

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ - XGMYO

Birikmiş talebin sinyalleri

Faiz indirim döngüsü öncesinde aksiyon almak lazım. TCMB'nin özellikle 2025 sonuna doğru iyice –ikincil bir şok olmazsa- faiz indirim döngüsüne başlayıp yumuşak iniş koşullarına Türkiye'yi hazırlaması doğal olarak sınırlanan sektörler arasına giren gayrimenkul sektörünü özellikle 1.el taleplerle önemli ölçüde etkileyecek. Bu durumu beklemeden hisse senetleri piyasasında aksiyonların yavaştan alınması gerekiyor.

GYO'lar artık yalnız değil. Son 2-3 senedir iyice gündem olan gayrimenkul yatırım fonlarının yanı sıra proje gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul sertifikaları ve benzeri ürünler gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ve yatırımcıların desteklenmesini sağlayacak.

Zorlu koşullara rağmen istatistiklerde haberler iyi geliyor. Makroekonomik sınırlamalara rağmen konut satış istatistiklerinde TÜFE üzerinde büyüme takip etmeyi sürdürüyoruz. Bu durum sektörün lehine olmakla birlikte geleceğe yönelik iyimser ortam taşıyor.

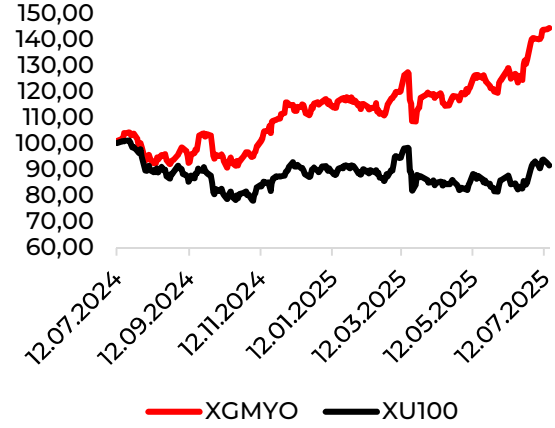
Önceliğimiz geliştirme grubu olacak. Bu dönemde özellikle geliştirmede aktif rol alan, geliştirme grubuna yeni girip güçlenmeye hazırlanan şirketleri listelerimize dahil etmemiz önem arz ediyor. İlaveten doluluk oranlarında iyimser AVM kira şirketlerini de ön planda kısmen de olsa tutulabilir.

Araştırma departmanı olarak kapsamımızı olduğunca geniş tutuyoruz. Her hafta Salı günleri yayınladığımız GYO bülteninde aktif olarak 25 tane gayrimenkul yatırım/yatırım ortaklığı şirketini takip ediyor ve sizlerle paylaşıyoruz.

Bu raporda özellikle son dönemde ön planda tuttuğumuz AVPGY, EKGYO, ISGYO, MRGYO, RGYAS, TRGYO ve SNGYO özelinde al tavsiyesini başlatıyoruz. Gelecek dönemde olumlu finansallar ve yumuşak iniş koşul seyirleriyle birlikte hedef fiyat verdiğimiz şirket sayısını takip kabiliyetimiz sayesinde genişletmeyi planlamaktayız.

18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	XGMYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	695
Piyasa Değeri (mln \$)	17.256



FİYAT

PERFORMANSI

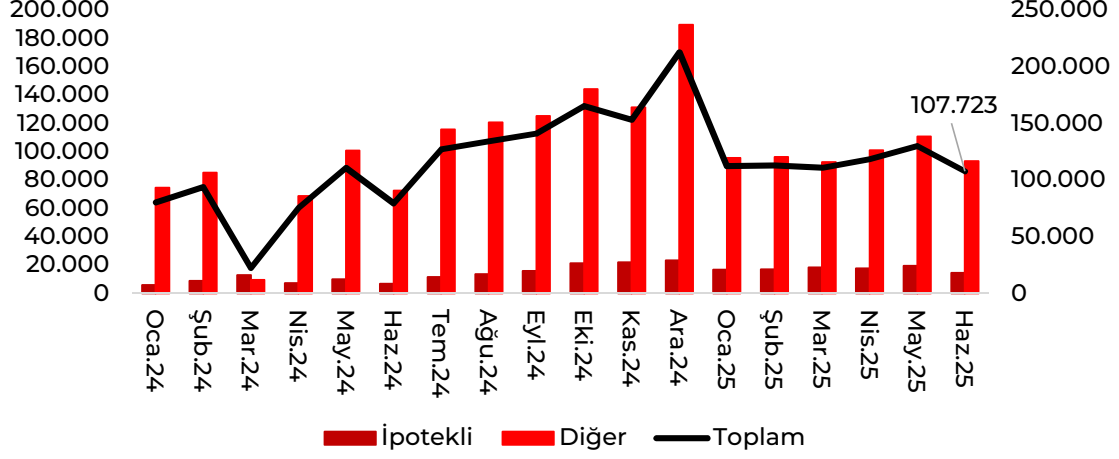
(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	17,00	28,50	44,43
Nominal (TL)	16,92	28,50	44,61
Nominal (USD)	18,80	32,30	57,61

KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
AVPGY	93,31	AL
EKGYO	26,89	AL
ISGYO	24,26	AL
MRGYO	3,2	AL
RGYAS	200,44	AL
TRGYO	95,08	AL
SNGYO	6,2	AL

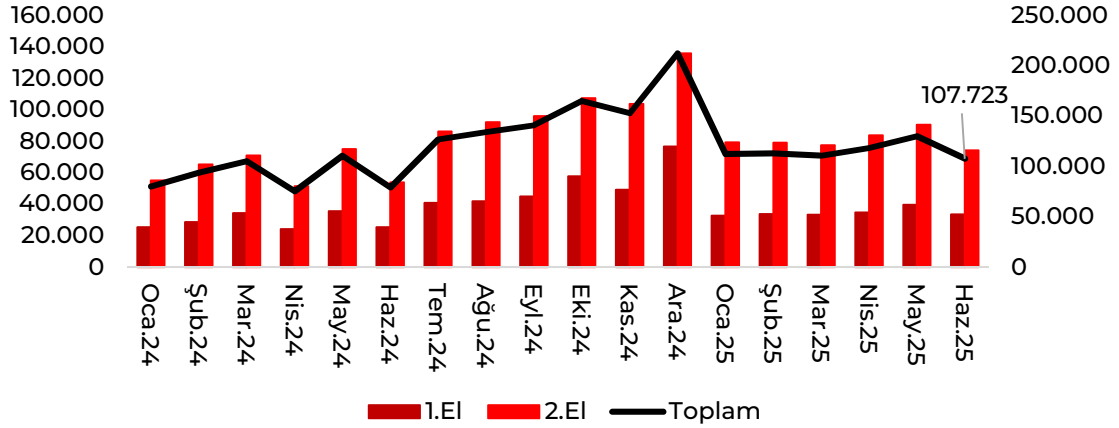


SEKTÖR ANALİZİ

Grafik-1: Konut Satışları (adet, seviye, aylık, şekle göre)



