# Avrupakent GYO Toplantı Notları – AVPGY

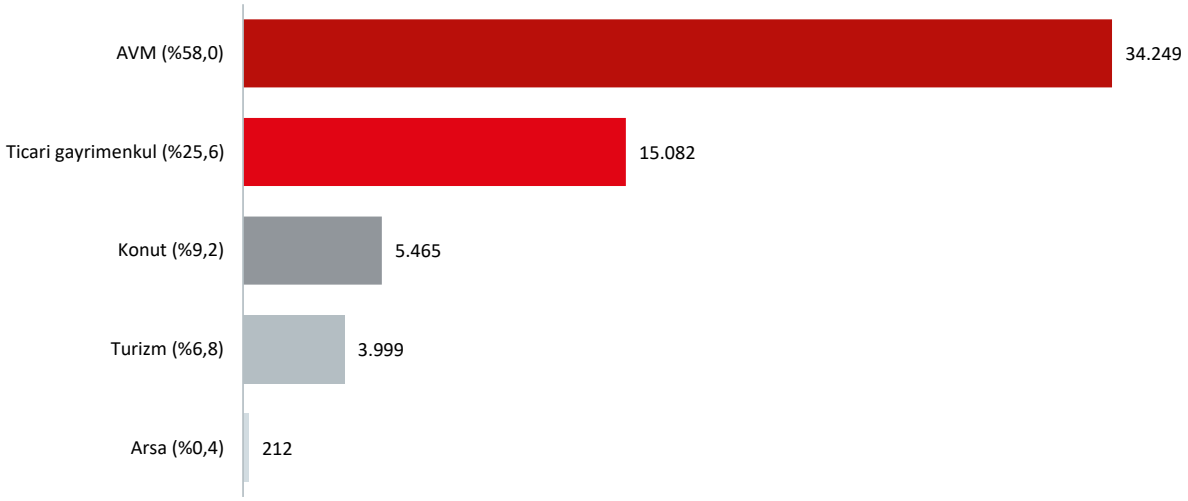
**Ziraat Yatırım Araştırma ARASTIRMA@ziraatyatirim.com.tr**

Avrupakent GYO, bugün analist toplantısı düzenledi. Toplantıda 2027 beklentileri, AVM kira gelirleri, ticari gayrimenkullerde doluluk ve iskontolu alımlar, konut stoku, Avrupa Residence TEM satışı, yatırımlar, temettü ve konut brüt kar marjındaki düşüşe ilişkin şirket yönetiminin açıklamaları öne çıktı.

## Toplantıda Öne Çıkan Notlar

**Borçsuz, kira getirili portföy...**Şirketin portföy değeri 30 Eylül 2026 itibarıyla 59.007mn TL, bunun 53.332mn TL'si kira getirili gayrimenkullerdir. Portföy 259.209m² brüt kiralanabilir alana ve 1.103 bağımsız bölüme sahiptir. Finansal borç bulunmamaktadır. Portföyün %58'ini AVM, %25,6'sını diğer ticari gayrimenkuller, %9,2'sini konut, %6,8'ini turizm tesisleri ve %0,4'ünü arsa oluşturmaktadır.

