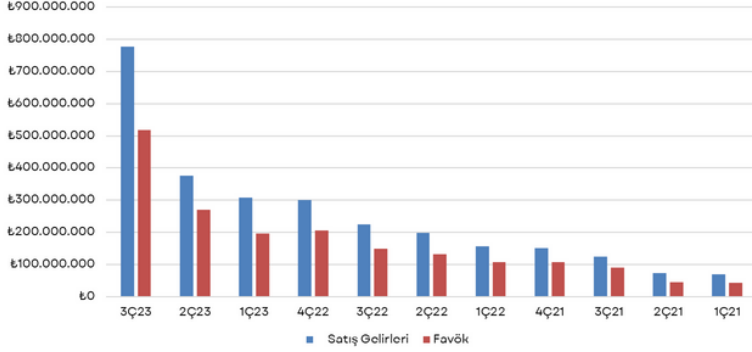
Fiyat Grafiği



2023 Şubat Mart Nisan Mayıs Haziran Temmuz Ağustos Eylül Ekim

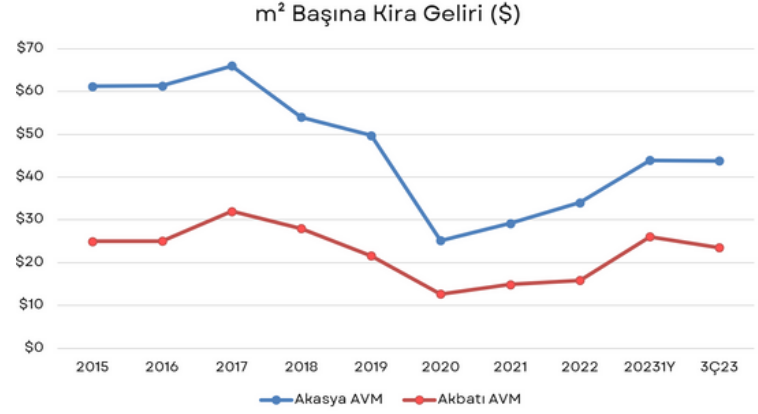
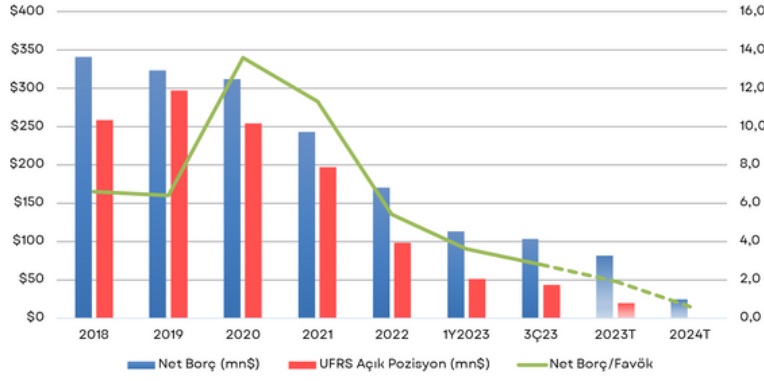
Akiş GYO

Önemli grafikler;



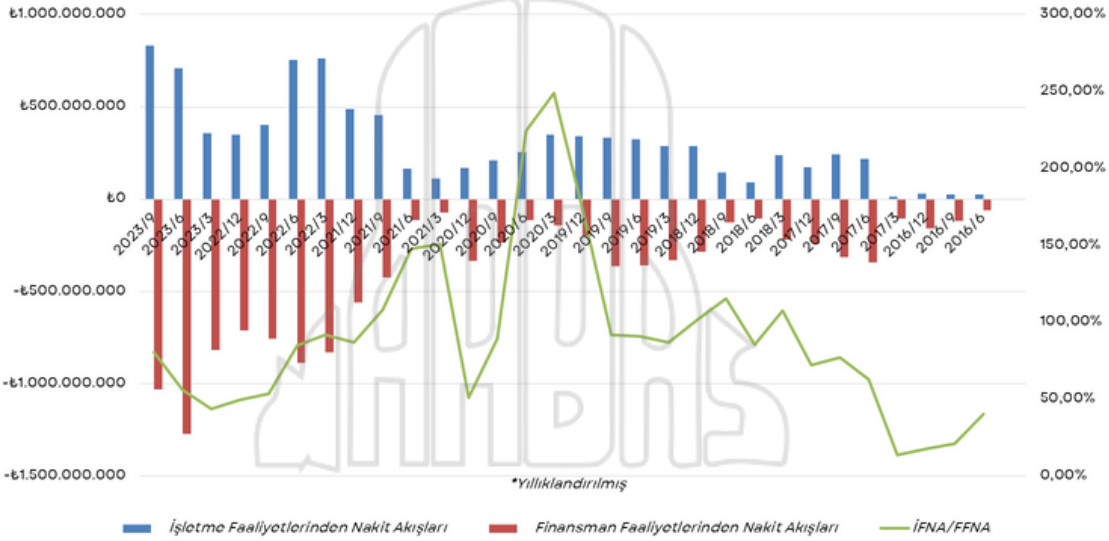
Geçtiğimiz birkaç yıl boyunca oluşan yüksek enflasyon ortamında Akiş, **ortalama TÜİK enflasyonu ile fiyat artışlarını gerçekleştirdiği sabit kiralar ve mağazaların cirolarından aldığı pay ile gelirlerini desteklemiştir.**

