

TÜRKİYE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI SEKTÖRÜ

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), getiri potansiyeli yüksek gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmayı, portföyündeki gayrimenkullerden kira getirisi elde etmeyi ve gayrimenkul alım satım kazancı sağlamayı amaçlamaktadır. Bir finansman modeli olan GYO'lar Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yasal düzenlemeleri tamamlanmasıyla 1995 yılında hayata geçmiştir. Mevzuatı gereği halka açılma zorunluluğu bulunan GYO'lar 1997 yılından beri borsada işlem görmektedir. İnşaat ve müteahhitlik faaliyetlerinin yoğun olduğu Türkiye'de, gayrimenkulde kurumsallaşmayı teşvik etmek ve sermaye piyasalarını derinleştirmek için GYO'lar kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. AB ile uyum süreci ve yabancı sermayenin sektöre olan ilgisiyle büyük inşaat şirketleri GYO lisansı almaya başlamış, 2000 yılına gelindiğinde GYO sayısı 8'e çıkmıştır. Sektörde şirket sayısı bakımında 2000-2004 döneminde ciddi değişiklik yaşanmazken, ekonominin toparlanması, mevzuat değişiklikleri ve yoğun sermaye girişi neticesinde inşaat sektörünün canlanmasıyla 2004 sonrasında sektöre katılım artmaya başlamıştır. 2009 yılında 11 olan şirket sayısı, mevzuatta meydana gelen başta halka açılma oranının %49'dan %25'e düşürülmesi gibi bir takım değişiklikler sonucunda 2010 yılında 21'e çıkmıştır. Devam eden 3 yılda ise şirket sayısı 30'a yükselmiştir. Birleşme ve satın alımların çok nadir olduğu sektöre giriş çıkışların mevcut piyasa koşullarında sınırlı olacağı öngörülmektedir.

Sektör şirketleri başta kiralık gayrimenkullere yatırım yaparak büyümüş, zamanla yaşanan olumlu gelişmelerle şirketler gayrimenkul geliştirerek portföylerini çeşitlendirmeye başlamıştır. Günümüzde GYO'ların portföyünün büyük bölümünü gayrimenkul (konut ve AVM) oluşturmaktadır. 2018 yılında %18,2 büyüyerek 79,4 milyar TL'lik solo aktif büyüklüğe ulaşan sektörde 33 şirket faaliyet göstermektedir. GYO'lar yıllardır oldukça yüksek iskonto oranlarıyla borsada işlem görmekte olup, toplam piyasa değeri 2018 yıl sonu itibarıyla %27,9 azalarak 19,4 milyar TL'ye gerilemiştir. Sektör piyasada %75,6 oranında iskantolu işlem görürken, sadece 4 şirketin piyasa değeri aktif değerinden yüksektir. Kur artışları nedeniyle 2017 yılında 7,1 milyar dolar olan sektörün dolar bazında piyasa değeri, 2018 yılında keskin düşüş göstererek 3,7 milyar dolara gerilemiştir. Türkiye'deki büyük ölçekli inşaat şirketlerinin genellikle aile şirketi olması nedeniyle kurumsal yapıdan uzak olmaları halka açılmaya sıcak bakılmamasına neden olmaktadır. Bunun yanında, GYO'ların mevzuat gereği inşaat işleri, emlakçılık ve danışmanlık işleri yapamaması da büyük inşaat şirketlerini sektörden uzak tutan diğer bir faktördür. Tüketim harcamaları ve organize perakende sektörüne bağlı olarak, uygun konumlandırılmış AVM'lerin mevcut performansının sürmesi, bunun yanında konut kısmında yaşanan fiyat düşüşleri nedeniyle sektörde durgunluğun devam etmesi beklenmektedir.

Mevzuat, sektörde hangi oranlarda hangi yatırım araçlarına yatırım yapılabileceğini belirlemiştir. Şirketler gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı haklara ve gayrimenkul projelerine aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapmak zorundadırlar. 2018 yıl sonu itibarıyla sektörün portföyünün %79,1'ini gayrimenkul yatırımları, %15,1'ini diğer araçlar, %3,4'ünü para ve sermaye piyasası araçları ve %2,4'ünü iştirakler oluşturmaktadır. Her ne kadar sektör ağırlıklı olarak gayrimenkul yatırımlarına yönelse de portföy dağılımı sektörün dağılımından bariz farklılık gösteren GYO'lar bulunmaktadır. Portföyünün tamamına yakını gayrimenkul ağırlıklı olan şirketler olduğu gibi portföyünün yarısına yakını sermaye piyasası araçlarından oluşan şirketler de mevcuttur. Diğer yandan gayrimenkul yatırımı kısmında bazı şirketler ağırlıklı olarak kira getirisi sağlayan konut, alışveriş merkezi ya da depo gibi alanlarda yoğunlaşmıştır. Bu tarz iş modeli bulunan şirketlerin düzenli kira getirilerinin bulunması nedeniyle karlılığı ve temettü performansı diğer şirketlere göre yüksektir. Bazı uluslararası uygulamaların aksine Türkiye'de faaliyet gösteren GYO'ların temettü dağıtma zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu nedenle sektörün genel olarak temettü verimliliği düşüktür. Bu durum borsadaki ilginin düşük olmasının nedenlerinden birisidir.

