

22/07/2025

Cazip değerlendirme; Yüksek büyüme potansiyeli

Pasifik GYO için TL5,52 hisse başı hedef fiyatla "Endeks Üstü Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz. Pasifik GYO, Next Level Ankara, Next Level Loft, Next Level Çayyolu ve Merkez Ankara gibi yenilikçi ve modern projeleri tamamlayarak konut sektöründeki konumunu güçlendirmiştir. Pasifik GYO, 2021 yılında Emlak GYO ile imzaladığı sözleşmeyle İstanbul konut pazarına giriş yaptı. İstanbul'daki yatırımlarını, Göktürk ve Kemerburgaz'da iki arsa satın alarak hızlandırdı. Şu anda İstanbul'da Next Level İstanbul, Next Level Country ve Next Level Kemer olmak üzere üç proje yürütmektedir. Ayrıca Bodrum'da da bir projesi bulunmaktadır. Şirketin 2025 yılı satışlarının yıllık bazda %55 artışla 784 milyon TL'ye, 2026'da ise Merkez Ankara ve Next Level İstanbul projelerinin katkısıyla %360 artışla 3,6 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. 2025 yılında enflasyondaki düşüşe bağlı olarak net parasal kazançların azalmasıyla net karın %52 daralacağını, ancak 2026 yılında %32 artışla 1,9 milyar TL'ye yükseleceğini öngörüyoruz. Unutulmamalıdır ki, satış gelirlerinin kara yansıtılabilmesi için projelerin %90'ının tamamlanması veya kısmi geçici kabul alınması gerekmektedir. Pasifik GYO'nun mevcut değerlemesini 2026 tahmini 4,1x Fiyat/Satışlar ve 0,5x Fiyat/Değer Değeri çarpanlarıyla, ayrıca %59 gibi yüksek bir Net Aktif Değer iskontosuyla oldukça cazip buluyoruz.

Saklı değer önümüzdeki yıllarda ortaya çıkacak.

Pasifik GYO, 2024 yıl sonu itibarıyla Next Level İstanbul projesinde %30, Next Level Kemer'de %42, Merkez Ankara projesinde ise %71 tamamlanma oranına ulaşmış durumdadır. Projelerin tamamlanması ve azalan enflasyon neticesinde konut kredisi faizlerinin düşmesi ile birlikte 2026 itibarıyla satışların hız kazanmasını öngörüyoruz. Konut teslimlerinin Next Level İstanbul projesinde 2026 son çeyreğinde, Kemer projesinde ise 2026 ilk yarısında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Net borcun VAFÖK'e oranının daha da iyileşmesini bekliyoruz.

Şirketin 2026 yılı VAFÖK'ünün 1,4 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Bu gelişmelere paralel olarak, 2026 yılı net borç / VAFÖK oranının 8,9x seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Ayrıca, Halk GYO'nun kısa süre önce Next Level Kemer ve Country projelerinin %57,5'ini 855 milyon TL bedelle satın aldığını belirtelim. Bu tutar, borç geri ödemelerinde kullanılacaktır. Ayrıca, ortaklar devam eden projelere destek amacıyla tahsisli sermaye artırımı yoluyla şirkete 1 milyar TL sermaye katkısı sağlamıştır.

Yüksek NAD iskontosu ile cazip görünüyor.

Pasifik GYO, mevcut Net Aktif Değeri'ne göre %59 gibi cazip bir iskonto ile işlem görmektedir. GYO sektöründeki ortalama iskonto ise Temmuz ayı itibarıyla yaklaşık %45 seviyesindedir. Makroekonomik koşullarda olası iyileşmeler ve devlet destekli, uygun faizli konut kampanyaları hisse için önemli katalistlerdir.