3Ç23'de devam eden faaliyetlerin favök marjı %69 seviyesinde gerçekleşmiş olup geçmiş ortalamalarla uyumludur. Çifttehavuzlar projesi satışı %62,5 favök marjı ile gerçekleştirilmiştir.



3Ç23 itibariyle Net Borç/Favök 2,8x seviyesine gerilemiştir. (Net borca ortaklara olan diğer borç dahildir ve favök kırılımında tek seferlik proje geliri dışarıda bırakılmıştır)

3Ç23'deki çeyrekten çeyreğe kur değişimi ~%30 seviyesinde olmasına rağmen Akasya AVM dolar bazında gelirlerini korumuştur.



2018 dönemi sonrası gerek kurun hareketi gerekse de kira gelirlerinin Türk lirasına çevrilmesi şirketin borçluluk tarafında aleyhine gelişen bir süreç yaşattı. Önümüzdeki çeyrekler itibariyle şirketin faaliyetlerinden yarattığı nakdin finansman nedeniyle nakit çıkışlarına oranının (İFFNA/FFNA) peyderpey yükselerek **kritik eşik olan %100'ün tekrar üzerine çıkacağıni öngörüyoruz.**

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. Bu çerçevede asgari sermaye harcamalarını düştükten sonra düzeltilmiş faaliyet nakit akımını kullandık. Bu değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verdik.

• **Bu modelde; sonsuz dönem büyüme oranı varsayımı %0, sonsuz değer FD/FAVÖK oranı 9,66x, sonsuz dönemin değere katkı seviyesi %46,8'dir.**

• Yıl yıl ayrı sermaye maliyeti hesaplamış, risksiz faiz olarak hazine eurobond getirileri dikkate alınmıştır. Şirketin 5 yıllık endekse göre aylık beta değeri 0,49 olup, bu oranı makul bulmamaktayız. Gelecek yıllar için optimal borç oranına göre kaldıraç kullandığımız **beta değerini 0,8 olarak kullandık.** 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 içine 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 %68 favök marjını sürdürebileceğini düşünüyoruz.**

Hedef fiyat ile ilgili kabul;

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

İndirgenmiş Nakit Akımları (\$)

Akasya AVM (\$)	2021	2022	1Y2023	2Y2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
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	\$42,18	\$44,29	\$50,93	\$51,95	\$52,99	\$52,99	\$52,99	\$52,99
Net Kira Gelirleri	\$28.135.390	\$32.802.194	\$21.175.580	\$20.328.557	\$42.689.970	\$49.093.465	\$50.075.334	\$51.076.841	\$51.076.841	\$51.076.841	\$51.076.841

Akbatı AVM (\$)	2021	2022	1Y2023	2Y2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
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 (\$)	2021	2022	1Y2023	2Y2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
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	2021	2022	1Y2023	2Y2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Kira Gelirleri (\$)	\$42.272.245	\$47.306.358	\$32.245.863	\$30.513.217	\$63.428.404	\$71.714.381	\$72.696.250	\$73.697.757	\$73.697.757	\$73.697.757	\$73.697.757
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	\$20.443.855	\$40.594.178	\$48.765.779	\$49.433.450	\$50.114.475	\$50.114.475	\$50.114.475	\$50.114.475
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	\$20.443.855	\$40.594.178	\$48.765.779	\$49.433.450	\$50.114.475	\$50.114.475	\$50.114.475	\$50.114.475
Asgari 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	\$20.272.488	\$40.251.443	\$48.388.770	\$49.018.740	\$49.699.764	\$49.699.764	\$49.699.764	\$49.699.764
İskonto Oranı (AOSM)			11,36%	11,24%	11,32%	11,32%	10,60%	10,60%	10,60%	10,60%	10,60%
İskonto Faktörü			0,98	0,88	0,88	0,79	0,72	0,65	0,59	0,53	0,48
İndirgenmiş D.İFNA			\$19.912.181	\$35.541.215	\$38.381.522	\$35.154.800	\$32.227.135	\$29.138.458	\$26.345.803	\$23.820.798	\$23.820.798