Sektörde yoğunlaşma söz konusudur. 2018 yıl sonu itibarıyla ilk iki şirket (Emlak Konut ve Torunlar) sektörün %44'ünü, ilk 5 şirket ise sektörün %64'ünü oluşturmaktadır. Solo aktif toplamı 1,0 milyar TL'nin altında olan 17 GYO mevcutken, yarısına yakını TOKİ'ye ait olan Emlak Konut GYO'nun büyüklüğü 22,7 milyar TL'dir. İlk 5 şirket 23,4 milyar TL'lik sektör stoklarının 19,5 milyar TL'sine sahiptir. Sektörün en büyük oyuncusu olan Emlak Konut GYO, şimdiye kadar 69 proje tamamlarken halen 38 projeyi devam ettirmektedir.

TÜRKİYE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI SEKTÖRÜ

Ekonomik ortamın bozulmasından en çok etkilenen sektörlerden biri gayrimenkul sektörü olmuştur. Bu sektörde satışlar düşme eğilimine geçtiğinde hükümet çeşitli destek politikaları uygulamıştır. Bu politikalar çerçevesinde konut alan yabancılara vatandaşlık verilmesi, konutların tesliminde KDV indirimi, satış sözleşmelerindeki damga vergisi istisnası, konut kredilerindeki peşinat oranının düşürülmesi, konut alımında devlet teşviki ve kamu bankalarının bazı dönemlerde konut kredisi faizlerini düşürmesi kalıcı çözümler getirmemekle birlikte sektör üzerinde olumlu etkiler oluşturmuştur. 2019 yılının ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre konut satışları %15,6 azalarak 256.433 adede gerilemiştir. Söz konusu daralmaya etki eden ana faktör, faiz hadlerinin yüksekliği nedeniyle ipotekli satışlarda meydana gelen azalıştır. Genel gidişat yerlilere yapılan satışlar azalırken yabancılara yapılan satışların artması yönündedir. Yabancılar 2011-2018 döneminde toplamda 29 milyar dolarlık taşınmaz satın almıştır. Her ne kadar yabancılara yapılan konut satışları 2018 yılında oransal olarak artış gösterse bile sektör içindeki payı hala düşük seviyelerdedir. Diğer yandan sektör temsilcileri yabancılara yapılan konut satışlarının ihracat olarak değerlendirilmesini ve bu konuda bir takım teşvikler verilmesi yönündeki beklentilerini sürdürmektedir. Finansman kısmında ise, menkul kıymetleştirme alanında mevzuat revizyonu talebi devam etmektedir. Emlak Bankasının uzun vadeli kredi vererek ipotek bankacılığına yönelmesi, sektörde canlanma beklentisi yaratabilir. İnşaat malzemelerinde meydana gelen fiyat artışları sektörü olumsuz etkilemeye devam eden bir diğer faktördür.