Grafik-2: Konut Satışları (adet, seviye, aylık, duruma göre)

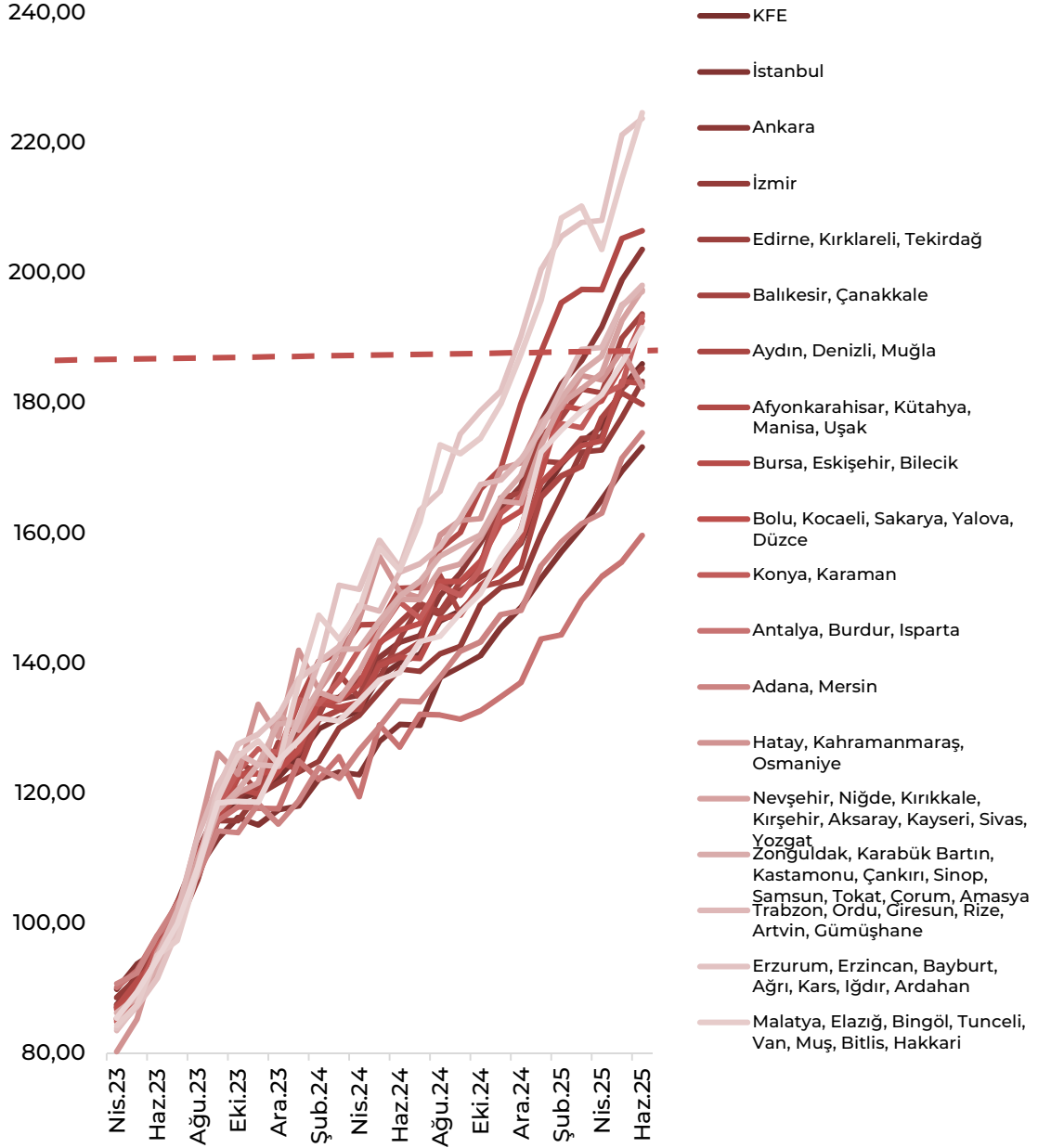


Makroekonomik koşullara rağmen geçen yılın aynı ayına göre Haziran ayında konut satışlarının %35,8 artışla 107.723 adet olarak gerçekleşti. İpotekli satışlar güçlü şekilde artış gösterirken artış miktarı diğer grupta %28,6 olurken ipotekli satışlarda aylık artış %112,6 olarak gerçekleşti.

Satış durumları bazında ise 2.el satışlar ağırlık kazansa da beklenen enflasyon bandında 1.el satışları büyümeye devam ediyor. 1.el satışları geçen aya göre aylık %32 artış kaydetti.

Zorlu koşullara rağmen vatandaşların talebi bu tarafta henüz bitmiş olmamakla birlikte kaldığı yerden devam ettiğini gözlemliyoruz. Gelecek dönemde özellikle faiz indirimleriyle birlikte düşük baz etkisinden daha etkin yararlanmak suretiyle üzerine ekleyerek artışların devamlılığını bekleriz.

Grafik-3: Konut Fiyat Endeksi (seviye, bölgeler bazlı)



Konut fiyat endeksi özelinde **İstanbul, İzmir, Edirne, Kırklareli, Tekirdağ, Aydın, Denizli, Muğla, Bursa, Eskişehir, Bilecik, Antalya, Burdur, Isparta, Hatay, Kahramanmaraş ve Osmaniye** illeri endeksin altında kalmayı sürdürürken diğer iller endeks üstünde fiyat davranışları sergilediğini takip ettik.

Bu iller dışındaki konutlara yoğun şekilde ilgi gösteren şirketlerin gelecek dönemde ilave bir finansala katkı alabileceğini değerlendirmek mümkün olmakla birlikte güçlü reel pozitifte doğru kademe kademe ilerlemeyi bekleyebiliriz.