Toplam Tahmin Yılı DİFNA	\$240.521.913
3.Çeyrek Düzeltmesi	-\$11.522.000
Terminal DİFNA	\$472.778.061
İnd. Terminal DİFNA	\$226.599.684
Firma Değeri	\$484.141.777
Projeler ve İş ortaklıkları	\$28.542.180
Net Borç	\$103.080.300
Öeri Alınan Paylar (%10 İskonto)	\$0
Piyasa Değeri	\$381.061.477
Hedef Piyasa Değeri (12A)	\$423.968.965
Ödenmiş Sermaye	805.000.000
Hisse Başı Hedef Fiyat	\$0,53

Carli Hisse Fiyatı	£13,09
Ödenmiş Sermaye	£805,00
Carli Piyasa Değeri	£10.537,45
Dolar kuru	£28,43
12A USD/TRY Vade	£39,90

AOSM	4Ç23	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	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Özkaynak Maliyeti	12,80%	12,30%	11,80%	11,80%
Ağırlıklı borçlanma maliyeti (\$)	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Özkaynak oranı	70,00%	80,00%	90,00%	75,00%
Borç oranı	30,00%	20,00%	10,00%	25,00%
Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	11,36%	11,24%	11,32%	10,60%

Terminal Büyüme Oranı	0%
Terminal FD/FAVÖK	9,66x
Terminal Değer Katkısı	46,80%

Akış GYO

- Şirketin ciddi borç ödeme periyodunun sonu olabileceğini düşündüğümüz 2024 yılı sonuna kadar halihazırda var olan ve kira geliri elde edilen **gayrimenkullerin toplam değerinin 31,6mr₺ seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz. Bu değer, 2025 kira projeksiyonumuz göz önüne alındığında kira verimi olarak %7,94 oranı ile geçmişle uyumludur.**
- Şirketin konut geliştirme projeleri için 2023/9 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 %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	2023T	2024T
Akasya AVM	₺8.277.940	₺9.749.000	₺15.306.062	₺21.122.365
Akbatı AVM	₺3.225.101	₺3.939.000	₺6.081.357	₺8.027.391
Erenköy - Boyner	₺835.600	₺1.020.550	₺1.602.277	₺2.211.143
Caddebostan Arsa	₺226.100	-	-	-
Akasya Sosyal Tesisler	₺65.000	₺79.040	₺124.094	₺171.250
Akasya Ofis	₺25.000	₺30.770	₺48.309	₺66.667
Toplam Gayrimenkul	₺12.654.741	₺14.818.360	₺23.162.099	₺31.598.815
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	₺2.437.684	₺976.429
Diğer Varlıklar	₺140.923	₺242.858	₺364.287	₺546.431
Diğer Yükümlülükler	₺36.059	₺64.312	₺104.938	₺167.239
Geri Alınan Paylar (%10 iskonto)	₺40.014	₺48.517	₺0	₺0
Net Aktif Değer	₺9.809.246	₺12.298.455	₺21.052.606	₺31.070.419
Hedef NAD iskontosu				-40%
2024 Piyasa Değeri				₺18.642.251
12A hedef Piyasa Değeri				₺17.673.269
12A hedef Hisse fiyatı				₺21,95

	-20%	-30%	-40%	-50%	-60%	-70%
12A Hedef Fiyat	₺29,27	₺25,61	₺21,95	₺18,30	₺14,64	₺10,98
Potansiyel	123,62%	95,67%	67,72%	39,77%	11,81%	-16,14%

İndirgenmiş Nakit Akımları değerlememiz sonucunda bulduğumuz **12 aylık hisse başı hedef değer 21,01₺ iken**, "Hedef net aktif değer iskontosu yöntemi ile hesapladığımız **12 aylık hisse başı hedef değer 21,95₺ seviyesindedir**. Yöntemlere verdiğimiz ağırlık (%50-%50) doğrultusunda hesapladığımız 12 aylık hisse başı hedef değer ise **21,48₺'dir**.

23.10.2023 tarihi itibarıyla hissenin kapanış fiyatı 13,09₺ olup %64 yukarı potansiyel taşımaktadır.

Ş İNA (%50)	₺21,01	₺21,48
2024 NAD (%50)	₺21,95	

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.