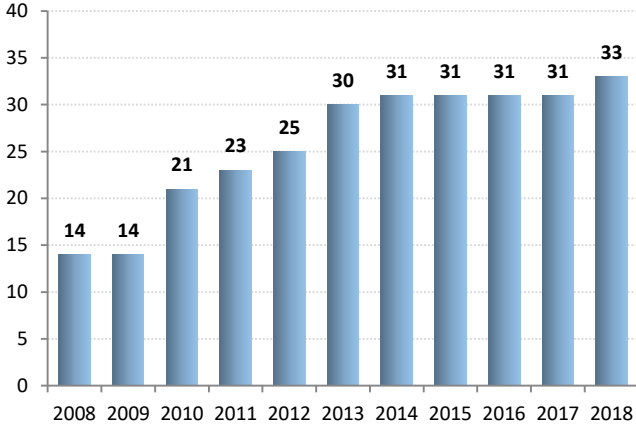
GYO sektörü ağırlıklı olarak özkaynaklar ile finanse edilmektedir. Sektörün 2018 yıl sonu itibarıyla özkaynak oranı %56,3'tür. 11 şirketin özkaynak oranı %75,0'in üzerinde olmakla birlikte çok düşük özkaynak oranına sahip şirketler de mevcuttur. Sektör aktiflerinin %27,6'sını finansal borç, %2,9'unu ise ticari borç ile fonlamaktadır. Sektör şirketleri, karlılığı ve dolayısıyla özkaynakları ciddi şekilde aşındıran kur zararlarına maruz kalmaktadır. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları gereğince uzun vadeli YP cinsi borcun kur zararı da cari yıl finansalları içerisinde yer almaktadır. Kurların son iki yıldır yüksek seyretmesiyle birlikte, sektörde önceleri fiktif olarak görülen kur zararları realize olmaya başlamıştır. Özkaynakları gerileyen bu etki maddi duran varlık değerlendirme artışıyla önlenmeye çalışılmaktadır.

2018 yılında sektörün esas faaliyet karı 8,4 milyar TL'dir. Brüt kara göre oldukça yüksek olan esas faaliyet karının artmasında diğer gelirler etkili olmuştur. Söz konusu diğer gelirlerin büyük bölümü yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışı ve kambiyo karından oluşmaktadır. Yüksek finansman giderlerinin düşülmesiyle birlikte sektörün 2018 yılı net karı 5,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılında dokuz şirket zarar açıklarken, üç şirketin net karı sektörün net karının %65,9'unu oluşturmaktadır. 2018 yılı sektörün özkaynak ve aktif karlılığı sırasıyla %12,2 ve %6,8'dir. Özellikle gayrimenkul değer artışı gibi diğer gelir kalemleri karlılık analizinin sağlıklı yapılmasının önüne geçmektedir.

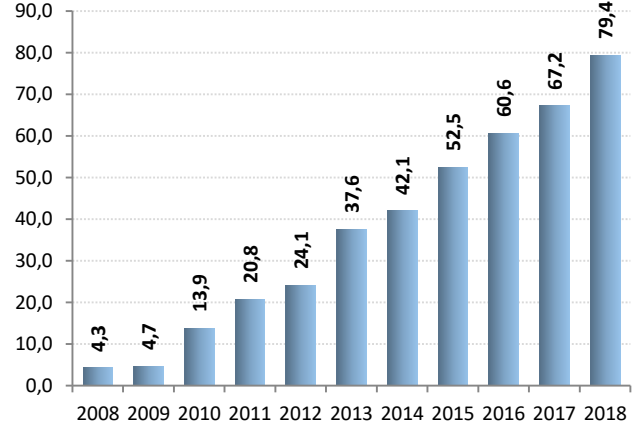
Sektörün finansal borçlanması 2018 yılında %33,2 artarak 21,9 milyar TL'ye yükselmiştir. Sektör şirketleri ağırlıklı olarak YP cinsinden uzun vadeli olarak borçlanmaktadır. Kurlardaki artış sektörün finansal borç tutarının artmasında temel rol oynamıştır. 2018 yılında sektörün 19,5 milyar TL olan kredi borcunun %62,5'i YP cinsindedir. Sektörün finansman kaynaklarını başta banka kredileri olmak üzere borçlanma araçları, finansal kiralama işlemleri ve çok küçük olmakla birlikte faktoring işlemleri oluşturmaktadır. 2018 yıl sonu itibarıyla yedi GYO bono, tahvil ve kira sertifikaları ihraçlarıyla 1,9 milyar TL'lik fon sağlamıştır. İlk 10 şirketin finansal borçlanması sektörün finansal borcunun %85,9'unu oluştururken, söz konusu 10 GYO'nun finansal borçlanmasının %56,7'si uzun vadeli. Sektörün finansman gideri 2018 yılında 1,3 kat artarak 6,0 milyar TL'ye yükselmiştir. Finansman giderlerinin artmasında faiz hadlerinin artışından ziyade kur zararları etkili olmuştur. Sektör artan faiz hadleri ve kur dalgalanmaları nedeniyle uzun zamandır alternatif finansman kaynaklarına erişmeye çalışsa da bu konuda bir çözüm bulamamıştır. Sektörde yeni projelerin fonlanmasından önce var olan gayrimenkul stokunun çözümü için eylem planına ihtiyaç vardır.