## Portföy Dağılımı (mn TL)



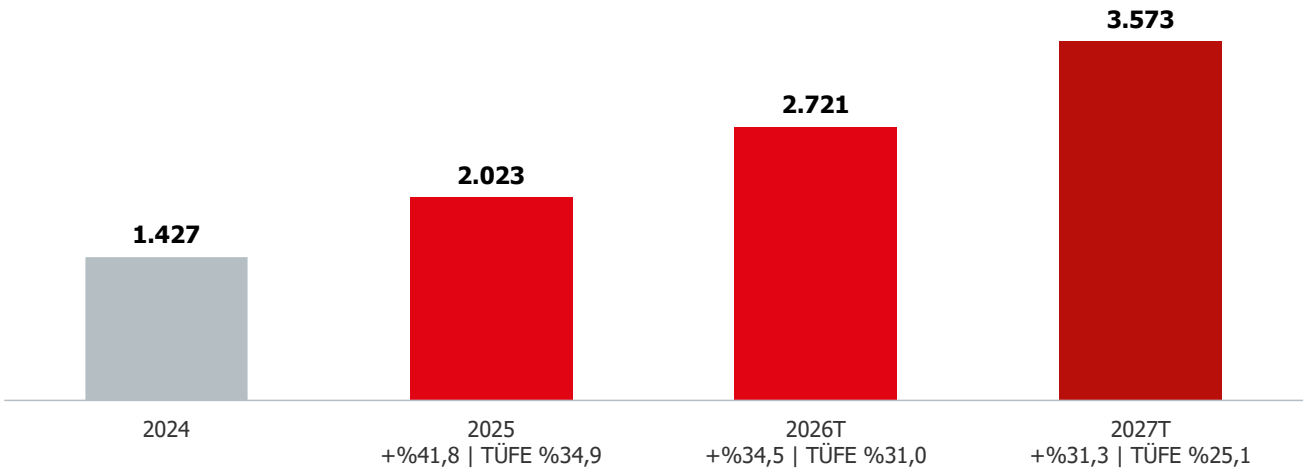

***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu*

**NAD...**Şirketin açıkladığı Net Aktif Değer (NAD), 11.498mn TL'lik ertelenmiş vergi yükümlülüğü geri eklenerek hesaplanmış olup 61.157mn TL'dir. Şirekt'in NAD'a göre iskontosunu yaklaşık %64 olarak hesaplıyoruz. Özkaynaklar ise 49.659mn TL'dir.

## AVM'ler

**Kira gelirleri enflasyonun üzerinde büyüyor...** AVM kira ve ortak alan gelirinin (TMS 29 uygulanmamış) 2026'da %34,5 artışla 2.721mn TL'ye, 2027'de %31,3 artışla 3.573mn TL'ye ulaşması beklenmektedir. Ortalama TÜFE varsayımları 2026 için %31, 2027 için %25,1'dir. Ciro bazlı kiranın payı 2024'te %16,3, 2025'te %13,1 iken 2026'da %11,1'e, 2027'de %10,3'e gerilemektedir. Sabit kira ve ortak alan gelirlerinin payı yükselmekte, bu da gelir akışının öngörülebilirliğini artırmaktadır.

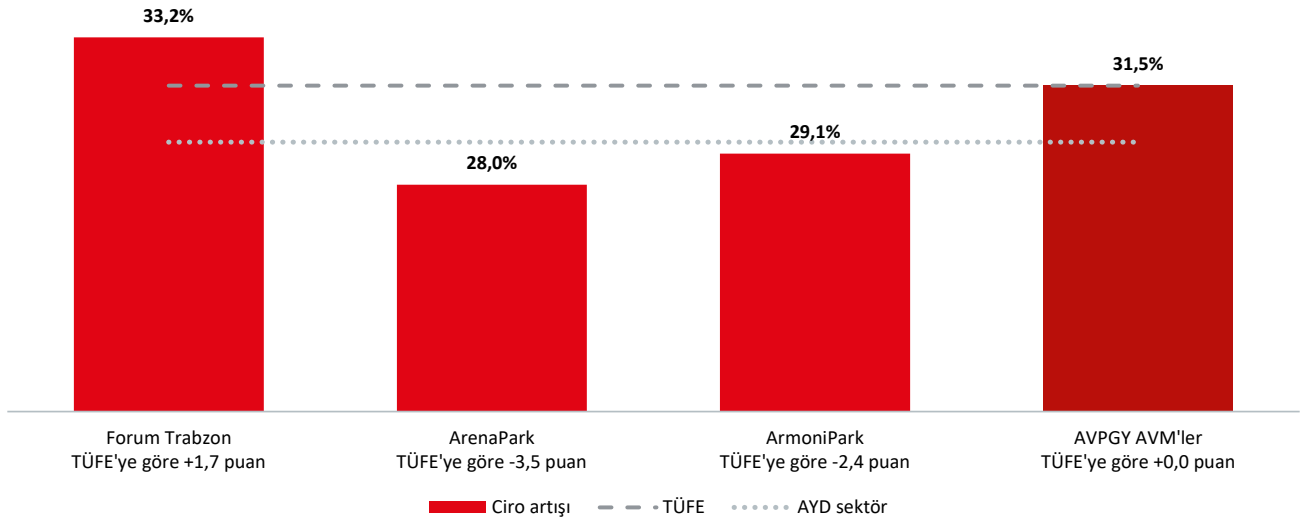
## AVM Kira ve Ortak Alan Geliri (mn TL, TMS29 Uygulanmamış)