PSGYO

Bloomberg/Reuters Kodu	PSGYO T1 / PSGYO.IS
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı (TL)	2.75
Hedef Fiyat (TL)	5.52 (önceki: 2.73)
Yükseliş Potansiyeli	101%

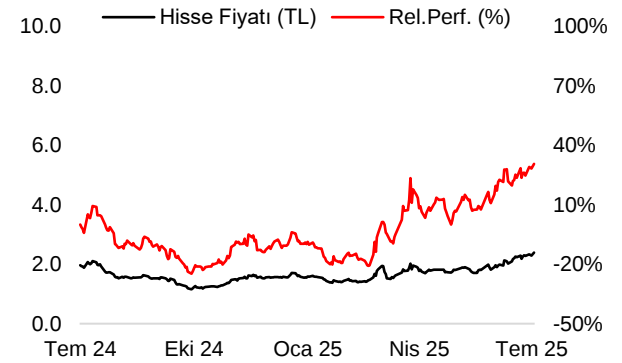
Piyasa Değeri (mn TL)	14,640
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar
Halka Açıklık (%)	30
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	2.75 / 1.15
Ort. Gün. İşlem Hacmi	331

Özet Finansallar*	2024	2025T	2026T
Satış Gelirleri (mTL)	506	784	3,606
% büyüme	-81%	55%	360%
VAFOK (mTL)	-13	77	1,380
Net Kar (mTL)	3,049	1,474	1,940
% büyüme	109%	-52%	32%
Sermaye Getirisi	16.0%	6.3%	6.7%
Hisse başına kar (TL)	0.57	0.28	0.36
Hisse başına temettü (TL)	0.01	0.01	0.04

Çarpanlar	2024	2025T	2026T
F/DD	0.8x	0.5x	0.5x
F/Satışlar	29.0x	18.7x	4.1x

Performans	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	20%	42%	53%	63%
Mutlak	38%	62%	46%	76%

* IAS29 uygulanmıştır



OYAK Yatırım Araştırma

DEĞERLEME

PSGYO için parçalar toplamı değerlendirme modelini kullandık. Risksiz getiri oranı ve hisse risk primi varsayımlarımız sırasıyla %24,0 ve %5,5'tir. Kaldıraçsız beta olarak 1,0x, kaldıraçlı beta olarak ise 1,3x ve %27,5 WACC kullandık.

Değerlememize 2024 yıl sonu ekspertiz değerlerine göre proje ve arsa portföyünü dahil ettik ve giderler ile net borçların net bugünkü değerlerini ekledik. Ekspertiz değerleri Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanan raporlardan alınmıştır.

Muhafazakar bir yaklaşım benimsemek adına, proje tamamlanma oranı %50'nin altındaysa proje arsalarının ekspertiz değerlerini, %50'nin üzerinde ise proje ekspertiz değerlerini değerlememizde dikkate aldık. Ardından ekspertiz değerlerine %30 iskonto uyguladık. Şirket için 29,4 milyar TL piyasa değeri elde ettik.

Sonuç olarak, PSGYO için 12 aylık hedef fiyatı hisse başına 5,52 TL olarak hesapladık; bu da %101'lik bir yukarı potansiyel anlamına gelmekte olup, hisse için "Endeks Üstü Getiri" tavsiyemizi yinelemekteyiz.

Tablo 1: Değerleme Özeti

Değerleme	Proje Tamamlama Oranı	Değerleme Yöntemi	Ekspertiz Değeri (TLm)	Adil Değer (TLm)	Ağırlık (%)
Projeler			38,172	26,720	100%
Merkez Ankara	70.5%	@30% iskonto proje ekspertiz değerine	20,762	14,533	54%
Next Level İstanbul	30.0%	@30% iskonto arsa ekspertiz değerine	4,150	2,905	11%
Next Level Kemer	42.0%	@30% iskonto arsa ekspertiz değerine	4,304	3,013	11%
Next Level Country	3.0%	@30% iskonto arsa ekspertiz değerine	4,078	2,855	11%
Next Level Bodrum	-	@30% iskonto arsa ekspertiz değerine	4,878	3,415	13%
Toplam			38,172	26,720	
Nakit ve Benzerleri		@1Ç25		37	
Diğer Aktifler		@1Ç25		20,527	
Yükümlülükler*		@1Ç25		-23,228	
Faaliyet Giderleri Bugünkü Değer				-1,004	
Toplam Adil Değer				23,052	
12A Hedef Piyasa Değeri				29,383	
Cari Piyasa Değeri				14,640	
Cari Hisse Fiyatı (TL)				2.75	
Hedef Fiyat (TL)				5.52	
Getiri Potansiyeli				101%	

*Ertelenmiş gelirler yükümlülüklerden çıkarılmıştır

Risk ve Katalistler

- Konut kredi faiz oranlarının %1'in altına (psikolojik eşik) düşmesi, satışları tetikleyebilir ve gelirlerin artmasına yol açabilir.
- Hükümetin cazip kredi faiz oranları ve uzun vadelerle başlattığı ülke çapındaki konut kampanyaları, şirketin satışları ve nakit akışı üzerinde olumlu etkiler yaratabilir.
- Enflasyon gibi makroekonomik koşullardaki iyileşme, hane halklarının kullanılabilir gelirini artırma ve konut alım gücünü yükseltme potansiyeline sahiptir.
- İnşaat malzemeleri ve işçilik maliyetlerindeki hızlı artışlar proje teslimlerinde gecikmelere yol açabilir.

Tablo 2: PSGYO Özet Finansallar (Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış)

GELİR TABLOSU				
TLm	2023	2024	2025T	2026T
Satışlar	2,682	506	784	3,606
Satışların Maliyeti	(1,696)	(308)	(470)	(1,983)
Brüt Kar	986	198	314	1,623
Esas Faaliyet Diğer Gelirler	10	22	33	49
Faaliyet Giderleri	(306)	(255)	(285)	(294)
Faaliyet Karı	690	(35)	62	1,378
Diğer Gelirler, net	90	17	27	44
Finansal Gelirler, net	(3)	(792)	(396)	(158)
Net parasal kazançlar	682	3,859	2,412	1,507
Vergi Öncesi Kar	1,459	3,049	2,105	2,771
Vergi	0	0	(632)	(831)
Net Kar	1,459	3,049	1,474	1,940
Amortisman	22	25	27	30
VAFÖK	719	(13)	77	1,380
BİLANÇO				
TLm	2023	2024	2025T	2026T
DÖNEN VARLIKLAR	16,568	21,983	24,181	26,599
Nakit ve Nakit Benzerleri	151	190	209	230
Finansal Yatırımlar	2	3	4	4
Ticari Alacaklar	4,896	4,157	4,573	5,030
Diğer Ticari Alacaklar	5	27	1	1
Stoklar	9,583	15,719	17,291	19,020
Diğer Dönen Varlıklar	1,932	1,890	2,104	2,315
DURAN VARLIKLAR	27,242	33,936	42,419	52,600
Maddi Duran Varlıklar	120	101	126	156
Diğer Duran Varlıklar	27,122	33,835	42,294	52,444
TOPLAM VARLIKLAR	43,810	55,919	66,601	79,200
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4,918	9,459	10,075	11,574
Kısa Vadeli Borçlar	1,622	5,778	4,333	4,983
Ticari Borçlar	3,156	3,598	4,426	5,090
Diğer Borçlar	129	64	1,288	1,469
Karşılıklar	4	4	7	10
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8	15	21	23
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	20,225	26,962	28,956	37,556
Uzun Vadeli Borçlar	5,894	6,186	6,495	7,470
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,852	15,357	22,421	30,045
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	25,143	36,421	39,031	49,130
ÖZKAYNAKLAR	18,666	19,497	27,570	30,070
Ödenmiş Sermaye	1,640	4,800	5,324	5,324
Diğer Özkaynaklar	17,026	14,697	22,246	24,746
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	43,810	55,919	66,601	79,200

Kaynak: Şirket Finansalları, Oyak Yatırım

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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 raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.