GÖSTERGELER

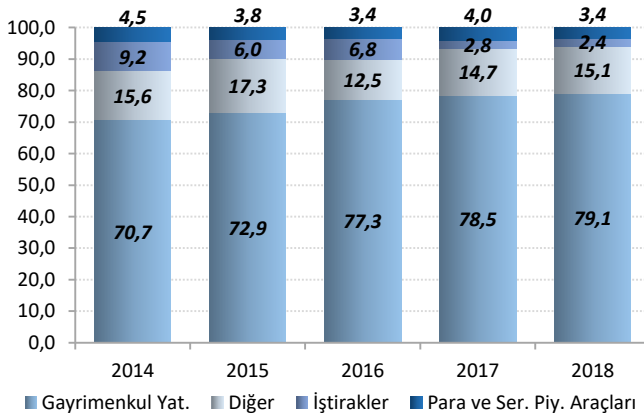
Şekil 1- Şirket Sayısı



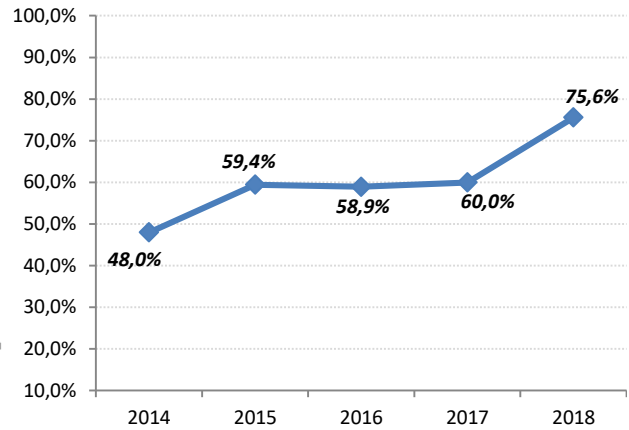
Şekil 2- Sektör Aktifleri (Milyar TL)



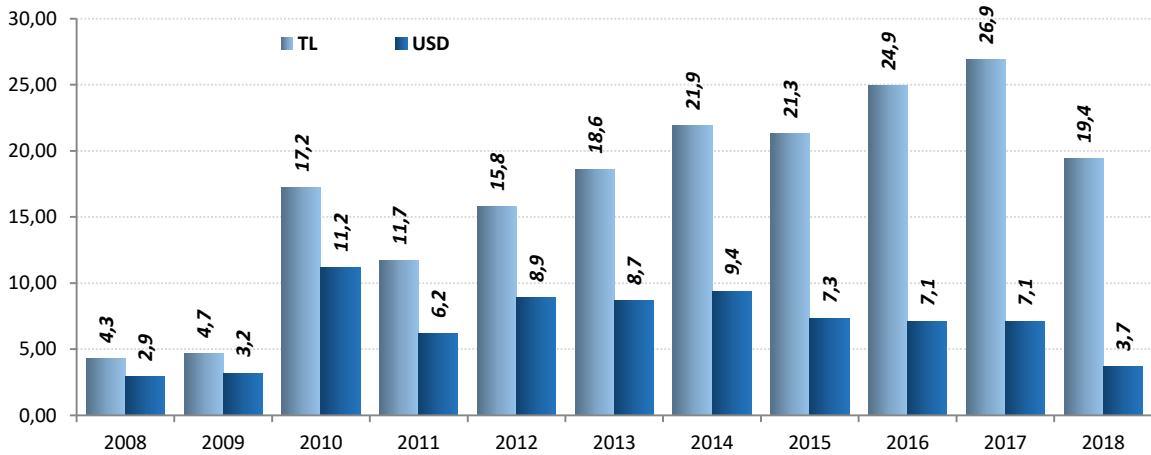
Şekil 3- Portföy Dağılımı (%)



Şekil 4- İskonto Oranı



Şekil 5- Piyasa Değeri (Milyar TL/USD)





İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Müselles Sok. Onur İş Merkezi No:1/2
Şişli / İSTANBUL

Tel: 0212 272 01 44

Fax: 0212 257 54 85

Mazlum Eraslan – Kredi Derecelendirme Uzmanı

mazlum@turkrating.com

Bu rapordaki bilgiler ve yorumlar, kamuya açık, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan temin edilen bilgilerden derlenmiştir. Bununla beraber, bu raporda geçen bilgilerin kullanılması veya bu raporun yararlandığı kaynaklardaki hata ve eksikliklerden doğan bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu raporlar hiçbir şekilde menkul kıymetlerin alımı veya satımı konusunda tavsiye olarak yorumlanmamalıdır. Kullanan ancak kendi bilgi, inisiyatif ve değerlendirmesi ile hareket edecektir.