Tablo-1: Araştırma Kapsamımızdaki Şirketler
(tahmini NAD'a göre iskontolanmış, mln TL)

Şirket Adı	KOD	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto
Martı GMYO	MRGYO	8.658	21.003	-87,74%
Vakıf GMYO	VKGYO	50.611	57.696	-84,03%
Halk GMYO	HLGYO	68.713	69.675	-78,93%
Sinpaş GMYO*	SNGYO	66.147	79.377	-77,47%
Özak GMYO	OZKGY	54.538	71.990	-73,71%
Özderici GMYO	OZGYO	5.100	6.732	-69,92%
Kızılbük GMYO	KZBGY	27.555	47.739	-69,69%
Emlak Konut GMYO	EKGYO	175.008	239.761	-69,63%
Torunlar GMYO	TRGYO	160.157	211.408	-66,79%
Rönesans GMY**	RGYAS	97.915	129.247	-65,76%
Edip GMY	EDIP	5.307	6.103	-65,75%
Alarko GMYO	ALGYO	14.873	16.844	-64,62%
İş GMYO	ISGYO	43.416	49.168	-64,04%
Servet GMYO*	SRVGY	19.929	26.306	-61,33%
Akiş GMYO	AKSGY	34.840	39.456	-57,22%
Pasifik GMYO	PSGYO	19.904	2.627	-51,57%
Reysaş GMYO	RYGYO	68.338	90.206	-50,56%
Avrupakonut GMYO	AVPGY	37.296	42.238	-37,02%
Deniz GMYO	DGZYO	4.503	5.224	-36,75%
Sur T.E. GMYO	SURGY	8.840	11.669	-28,60%
Yeni Gimat GMYO	YGGYO	15.760	20.803	-1,09%
Panora GMYO	PAGYO	11.341	14.970	11,22%
Ziraat GMYO	ZRGYO	60.665	68.703	58,09%
Batı Ege GMYO	BEGYO	5.273	5.972	72,49%
Egeyapı GMYO	EGEGY	836	947	409,87%

-% iskonto +% primli olduğunu ifade eder

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarınca yayınlanan son finansal tablo doğrultusunda güncel net aktif değer tablosu çıkartılmış olup tahmini net aktif değer hesaplaması TSPB tarafından verilen iskonto ve dolar kuru ile indirgenmiş nakit akışınca kullanılan rasyo doğrultusunda tahmini rasyo genelinde sabit tutulmaktadır.

Düzenli haftalık güncellenecek olup düzenli güncelleme dataları olan 6 ve 12 aylık bilançolarda tekrarı katsayı güncellemesi yapılması gerekmektedir.

Portföy giriş çıkışları ilgili formda yer alan şirketlerin yakından takip edilmekte olup güncel veri değişimi olduğunda işlem anlık yapılmaktadır.

İş bu şirketler araştırma ekibince kapsam niteliğinde olan şirketlerdir. İlave şirketler çekincede yer alan maile atılan talepler doğrultusunda ekleme yapılabilecektir.

*: Sinpaş GMYO ve Servet GMYO solo üzerinden iskontolanmıştır.



AVPGY – AL

Konutların fedaisi

Marka imajı ile güçlü bir portföy yapısına sahip. Avrupa Konutları sıfatlandırması çerçevesinde İstanbul başta olmak üzere yapılan yayılım Avrupakonut özelinde geleceğe yönelik iyimser ortamı yaratmayı sürdürüyor.

Kıymetli AVM parçalarını da önemsiyoruz. Forum Trabzon AVM portföyde önemli yer edinirken geleceğe yönelik bir potansiyele işaret etmeyi sürdürüyor. Gelecek dönemde önemli bir nakit kaynağı olabileceğini değerlendiriyoruz.

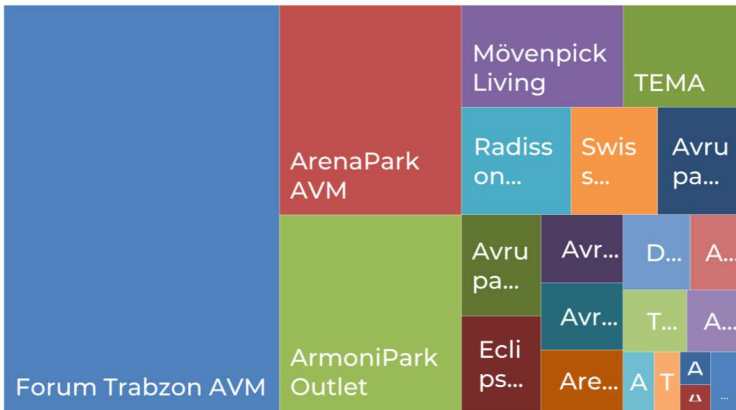
Portföy özelinde değerlemelerde tahminimize önemli ölçüde yakınsadı diyebiliriz. Portföyün tümünü değerlendirdiğimizde 42 milyar TL'lik bir değerlemenin uygun olacağını vurgulamak isteriz. Özellikle konut kısmı önemli bir katkı sağlarken kadroya yeni eklenen TEMA portföyü de önemli bir etken olarak karşımıza çıkıyor.

Tamamlanan 3 proje geleceğe ışık saçıyor. Avrupa Konutları Çamlıvadi, Demir Life, Feza Park Villaları geleceğe yönelik iyimser beklentileri desteklemeyi sürdürüyor. Avrupa Konutları Şişli'de tamamlandığında yıl önemli ölçüde zorlu koşullarda güçlenerek devam edecek.

AVPGY özelinde:

- 2025 yılında 10,7 milyar TL net kar beklentimiz mevcuttur.