***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu*

**Ciro artışı TÜFE ile paralel...** AVM'lerin 9A26 ciro artışı %31,5 ile ortalama TÜFE'ye paralel, AYD sektör ortalamasının (%29,5) 2 puan üzerindedir. AYD verilerine göre sektörde m² başına ciro %33,2 artmış, ziyaretçi sayısı yaklaşık %3,3 artmıştır. 2025'te %39 olan AVPGY ciro artışı enflasyonun 4 puan, sektörün 9 puan üzerinde gerçekleşmişti. Kira/ciro oranı (OCR) 9A26'da %11,1 ile %12 olarak belirlenen sürdürülebilir referansın hafif altındadır. Şirket, asgari kira ve ciro bazlı kiradan oluşan çift faktörlü yapının ilave kira büyümesi potansiyeli sağladığını belirtmektedir.

## 9A26 AVM Ciro Artışı (yıllık)




***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu, AYD*

## Ticari Gayrimenkuller ve İskontolu Alımlar

**Doluluk %94'e yükseldi...** İstanbul'daki 239 kira getirili bağımsız bölümün değeri 15.082mn TL'dir. 9A26'da ortalama doluluk %88 olurken dönem sonunda %94'e ulaşılmıştır (toplam 102.445m², dolu 96.337m²). Portföy genelinde 13.847m²'lik (62 bağımsız bölüm), ticari ünitelerde 10.290m²'lik (22 bağımsız bölüm) yeni kiralama yapılmıştır. 9A26 kira geliri 528,5mn TL'dir. %94 doluluğun korunması varsayımıyla 2027 kira gelirinin TMS 29 etkisi hariç 938mn TL olması öngörülmektedir.

**İskontolu alımlarda geri dönüş süresi kısaldı...** Şirketin son iki yılda iskontolu aldığı ticari ünitelerde, alımdaki ekspertiz değerine göre 16–19 yıl olan geri dönüş süresi, güncel ekspertiz değeri ve güncel kiralara göre 9,5–13,3 yıla inmiştir.

| Gayrimenkul | Alım tarihi | Ekspertiz (mn TL) | Alım bedeli (mn TL) | İskonto | Dönüş süresi, alımdaki ekspertiz (yıl) | Dönüş süresi, güncel (yıl) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ArenaPark 2 (14 dükkan) | 25.11.2024 | 554,2 | 450,0 | 18,8% | 16,2 | 9,5 |
| Tema İstanbul 2 (21 dükkan) | 25.06.2025 | 1.230,6 | 556,1 | 54,8% | 19,0 | 12,1 |
| Avrupa Konutları Çamlıvadi (7 dükkan) | 11.12.2025 | 1.410,0 | 851,6 | 39,6% | 17,8 | 13,3 |

***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu*

## Konut

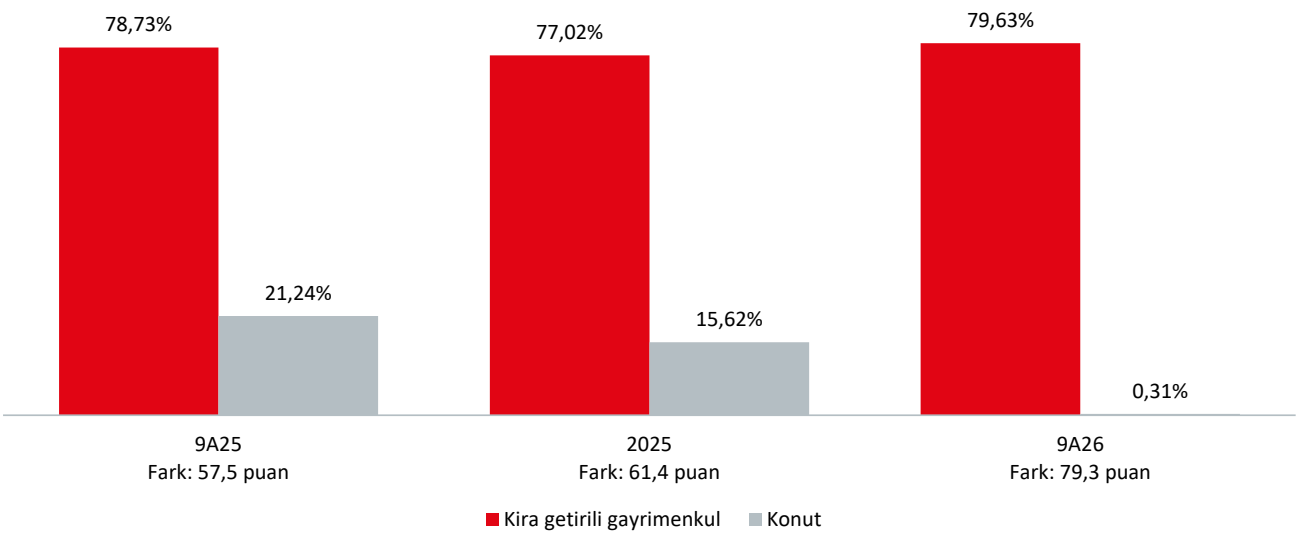
**Satışa hazır stok...** 9A26'da 99 konut satılarak 1.632mn TL gelir elde edilmiştir. Satışa hazır 320 bağımsız bölümün (46.180m²) beklenen geliri 5.465mn TL'dir (08.01.2026 tarihli değerleme raporlarındaki değerler, 30 Eylül 2026 satın alma gücüne getirilmiştir). Stokun 133 bölümü satışa yeni açılan Avrupa Residence TEM'dir. Şirket yönetimine göre stoktaki 320 konutun tamamı iskanlıdır ve inşaat riski bulunmamaktadır. Avrupa Konutları Çamlıvadi'nde satılmayan bağımsız bölüm kalmamış, bu satışlar finansallara yansımıştır. Şişli'de iskan alınmış (127 bağımsız bölümden 24'ü satışa hazır), alttaki dükkanlar kiracılara verilmiştir. Demir Life ve FezaPark'ta satışlar sürmektedir.

| Proje | Satılan konut (9A26) | Satış hasılatı (mn TL) | Satışa hazır bölüm | Beklenen gelir (mn TL) |
|---|---|---|---|---|
| Avrupa Konutları Şişli | 15 | 477 | 24 | 1.047 |
| Avrupa Konutları Çamlıvadi | 13 | 450 | - | - |
| Demir Life | 71 | 705 | 156 | 2.127 |
| FezaPark Villaları | - | - | 7 | 516 |
| Avrupa Residence TEM | - | - | 133 | 1.776 |
| **Toplam** | **99** | **1.632** | **320** | **5.465** |

***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu*

**Konut brüt kar marjı sıfıra yaklaştı....** Konut brüt kar marjı 9A25'teki %21,24'ten 9A26'da %0,31'e gerilemiştir. Şişli-1 ve Demir Life projelerinin 31.12.2023 tarihli değerleme raporundaki arsa değerinin 30.09.2026 satın alma gücüne göre düzeltilerek proje maliyetlerine eklenmesi satış maliyetini önemli ölçüde artırmıştır. Kira getirili gayrimenkullerde brüt kar marjı ise %78,73'ten %79,63'e yükselmiştir. Şirket yönetimi, söz konusu maliyetin gerçek bir nakit çıkışı olmadığını, satış fiyatlarının fiilen maliyetlerin çok üzerinde olduğunu ve VUK tarafında benzer bir gider bulunmadığını belirtmiştir. Net kardaki düşüşün ana nedeninin de aynı kalem olduğu vurgulanmıştır. Kira getirili gayrimenkullerde bu etkinin olmadığı, 9A26'da 2.778mn TL kira gelirine karşılık maliyet yaklaşık 566mn TL olduğu açıklanmıştır.

## Segment Bazında Brüt Kar Marjı




***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu*

**Sektör...** TÜİK verilerine göre 9A26'da Türkiye genelinde konut satışları %7,2 azalarak 1.092.919 adet olmuş, ilk el satışlar %0,6 azalışla 359.913 adede gerilemiştir. Böylece ilk el satışların payı %32,9 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde inşaat maliyet endeksi ortalama %28,24, konut fiyat endeksi ortalama %25,10 artmıştır.

## Turizm ve Avrupa Residence TEM

**Turizmde sabit kira....** Mövenpick Living Çamlıvadi (208 yatak, aylık sabit kira 4,6mn TL, 9A26 kira geliri 41,4mn TL) ve Swissotel Resort Bodrum Beach (148 yatak, aylık sabit kira 4,82mn TL, 9A26 kira geliri 43,4mn TL) toplam 9,42mn TL aylık sabit kira sağlamaktadır. Turizm portföyünün ekspertiz değeri 3.999mn TL, 9A26 toplam kira geliri 117,8mn TL'dir. Bu tutara Radisson Residences Avrupa TEM'in kira sözleşmesinin feshedildiği 30 Haziran 2026'ya kadarki kira geliri de dahildir.

**Avrupa Residence TEM satışı....** 22.09.2026 tarihli yönetim kurulu kararıyla, daha önce Radisson Residences Avrupa TEM adıyla kiraya verilen gayrimenkuldeki 133 bağımsız bölümün satışına başlanmıştır. Gayrimenkul TFRS 5 kapsamında satış amaçlı elde tutulan duran varlık olarak sınıflandırılmış, satıştan elde edilecek kazanç esas faaliyetlerden diğer gelirler altında raporlanacaktır. Şirket, 2027 beklentilerinde bu kalemden 658mn TL satış karı öngörmektedir. Şirket yönetimi, tesisin turizm olarak işletilmesinde kira çarpanının çok yüksek olduğunu, GYO olmanın esnekliğiyle yönetim kurulu kararıyla bağımsız bölüm satışına geçildiğini belirtmiştir. Konutlar eşyalı satılmakta, talep ağırlıkla yabancılardan (vatandaşlık amaçlı) gelmektedir. Şirket yönetimi satışların kısa vadede tamamlanmasını beklemekte, satıştan yaklaşık 40mn USD elde edilmesini ve bunun kira getirisi yüksek ticari gayrimenkule yönlendirilmesini hedeflemektedir.

## Yatırımlar

**Bodrum arsası...** Swissotel Resort Bodrum Beach'e komşu arsada 17.09.2026'da yapı müteahhitliği sözleşmesi imzalanmış, otel inşaatı için yapı ruhsatı alınmıştır. Projenin inşaat alanı 6.062m², tahmini tamamlanma tarihi Haziran 2027'dir. Arsanın ekspertiz değeri ise 212mn TL'dir.

**Forum Trabzon genişlemesi....** AVM'nin kiralanabilir alanını ve portföy değerini artırmak için proje geliştirilmesine karar verilmiş, yapı müteahhitliği sözleşmesi imzalanmıştır. Komşu parseldeki yapılar için 04.09.2026'da yıkım ruhsatı alınmış ve yıkım tamamlanmıştır. Şirket yönetimi, sunumdaki görsellerin temsili olduğunu, imar ve konsept çalışmalarının sürdüğünü vurgulamıştır.

## Temettü

Şirket, esas sözleşmesi gereği net dağıtılabilir dönem karının en az %50'sini dağıtmayı taahhüt etmektedir. VUK bazlı dağıtılabilir kar 2025'te 3.029mn TL olurken (2024: 2.465mn TL), 2.000mn TL temettü dağıtılmış, VUK bazlı dağıtım oranı %66 olarak gerçeklemiştir. Temettü verimi 2024'te %8,1, 2025'te %7,8'dir. IFRS dağıtılabilir karın 2025'te 1.609mn TL olmasına karşın 2.000mn TL temettü dağıtıldığı hatırlatılmıştır. Şirket yönetimi, dağıtım oranından çok tutarın sürekliliğine vurgu yaparak her yıl bir önceki yıl dağıtılan tutarın enflasyon oranında artırılmasının hedeflendiğini, ortakların bu yatırımı kira geliri gibi düşünmesi gerektiğini söyledi.

## Beklentiler

Şirket 2026 için 5.658mn TL net satış, 3.042mn TL FAVÖK (%53,8 marj) ve 2.000mn TL yatırım harcaması öngörmektedir. 2027'de net satışın 5.433mn TL, FAVÖK'ün 4.028mn TL (%74,1 marj) olması beklenmektedir. 2027'de net satışın %90,1'ini kira geliri oluşturacaktır. Konut ve ofis satış geliri 500mn TL'ye gerilerken Avrupa Residence TEM satış karı (658mn TL) esas faaliyetlerden diğer gelirler altında raporlanacaktır. Şirket yönetimi, 2026 başında verilen beklentilerin bir kısmının şimdiden geçildiğini belirtmiştir. Konut geliri 9A'da 1.632mn TL ile yıl sonu tahmini olan 1.582mn TL'yi şimdiden aşmıştır. Net satışlar ise 9A'da 4.425mn TL'ye ulaşmıştır.

| mn TL | 2026 9A (gerçekleşen) | 2026T | 2027T |
|---|---|---|---|
| **Net satışlar** | **4.425** | **5.658** | **5.433** |
| Kira geliri | 2.778 | 4.057 | 4.900 |
| Konut ve ofis satış geliri | 1.632 | 1.582 | 500 |
| Diğer gelirler | 15 | 19 | 33 |
| FAVÖK | 2.088 | 3.042 | 4.028 |
| FAVÖK marjı | | 53,8% | 74,1% |
| Kira gelirinin net satış içindeki payı | 62,8% | 71,7% | 90,1% |
| Satış amaçlı varlık satış karı (TEM) | | | 658 |
| Yatırım harcamaları | | 2.000 | 2.000 |

***Kaynak:*** *AVPGY 3Ç26 Analist Toplantısı Sunumu.*

**Beklentilerdeki FAVÖK tanımı esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderleri hariç tutar; 2027 beklentisinde gayrimenkul değer artışları hariçtir. Tutarlar ilgili yılın satın alma gücüne göredir.*

## Değerlendirme

Avrupakent GYO'nun borçsuz bilançosu, kira getirili varlıkların ağırlığı ve AVM kira gelirlerinin enflasyonun üzerinde büyümesine ilişkin beklentisi öne çıkan başlıklardır. Kira getirili gayrimenkullerde brüt kar marjı %80 civarında seyrederken, enflasyon muhasebesinin arsa maliyetlerine etkisi konut marjını sıfıra yaklaştırmıştır. 2027 beklentilerinde kira gelirinin payının %90'a yükselmesi şirketin gelir yapısını kira ağırlıklı hale getirmektedir. Avrupa Residence TEM satış karı ise net satışlar dışında, esas faaliyetlerden diğer gelirler altında raporlanacaktır. Önümüzdeki dönemde konut stokunun ve TEM bölümlerinin satış hızı, kira yenilemeleri, Forum Trabzon genişlemesi ve iskontolu alımların kira gelirine katkısı izlenmesi gereken başlıklar olarak öne çıkmaktadır.

## Soru-Cevap

Toplantı sonrasında yapılan soru-cevap bölümünde konut sektörü ve faizler, iskontolu alımlar, kiracı ve AVM performansı, 2027 kira tahmini, TEM satışı ve hisse geri alımı gibi konular öne çıkmıştır.

Konut sektöründe son iki yıldır yüksek faiz oranlarının etkisiyle talebin zayıf seyrettiği ifade edilmiştir. Son aylarda yerli müşteri talebi oldukça sınırlı kalırken, satışlar ağırlıklı olarak vatandaşlık edinimi amacıyla yabancılara gerçekleştirilmiştir. Faiz oranlarının gerilemesiyle birlikte talebin kademeli olarak toparlanması beklenirken, 2027 yılına ilişkin daha olumlu bir görünüm paylaşılmıştır. Orta ve uzun vadede ise enflasyondaki düşüşün sektördeki toparlanmayı destekleyebileceği değerlendirilmiştir.

Gayrimenkul alımları ekspertiz değerinin %10-30 altında gerçekleştirilirken, kira getirisi, lokasyon ve mevcut kiracı durumu yatırım kararlarında öncelikli kriterler olarak belirlenmiştir. Kiracısı bulunan gayrimenkuller tercih edilirken, alım süreçlerinde yönetim kurulundaki üç bağımsız üyenin onayı ve ekspertiz kontrolü aranmaktadır. Şirket'in mevcut nakit kaynaklarıyla yeni ticari gayrimenkul yatırımlarına açık olduğu, yaklaşık 10 yıllık geri dönüş süresine sahip yatırımların uygun görüldüğü ifade edilmiştir.

Kira ödemelerinde bugüne kadar önemli bir aksama yaşanmamış olup kiracı ilişkilerinin takibi altı kişilik bir ekip tarafından yürütülmektedir. Tüketici harcamalarında ise daha temkinli bir eğilim gözlemlenmiştir. AVM performansının değerlendirilmesinde doluluk oranının önemli bir gösterge olduğu vurgulanmıştır. Kira/ciro oranının hem kiracıların faaliyetlerinin sürdürülebilirliği hem de Şirket'in kira gelirleri açısından dengeli bir seviyede tutulması hedeflenmiştir.

2027 yılı kira geliri beklentisi, yeni satın alınan ve geliştirilmekte olan projelerden sağlanacak kira gelirleri dahil edilmeden, karşılaştırılabilir portföy bazında ve muhafazakar bir yaklaşımla oluşturulmuştur. Güneşli projesine ilişkin ödemeler KAP'ta açıklanan takvim doğrultusunda ilerlerken, inşaat çalışmalarının tamamlanmasının ardından kiralama sürecinin kısa sürede başlatılması öngörülmüştür.

TEM projesinde turizm amaçlı işletme modelinin yüksek kira çarpanı nedeniyle yönetim kurulu kararıyla bağımsız bölüm satışına geçilmiştir. Projeye yönelik talebin olumlu seyrettiği ve satışlardan elde edilecek gelirin kira getirisi yüksek ticari gayrimenkul yatırımlarında değerlendirilmesinin planlandığı ifade edilmiştir.

Mevcut durumda hisse geri alımına yönelik yakın vadeli bir plan bulunmamakla birlikte, geri alımın ihtiyaç halinde değerlendirilebilecek bir seçenek olduğu aktarılmıştır. Hisse fiyatının portföy değerine göre iskontolu seyretmesine karşın mevcut varlıkların bu seviyeler üzerinden elden çıkarılması öngörülmemiştir. Şirket'in borçlanma yoluyla büyümekten ziyade kira gelirlerini artırmaya yönelik yatırım stratejisini sürdürdüğü ifade edilmiştir.

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

**e-mail:** arastirma@ziraatyatirim.com.tr

### Genel Müdürlük

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

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

### Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri