

# Akiş GYO Toplantı Notları

**TURGUT USLU** tuslu@ziraatyatirim.com.tr

**AYLİN KOŞAR** akosar@ziraatyatirim.com.tr

## Şirket Hakkında

Şirket 2005 yılında Akkök Holding bünyesinde kurulmuş, 2012 tarihinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı unvanını almıştır. Akiş GYO, 2013 yılından itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. 2011 yılında açılan Akbatı ve 2017 yılında Saf GYO ile birleşmenin tamamlanmasıyla Akasya AVM Şirket bünyesine geçmiştir.

Akiş GYO'nun halihazırda gayrimenkul portföyünün büyük kısmı bu iki AVM'den oluşmaktadır. Akasya AVM, 253 mağazasıyla 80bin m<sup>2</sup> kiralanabilir alana sahipken; Akbatı AVM 64bin m<sup>2</sup> ile 172 mağazaya sahiptir. Öte yandan, alışveriş merkezi yatırımlarına alternatif bir yaklaşımla cadde mağazası da yönelen Şirket'in 2021 yılında Bağdat Caddesi'nde açılan ve Boyner markasına kiralanılan Erenköy Binası ise yaklaşık 8bin m<sup>2</sup>'ye sahiptir. Söz konusu portföylerin toplam değeri, 31 Mart 2024 Mart sonu itibarıyla, 25,2milyar TL'dir.

Akiş GYO'nun iki projesi bulunmaktadır. %50 oranında adi ortaklık olarak inşaat sözleşmesinin imzalandığı Beykoz projesi 24bin kat karşılığı arsa mülkiyetine sahiptir. Diğer yandan, %89 oranında iştirak ettiği WMG London Developments L.P. şirketine Londra'da proje gerçekleştirmek üzere (48 dairelik konut projesi) ortak olunmak suretiyle yatırım yapılmıştır.

Şirket'in hakim ortağı Akkök Holding'dir. Fili dolaşımdaki pay oranı %47,2 olan Şirket'in beş adet iştiraki bulunmaktadır.

## Gelirler ve Giderler

Kuruluş amacına uygun olarak sürdürülebilir kira geliri elde etmeyi amaçlayan Şirket'in toplam gelirlerinin büyük kısmını kira gelirleri oluşturmaktadır. Akiş GYO'nun iş modeli, Asgari Kira Geliri ve Hasılat Kira Gelirleri şeklindedir. Mağazaların yüksek ciroları hasılatla dayalı kira parametrelerini tetiklemekte ve baz kira üzerine hasılat kira geliri yaratmaktadır. Akiş GYO'da ilk çeyrek itibarıyla Hasılat Kira Gelirleri Akasya'da %31,7, Akbatı'da %27,2'dir. Diğer yandan, Akasya ve Akbatı'da gelirlerdeki büyüme 1Ç2024'de yıllık olarak sırasıyla %102 ve %83 olarak (Enflasyon: %65,5) gerçekleşmiştir.

Akiş GYO'nun kira/ciro oranı son beş yılda düşüş trendiyken, ilk çeyrek itibarıyla Akasya'da yıllık olarak hafif artarak %11,4 olarak gerçekleşmiştir. Akbatı'da ise kira/ciro oranı %9,5'tir.

Şirket'in kira geliri büyümesi enflasyonun üzerinde seyrederken, kiracılarla olan uzun süreli ilişkiler kapsamında makroekonomik dengelerde yaşanan değişiklikler sözleşmelerde esneklik imkanı tanımakta ve gelirlerde oynaklığı azaltarak daha istikrarlı bir büyüme çizgisi sağlamaktadır. Şirket, gelişmelere göre kiralama optimizasyonu yaparak proaktif bir yönetim sergilemektedir.

Ciro tarafında, geçmiş dönemlerde mağaza ciroları Alışveriş Merkezleri ve Yatırımcıları Derneği (AYD) rakamlarının üzerinde seyrederken, ilk çeyrekte Akasya ve Akbatı'nın ciro büyümeleri AYD'nin biraz altında gerçekleşmiştir. AVM cirolarında ilk çeyrekte Akasya'da %90, Akbatı'da %93'lük bir büyüme gerçekleşmiştir.

Diğer yandan önemli giderleri olarak; hizmet taşeron, personel ve enerji olarak sıralanabilir. Dönemsellik etkisiyle yılın ilk çeyreğinde %39'a çıkan taşeron giderleri kaleminde asgari ücret artışları yakından izlenirken, enerji giderlerinde tüketim miktarı ve elektrik sektöründeki piyasa takas fiyatları önemlidir.

## Net Borç

2018 yılından sonra borç yönetimine odaklanan Şirket, borcun TL'ye çevrilmesi, türev ürün kullanımı ve varlık satışlarıyla borç azaltımının sonuna gelmiştir. Pandemi döneminde düşük onlu seviyelere çıkan net borç/FAVÖK oranı 2022 sonunda 5,4x'e, 2023 yılında 1,9x'e ve 1Ç2024 döneminde 1,5x'e kadar gerilemiştir. Şirket'in bu yılın ilk çeyreğinde 76mn USD net borcu, 35mn USD açık pozisyonu (türev hariç) bulunmaktadır. Şirket'in 893mn TL'lik nakit seviyesi önümüzdeki bir buçuk yıldaki borçları ödeyebilecek kapasitedir. Borcun yönetilebilir düzeye gelmesine bağlı olarak Şirket dört yılın ardından bu yıl mayıs ayında temettü ödemesi yapmıştır.

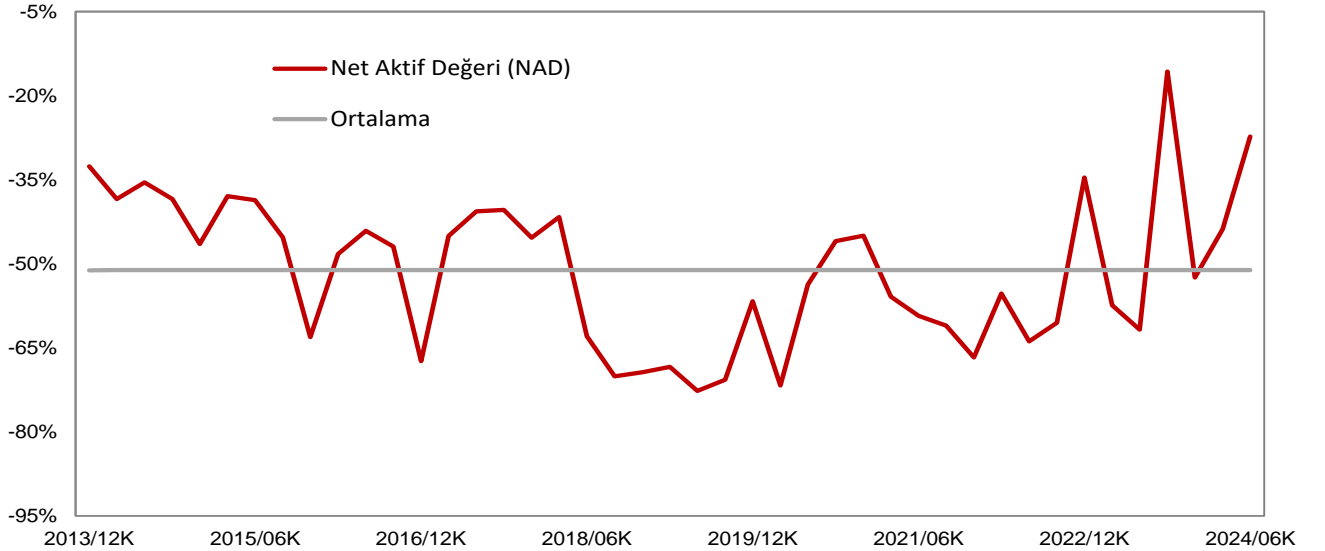
## Finansallar

Akiş GYO'nun enflasyona göre düzeltilmiş 1Ç2024'teki (konsolide) net dönem karı 2023 yılının ilk çeyreğine göre %39 oranında azalarak 509mn TL'ye gerilemiştir. Şirket'in yılın ilk çeyreğindeki satış gelirleri, yıllık bazda %15 oranında artarak 621mn TL'ye yükselirken, brüt kar %18 oranında artmış ve 471mn TL olmuştur. Brüt kar marjı ise 2,3 puan artarak %75,8 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in operasyonel giderleri aynı dönemde %15,5 oranında artarak 55mn TL'ye yükselirken, FAVÖK 422mn TL olmuş ve yıllık %18 oranında artış kaydetmiştir. FAVÖK marjı yaklaşık 2 puan iyileşerek %68 olmuştur. Şirket'in net finansman gideri de 253mn TL (1Ç2023: 230mn TL net finansman gideri) olmuştur. 350mn TL'lik parasal kazanç (1Ç2023: 636mn TL parasal kazanç) sonrasında Akiş GYO'nun yılın ilk çeyreğindeki net dönem karı 509mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in enflasyon muhasebesi uygulanmamış finansallarına bakıldığında, gelir yıllık %91 oranında artarak 585mn TL olmuştur. FAVÖK %103 oranında yükselmiş ve 397mn TL'ye çıkmıştır. FAVÖK marjı yaklaşık 4 puan iyileşerek %68 olarak gerçekleşmiştir.

## Net Aktif (Varlık) Değer (NAD) Gelişimi

Şirket'i 25 Temmuz 2024 itibariyle Net Aktif Değerine göre %27 oranında iskontolu olarak hesaplamaktayız. Bu oran sektörde piyasa değeri en yüksek on beş şirketin ortalama NAD iskontosu olan %17'nin üstündedir. Diğer yandan, Akiş GYO'nun ortalama son üç yıllık ve tarihi iskontosunu %51 olarak hesaplamaktayız.



**Kaynak:** Ziraat Yatırım, Finnet, Şirket Finansalları

## Beklentiler

Şirket 2024 yılına ait beklentilerinde bir miktar yukarı yönlü revizyon yapmıştır. Buna göre tahmini AVM gelir artışı %56,1'den %62'ye çıkarılmıştır. Yıl sonu enflasyon tahmini ise %40'dan %44'e revize edilirken, on iki aylık ortalama enflasyon rakamının yıl sonu seviyesi tahmini %57,5'dir. Gelecek dönemde; borçluluğun azalması, yeni büyüme hikayesi ve temettü ödeme beklentilerini artırmaktadır. Şirket olası yeni yatırım alanları belirleme ve proje bazlı

---

değerlendirme sürecine geçmeyi hedeflemektedir. Ek olarak, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına yönelik yasal düzenlemesinin detaylarının resmileşmesi ve buna göre aksiyonların belirlenmesi planlanmaktadır.

### **ESG ve Sürdürülebilirlik**

Şirket, Raporlama yapılan Refinitiv platformunda kendi sektöründe dünyada 472 şirket arasında ilk 10'a girmeyi başarmıştır. Ayrıca Türkiye'de Sustainable Fitch'ten ESG derecelendirme notu alan finans sektörü dışındaki ilk kurum olmuştur. Akiş GYO, BIST Sürdürülebilirlik endeksinde yer almaktadır. Şirket'in ESG skoru 84/100'dür.

### **Riskler**

Faiz ve kurlarda ani hareketlere neden olabilecek makro gelişmeler, regülasyonlar, projelerle ilgili süreçlerinin uzaması, beklentilerde belirgin sapmalar, borcun olmadığı bir dünyada aynı anda hem yeni proje geliştirmede aktif olunmaması hem de düşük temettü kararları ve varlıkların büyük bölümünün tek bir şehirde yoğunlaşması daha yüksek iskontoya neden olabilecek riskler olarak sıralanabilir.

### **Hisse Performansı**

Şirket hisseleri yılbaşından bu yana %81 oranında prim yaparak güçlü bir performans sergilemiştir. Aynı dönemde GYO endeksi %31,8, BIST100 endeksi %45,5 oranında yükselmiştir. Şirket hisseleri pandemi dönemi hariç son on yılda söz konusu endeksleri yenmiş ve yatırımcısına da reel getiri sunmayı başarmıştır. Öte yandan, Akiş GYO, çünkü kapanış itibarıyla 0,72x PD/DD ile işlem görmektedir. Sektörün ortalama PD/DD'i 0,68x'dir.

### **Yorum**

Gayrimenkul şirketleri için konum büyük öneme sahiptir. Doluluk oranları yüksek söz konusu AVM'lerin bulunduğu lokasyonlar ziyaretçiler açısından cazip konumdadır. Nitekim gelir yaratmakta güçlük çekmeyen şirketlerin de iyi tüketici deneyimi sunan bu AVM'lerde faaliyette bulunmak için talepleri devam etmektedir. Bununla birlikte, Şirket'in iş modeli yüksek kira geliri büyümesini desteklerken; önümüzdeki dönemde ortalama enflasyonun, açıklanan son enflasyon oranının üzerinde gerçekleşecek olması reel anlamda büyümeye olanak sağlayacaktır. Şirket'in borç azaltma stratejisinin sonuna gelmiş olması da oldukça önemli bir katalizördür. Büyümenin devam edebileceği, borçluluğun olmadığı bir senaryoda kurumsal notu yüksek olan Akiş GYO'nun mevcut iskontosunu halen yüksek buluyor, enflasyondaki görüntü de dikkate alındığında şirketin en azından Net Aktif Değerine yakın işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Ek olarak, ekonomide dengelenmenin derinleşmesi ve buna bağlı olarak halihazırda giriş bariyerinin yüksek olduğu sektörde yaşanabilecek potansiyel küçülmeler Şirket için bir avantaj yaratabilir. Bu beklentiler çerçevesinde, önümüzdeki dönemde de Şirket hisselerinin BIST100 ve GYO endeksinden pozitif ayrışmaya devam edebileceğini düşünüyoruz.

**Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## **ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

### **Araştırma Bölümü**

e-mail: [arastirma@ziraatyatirim.com.tr](mailto:arastirma@ziraatyatirim.com.tr)

### **Genel Müdürlük Pazarlama**

**Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL**  
+90 216 590 1700 / [info@ziraatyatirim.com.tr](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### **Aracılık Hizmetleri Servisi**

0 850 22 22 979

**Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş.**