Bu doğrultuda AVPGY'ı 0,71 PD/NAD çarpanıyla 93,31 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

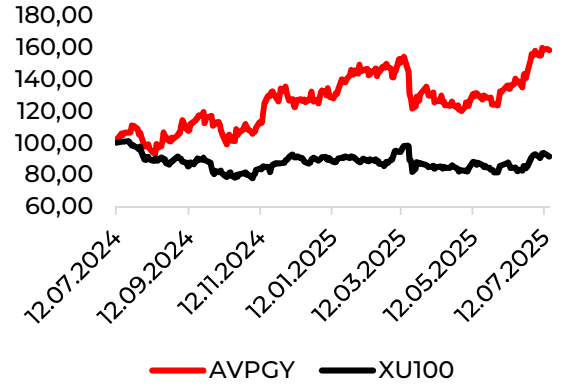


18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	AVPGY
Piyasa Değeri (mlr TL)	26,6
Piyasa Değeri (mln \$)	660,8
HEDEF FİYAT	93,31
POTANSİYEL GETİRİ	%40,31
TAVSİYE	AL

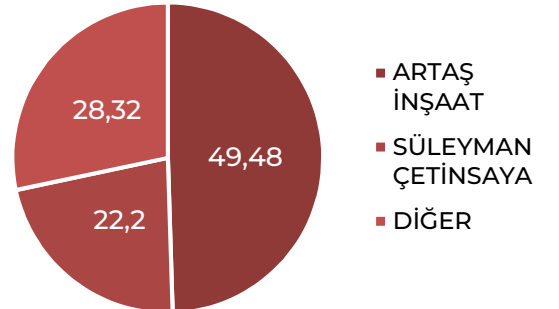
F/K	7,18
PD/DD	0,77

Hisse Sayısı (mln lot)	400
FDPO (%)	22,07
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	165

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E			
GÖRE	15,45	28,55	54,23
Nominal (TL)	15,37	28,55	54,41
Nominal (USD)	17,24	32,35	67,41

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Avrupakonut GMYO	Güncel
Forum Trabzon AVM	13.520.870.976
ArenaPark AVM	4.613.831.175
ArmoniPark Outlet	4.321.064.216
Mövenpick Living	1.996.538.586
Radisson Residences	1.421.350.568
Swiss Otel	1.126.712.541
Avrupa Konutları Yenimahalle	1.117.049.563
Eclipse Maslak	914.984.797
Avrupa Konutları Şişli	971.552.776
Avrupa Residence Ataköy	676.187.116
Avrupa Yamanevler	662.996.093
ArenaPark 2	609.934.834
Demir Life	609.637.664
Artaş	486.031.053
Tema Çarşı	474.221.939
Avrupa Esentepe	424.399.493
Avrupa Yamanevler 2.Etap	223.119.240
Tema İstanbul	185.367.711
Avrupa Konutları Atakent 3	122.147.658
Avrupa Konutları TEM	97.658.693
Kemberburgaz Arium	66.037.660
Avrupa Ispartakule	55.301.037
Demir Life	51.729.500
Avrupa Konutları TEM 2	35.220.085
Avrupa Konutları Başakşehir	29.716.948
TEMA	1.476.672.200
PORTFÖY DEĞERİ	37.790.334.122

PIYASA DEĞERİ AVPGY	26.600.000.000,00
MCAP/NAD	0,71
TERMİNAL DEĞER	37.322.613.181,00
HEDEF FİYAT	93,31
POTANSİYEL	40,31%



EKGYO - AL

TOKİ fonksiyonu ile yola devam

Yeni model önceki modele göre çok pozitif ayrıştı. Gelir paylaşımlı ihale aksiyonları ile ortalama çarpanın 2 seviyesini de aştığını takip ediyoruz. Bu durum doğal olarak hem EKGYO'yu hem iştirak edinen şirketleri de destekliyor.

TOKİ fonksiyonu ile gayrimenkul sertifikası projesi ilave bir kazanım yaratacak. Bu model ile ister proje kapsamındaki değer artışı ister konut edinme gibi seçenekler sunularak şeffaf ve güvenilir bir yatırım ortamı sunulacak.

2025 beklentileri konservatif diyebiliriz. 2025 yılında şirket:

- 77 milyar TL proje satış değeri
- 12 milyar TL net kar
- 856 bin metrekare brüt satış alanı
- 245 milyar TL aktif büyüklük
- 7.522 bağımsız bölüm satışı
- 5 milyar TL arsa satışı hedefliyor

EKGYO özelinde:

- 2025 yılında 14 milyar TL net kar
- 239 milyar TL seviyesinde piyasa değerine ulaşacağını değerlendiriyoruz.

EKGYO'yu bu çerçevede 0,42x PD/NAD çarpanı ile 26,89 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.



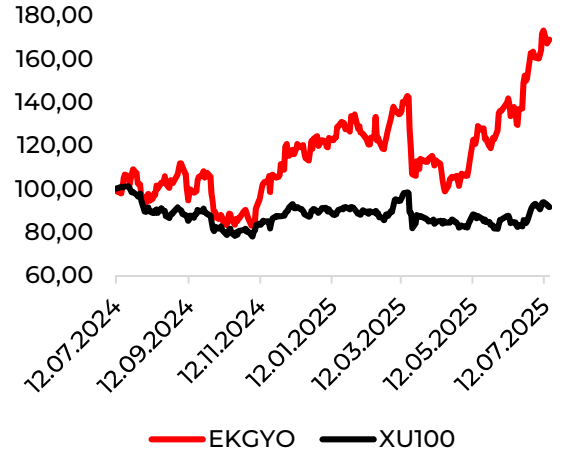
Şirketin modeli gereği ana portföy dönen varlıklar kalemi içerisinde işlenmektedir.

18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	EKGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	72,81
Piyasa Değeri (mln \$)	1,81
HEDEF FİYAT	26,89
POTANSİYEL GETİRİ	%40,37
TAVSİYE	AL

F/K	4,12
PD/DD	0,67

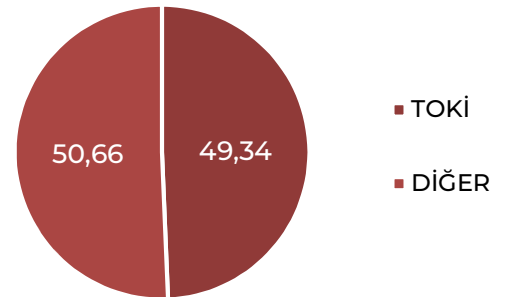
Hisse Sayısı (mln lot)	3.800
FDPO (%)	%48,35
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	3.047



FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	26,88	72,61	70,93
Nominal (TL)	26,80	72,62	71,12
Nominal (USD)	28,68	76,42	84,11

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Emlak Konut GMYO	31.03.2025
Büyükyalı AVM BB	2.792.323.000
Ataşehir GM	2.311.318.000
İstmarina AVM BB	1.592.370.000
Arsa, Konut ve Ticari Ürünler	1.301.868.000
PORTFÖY DEĞERİ	7.997.879.000
Dönen Varlıklar	197.536.697.000
Duran Varlıklar	18.131.981.000
(Kısa Vadeli Yükümlülükler)	102.645.114.000
(Uzun Vadeli Yükümlülükler)	568.540.000
VERGİ ÖNCESİ NET AKTİF DEĞER	120.452.903.000
(Vergi Etkisi)	2.199.451.000
NET AKTİF DEĞER	175.008.282.000

PİYASA DEĞERİ EKGYO	72.808.000.000,00
MCAP/NAD	0,42
TERMİNAL DEĞER	102.200.282.000,00
HEDEF FİYAT	26,89
POTANSİYEL	40,37%



ISGYO - AL

İş grubunun gücü adına

Çeşitlendirilmiş başarılı gayrimenkul portföyü takip ediyoruz. Ağırlığı ofislerden oluşan portföyün perakende, proje ve diğer kısımları çerçevesinde güçlü kiracılar ve sermaye yapısı ile fonksiyonlarını korumayı sürdürüyor.

Projeler geleceğe ışık saçıyor. Kasaba Modern, Profilo ve Balmumcu projeleri ile öncelikle sürece önemli bir katkı sağlanacak. Gelecek dönemde Tuzla nezdinde planlanan 1.115 üniteden oluşan konut projesi ayrı bir katkı sağlıyor.

İş Kuleleri ile Tuzla önemli ağırlık gösteriyor. İstanbul İş Kulelerinde 12,21 milyar TL ve Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi 11,5 milyar TL portföy değerleri gelecek dönemde potansiyel nakit akımlarını kira ve satımlar çerçevesinde güçlü şekilde sağlayabileceğini gösteriyor.

AVM'lerde doluluk fonksiyonu sektörün üzerinde seyrediyor. Kanyon, Ege Perla ve Mallmarine AVM'de sahip/hissedar olan ISGYO'nun doluluk oranları sektörün üzerinde seyrettiğini gözlemliyoruz.

2025 yılında:

- ISGYO özelinde 1,5 milyar TL net kar bekliyoruz
- 49,2 milyar TL net aktif değere ulaşacağını hesaplıyoruz

Bu doğrultuda ISGYO nezdinde 0,41x PD/NAD çarpanıyla 24,26 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

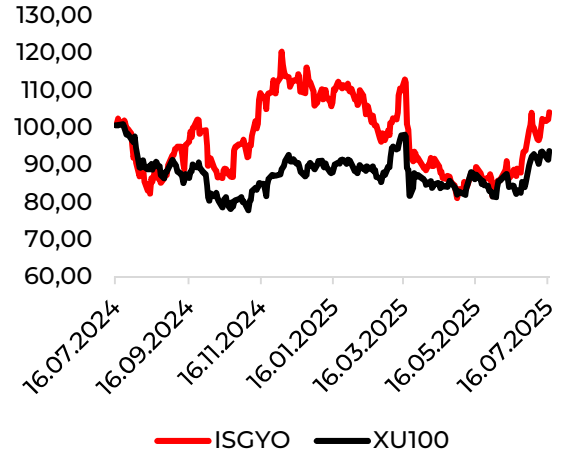


18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	ISGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	17,7
Piyasa Değeri (mln \$)	439,25
HEDEF FİYAT	24,26
POTANSİYEL GETİRİ	%31,57
TAVSİYE	AL

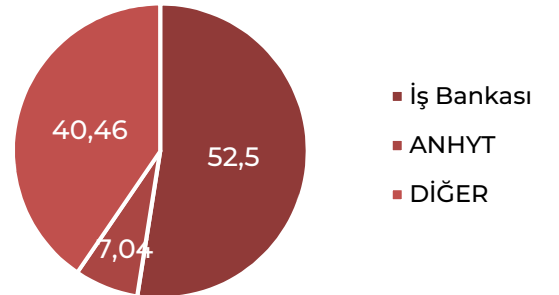
F/K	71,62
PD/DD	0,42

Hisse Sayısı (mln lot)	958,75
FDPO (%)	38,95
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	108,7

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	17,53	18,12	2,72
Nominal (TL)	17,45	18,13	2,90
Nominal (USD)	19,33	21,93	15,90

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

İş GMYO	Güncel
İstanbul İş Kuleleri Kompleksi	12.209.623.061
Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merk	11.501.643.855
Kanyon AVM	4.430.557.486
Maslak Ofis Binası	1.825.407.493
Ege Perla AVM	1.379.199.697
Taksim Ofis Lamartine	1.071.949.711
Tuzla Meydan Çarşı	242.677.394
Mallmarine AVM	226.030.401
Levent Arsası	25.864.750
İzmir Şehitler Arsası	994.500.000
İzmir Konak Ticari Binası	963.900.000
İçerenköy Ofis Binaları	341.700.000
Lotus	2.534.498.000
Ömerli Arsalar	3.357.027.600
Beyoğlu Arsa	600.000.000

PİYASA DEĞERİ ISGYO	17.679.350.000
MCAP/NAD	0,41
TERMİNAL DEĞER	23.261.540.658,46
HEDEF FİYATI	24,26
POTANSİYEL	31,57%



MRGYO - AL

Yeni yatırımlar zamanı

Konaklama faaliyetlerinde iyimser ortam takip edildi. Türkiye turizm sektörü 2024 yaz sezonunda Almanya, İngiltere ve Rusya gibi ana kaynaktan gelen ziyaretçilerle anlamlı artışlar kaydetmiştir. Sezonun 2.yarısı önemli ölçüde pozitif artış kaydetmiştir. Bu durum geceleme sayısı ve ciroda önemli katkı sağlamıştır.

Tekirdağ Çerkezköy'deki yatırım MRGYO'ya yeni bir odak yaratıyor olacak. O bölgeye yapılacak olan konut faaliyetleri gelecek dönemde yeni bir odak yaratımıyla güçlü finansalların elde edinimine sebebiyet verecektir. Tahminen 2 sene içerisinde devreye alınacağını değerlendiriyoruz.

Yaz sezonuna dair finansallar önemli bir gösterge yaratabilir. Özellikle yaza dair beklentilerin bir miktar Eylül ve sonrasına doğru kaydığını gözlemliyoruz. Ancak geceleme sayılarında iyimser artışlar takip ediliyor oluşu MARTI katkılarıyla sürece gecikmeyi aksine lehe çevirecek bir ortam sunabilir.

MRGYO özelinde:

- 2025 yılında 4 milyar TL net kar
- 21 milyar TL net aktif değer bekliyoruz.

Bu doğrultuda MRGYO'yu 0,3x PD/NAD çarpanı ile 3,2 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.



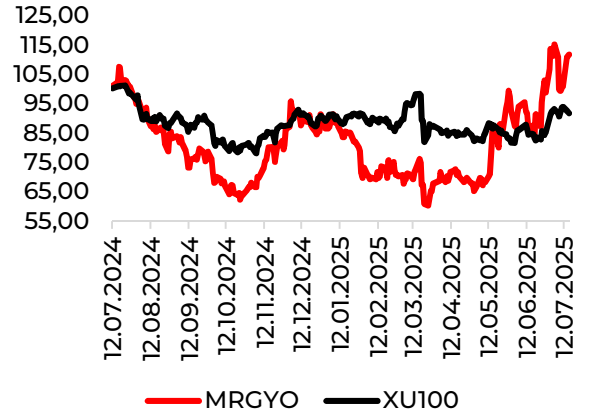
MRGYO özel bilanço formatına sahiptir

18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	MRGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	2,57
Piyasa Değeri (mln \$)	63,79
HEDEF FİYAT	3,2
POTANSİYEL GETİRİ	%35,4
TAVSİYE	AL

F/K	1,10
PD/DD	0,29

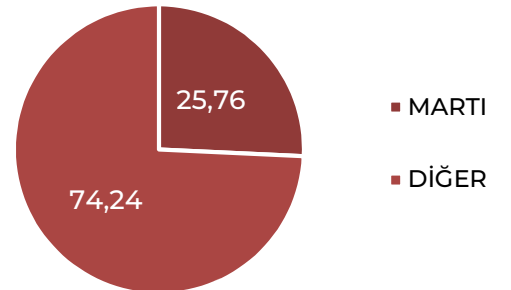
Hisse Sayısı (mln lot)	1,09
FDPO (%)	70,67
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	108,97



FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	34,93	62,75	8,28
Nominal (TL)	34,86	62,76	8,46
Nominal (USD)	36,73	66,56	21,46

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Martı GMYO	Güncel
Martı Marina	2.947.703.395
Martı Myra Otel	7.434.111.427
Antalya/Kemer/Çamyuva Arsa	85.000.001
Aydın/Karacasu/Işıklar Arsa	34.108.007
Muğla/Marmaris/Aydın Arsa	709.059.982
Tekirdağ Çerkezköy - 5 Arsa	999.999.981
Martı Marina İlave Yatırım	1.521.950
Martı Myra İlave Yatırım	53.649.738
Diğer	12.195.036
PORTFÖY DEĞERİ	12.277.349.517

PİYASA DEĞERİ MRGYO	2.574.712.800
MCAP/NAD	0,30
TERMİNAL DEĞER	3.486.190.159
HEDEF FİYAT	3,20
POTANİSYEL	35,40%



RGYAS - AL

Sektör üzerinde doluluk oranları

Yönetişimi güncel muhasebe sisteminden olumsuz etkileniyor. IFRS modeli doğrultusunda özkaynaktan değerlendirilen yatırımlar gerçek rakamın önemli derecede altında kalıyor. Ertelenmiş vergi yükümlülüğü gibi hususlarda net aktif değer baskılanmasına neden oluyor. Gelecek dönemde bunun değişmesi bekleniyor.

Yeni standartlara uyumlu AVM portföyü izliyoruz. Sinema ve tüketim davranış faktörlerinin AVM'ler özelinde ikinci plana itilmesi doğrultusunda sosyalleşme faktörünün ortaya çıkmasıyla birlikte AVM'lerin dönüşme ihtiyacının evvelden tamamlayan RGYAS gelecek dönemde burada pozitif ayrışmayı planlıyor.

Doluluklar neredeyse tam diyebiliriz. Sektörde açık konsolidasyon doğrultusunda %95-99 bandında AVM doluluk oranları RGYAS özelinde takip ediliyor. RGYAS baz kiralari güçlendirmek amacıyla sözleşmelerini güncelleme ya da müşteri değişimi aksiyonları ile gelirlerini güçlendirmeye devam ediyor.

MaltepePark projesi önemli bir proje olarak karşımıza çıkıyor. 480 üniteli proje olarak planlanan projenin bir kısmı gelecek dönemde ofis haline getirilerek baz gelirin çok daha güçlendirilmesi söz konusu olabilir.

RGYAS özelinde:

- 2025 yılsonunda 10 milyar TL net kar
- 129 milyar TL yılsonu net aktif değer bekliyoruz.

Bu doğrultuda RGYAS'ı 0,34x PD/NAD çarpanı ile 200,44 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

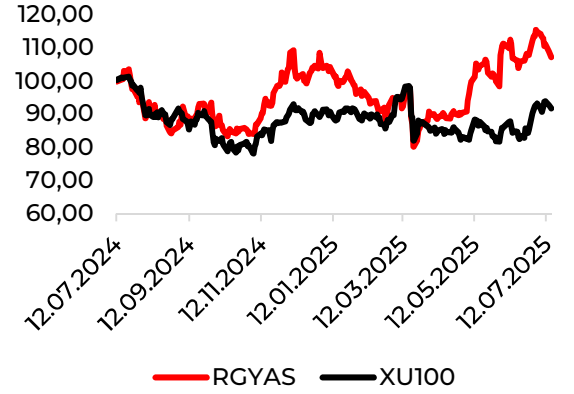


18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	RGYAS
Piyasa Değeri (mlr TL)	44,25
Piyasa Değeri (mln \$)	1,1
HEDEF FİYAT	200,44
POTANSİYEL GETİRİ	%49,92
TAVSİYE	AL

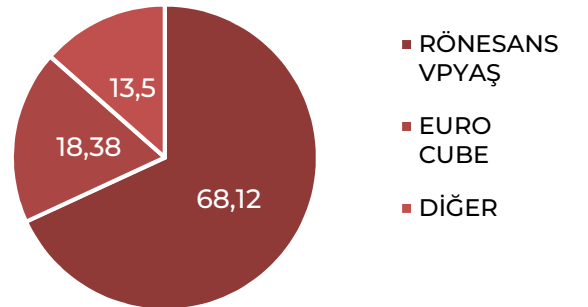
F/K	38,66
PD/DD	0,45

Hisse Sayısı (mln lot)	331
FDPO (%)	9,53
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	84,7

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	3,56	23,22	9,05
Nominal (TL)	3,48	23,23	9,23
Nominal (USD)	5,36	27,03	22,23

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Rönensans GMY	Güncel
Hilltown AVM Karşıyaka	24.305.596.000
Maltepe Plaza	17.429.010.000
Hilltown AVM ve Ofis	13.939.928.000
Adana Optimum AVM	12.509.503.000
Samsun Plaza AVM	12.399.953.000
Maltepe Park	9.573.320.000
Kahramanmaraş Plaza AVM	6.906.940.000
Şanlıurfa Plaza AVM	5.381.729.000
Küçükyalı Ofis&TED Rönesans Koleji	4.896.889.000
Kozzy AVM	994.175.000
PORTFÖY DEĞERİ	108.337.043.000

PIYASA DEĞERİ RGYAS	44.254.700.000
MCAP/NAD	0,34
TERMİNAL DEĞER	66.346.676.541,21
HEDEF FİYAT	200,44
POTANSİYEL	49,92%



SNGYO - AL

İşler yolunda

Tecrübe yönetişiminin güçlü sonuçları kaldığı yerden devam ediyor. Gayrimenkul, sanayi, hizmet, finans, turizm ve enerji gruplarında faaliyet gösteren Sinpaş grubunun önemli parçası olan Sinpaş GYO tecrübe yönetişiminin güçlü sonuçlarını elde etmeye devam ediyor.

Değerleme niteliğinde solo kısmı önemsiyoruz. Sinpaş grubu içerisinde yer alan Kızılbük GYO (KZBGY)'nin etkisini devre dışı bırakarak analiz etmeyi önemsiyoruz. Bu durum doğal olarak düşük değerlemeye sebep olsa da şeffaf sonuçlar elde edinimine katkı sağlıyor. KZBGY dahil edilse idi portföy değeri 17,27 milyar TL artış kaydedecekti.

Devam eden projeler Sinpaş'ın gücüne güç katacak. Saklı Koru, Tabiat Villaları, Boulevard Finansşehir, Metrolife Premium ve Koru Aura projelerinin tamamlanmasıyla birlikte Sinpaş GYO özelinde ciddi bir portföy büyümesi takip etmeyi bekliyoruz.

SNGYO özelinde:

- **2025 yılsonunda 11 milyar TL net kar**
- **Solo 79,38 milyar TL yılsonu net aktif değer hesaplıyoruz.**

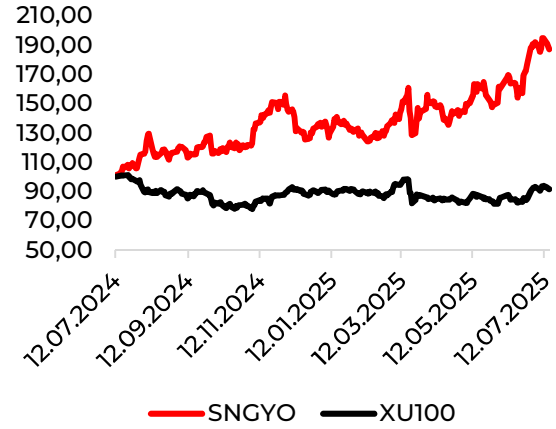
Bu doğrultuda SNGYO'yu 0,2x PD/NAD çarpanı ile 6,2 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	SNGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	17,88
Piyasa Değeri (mln \$)	444,16
HEDEF FİYAT	6,20
POTANSİYEL GETİRİ	%38,81
TAVSİYE	AL

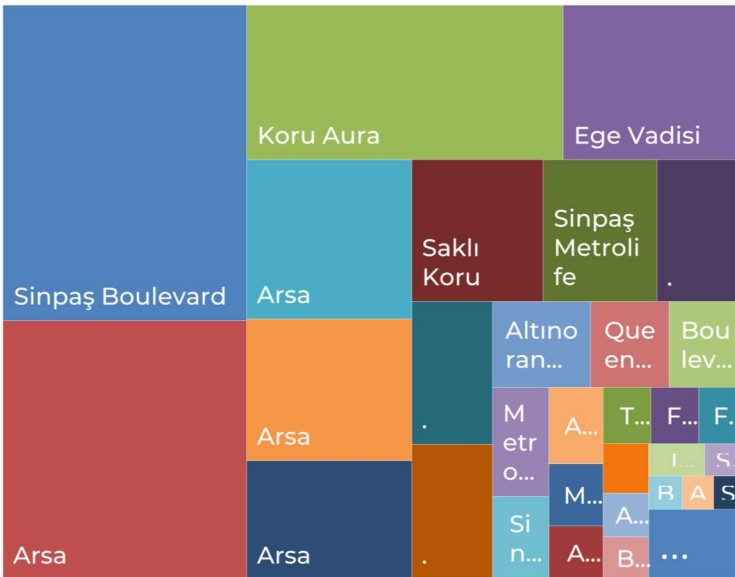
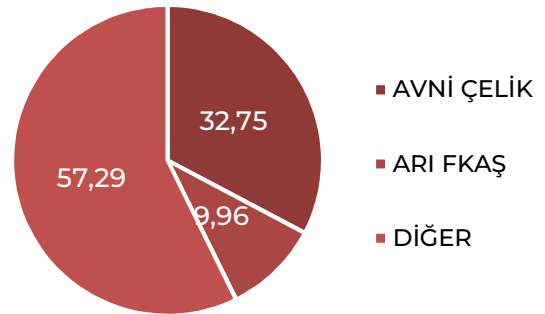
F/K	3,60
PD/DD	0,41

Hisse Sayısı (mln lot)	4.000
FDPO (%)	59,16
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	108,68

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	18,33	39,25	85,48
Nominal (TL)	18,25	39,25	85,67
Nominal (USD)	20,13	43,05	98,66

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Sinpaş GMYO	Güncel
Sinpaş Boulevard	8.953.551.000
Arsa	7.348.802.880
Koru Aura	5.694.645.000
Ege Vadisi	3.230.865.000
Arsa	3.060.000.000
Arsa	2.718.478.544
Arsa	2.284.512.000
Saklı Koru	2.169.495.120
Sinpaş Metrolife	1.877.188.000
.	1.415.913.000
.	1.342.476.000
.	1.273.310.000
Altınoran Snowland ve Extremeland	980.000.000
Queen Central Park Bomonti	782.272.322
Boulevard Finansşehir	735.402.186
Metrolife Premium	718.627.000
Sinpaş Oksijen	545.857.000
Arsa	480.190.000
Marina Ankara Marina Towers	388.755.000
Aydos Country	337.124.000
Tabiat Villaları	313.670.216
Finansşehir Time & Park	312.309.000
Finansşehir Park Yaşam	287.227.000
i-TOWERS	261.244.000
Arsa	233.255.000
Bursa Modern	226.750.000
İncek Life Blue	211.460.000
Sinpaş İstanbul Sarayları	142.494.000
Bina	130.430.000
Arsa	122.950.000
Sinpaş Palas	112.122.000
Ottomare Suites	95.100.000
Sinpaş Aqua City 2010	95.070.000
Sinpaş Egeboyu	83.865.000
Gökorman	76.273.000
.	72.160.000
Arsa	71.875.500
Sinpaş Köyceğiz	50.140.000
Ege Yakası	45.730.000
Arsa	38.772.780
Sinpaş Bosphorus City	36.145.000
İncek Green Life	35.235.000
Taşınmaz	31.935.000
Sinpaş Lagün	20.981.000
Sinpaş Liva	14.000.000
PORTFÖY DEĞERİ	48.756.603.548

PİYASA DEĞERİ SNGYO	17.880.000.000,00
MCAP/NAD	0,20
TERMİNAL DEĞER	24.819.906.625,20
HEDEF FİYAT	6,20
POTANSİYEL	38,81%



TRGYO - AL

Geliştirme gücünün ortaya çıkış vakti

Yönetişim becerisini şimdi ortaya koyma zamanı geldi. Şirket özellikle önceki yıllarda AVM tarafındaki başarılı faaliyetlerini şimdi geliştirme faaliyetlerinde ön plana koyacak. Özellikle 2025-2027 yıllarında ön satış ve satışlardan şirkete 35 milyar TL nakit girişi takip ediyor olacağız. Bu durum net aktif değerine önemli bir katkı yapacak.

Operasyonel verimliliğin esas yılı 2027 yılı olacak. Kademeli iyileşme göreceğimiz yıllar çerçevesinde FAVÖK'ün esas 2027 yılında en yüksek seviyeye ulaşacağını değerlendirmekteyiz. Burada özellikle geliştirme satışları önemli bir etki yaratıyor olacak.

AVM tarafında maliyetler çok yüksek seyrediyor. Konut ofis ve hatta otel giderlerinde maliyetler %50-60 bandında yıldan yıla artması beklenirken AVM tarafında komisyon giderleri %90'a varan artışlar takip etmeyi bekliyoruz. Ticari-GFE verileri bunu açıkça teyitliyor.

Net aktif değer özelinde değerlendirme tahminlerimize erişen bir değerlendirme takip ettik. 160 milyar TL'lik tahminiz doğrultusunda önümüzdeki değerlendirme döneminde 211 milyar TL seviyesine portföyün erişmesini bekliyoruz. **TRGYO'nun 2025 yılında 12,5 milyar TL net kar elde edeceğini hesaplıyoruz.**

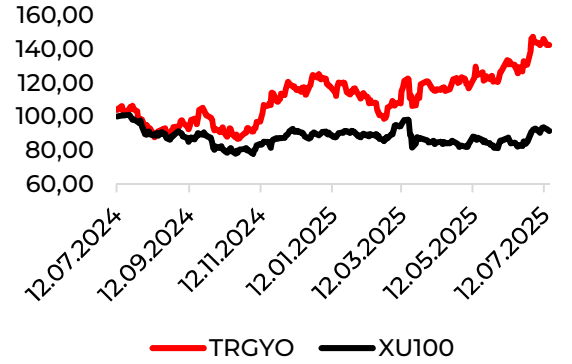
Bu çerçevede TRGYO özelinde 0,44x PD/NAD çarpanı çerçevesinde 95,08 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

18 Temmuz 2025

Hisse Kodu	TRGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	70,2
Piyasa Değeri (mln \$)	1.743
HEDEF FİYAT	95,08
POTANSİYEL GETİRİ	%35,45
TAVSİYE	AL

F/K	8,01
PD/DD	0,65

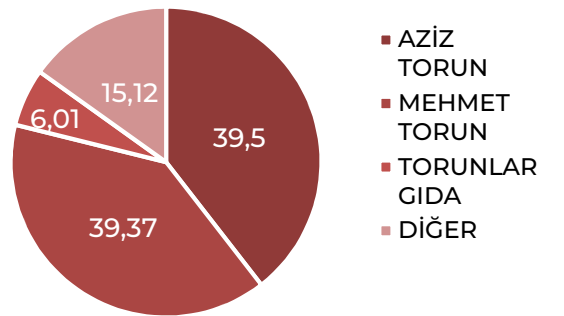
Hisse Sayısı (mln lot)	1.000
FDPO (%)	21,09
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	116,78



FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	12,76	24,22	40,95
Nominal (TL)	12,68	24,22	41,13
Nominal (USD)	14,56	28,02	54,13

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Torunlar GMYO	Güncel
Mall Of İstanbul	43.074.120.000
Bursa Korupark AVM	18.381.756.000
Torun Center	20.956.692.000
Torium AVM	5.665.800.000
Antalya Depo AVM	14.543.760.000
Mall Of Antalya	6.189.583.000
Mall Of İstanbul Otel	8.386.140.000
Bursa Zafer Plaza AVM	2.647.680.000
Mall Of İstanbul Konut ve Oteller	360.096.000
Korupark BB	10.616.047.200
5.Levent Çarşı	1.064.544.000
Torium Yurt 1	243.130.000
Torium Yurt 2	300.803.000
Paşabahçe Arazisi	7.595.141.000
Karaköy Otel	1.780.103.000
Antalya Kepez Arsalar	886.586.800
Kayabaşı Arsa	1.155.249.700
Mall Of İstanbul 3.Etap	423.945.000
Bulvar AVM	472.848.000
İkitelli Arsa	475.090.000
Netsel Marina	1.498.800.000
Torium Evleri	10.620.000
Natanam	2.090.475.600
Korupark Konutlar	243.900.000
PORTFÖY DEĞERİ	149.062.910.300

PİYASA DEĞERİ TRGYO	70.200.000.000,00
MCAP/NAD	0,44
TERMİNAL DEĞER	95.082.470.133,60
HEDEF FİYAT	95,08
POTANSİYEL	35,45%

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul