

Emlak Sektörü Raporu

Mevcut Ortamda Hala Göz Alıcı Bir Sektör

03.11.2025
10.30

➤ AVPGY, EKGYO, ve TRGYO'yu Endeks Üzeri Getiri, ISGYO'yu ise Endekse Paralel Getiri tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza dahil etmekteyiz. Hedef fiyatlarımız sırasıyla 86.0TL/hisse, 40.0TL/hisse, 104.0TL/hisse ve 22.20TL/hisse seviyesindeyken, AVPGY için %46, EKGYO için %98, TRGYO için %35 ve ISGYO için ise %13 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Kira odaklı GYO'lar hala ilk tercih. I) Çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü, II) Yüksek kira gelirleri III) Tarihi yüksek NAD iskontoları sektöre ilişkin olumlu görüşümüzün ana nedenleridir. Türkiye konut pazarı, 9A25 döneminde ilk el satışların yıllık %14 artmasıyla yüksek faiz ortamına karşı dayanıklılığını kanıtlamıştır. Benzer dönemde, kredili konut satışların toplam içerisindeki payı son 3 yıllık ortalamasına benzer %14 seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'nin enflasyon karşısındaki kararlı mücadelesi düşünüldüğünde, programın başarısı ve kararlılıkla sürdürülmesi, faiz oranlarında gelecekte daha fazla indirim için alan sağlayabilecek ve bu kredili satışlarda bir artışa yol açabilecektir. Makro tahminlerimize göre faiz indirimlerinin kademeli olmasını beklediğimizden, nakit pozisyonuna ve düzenli kira gelirlerine sahip şirketlerin güçlü sonuçlar açıklamaya devam etmesini beklemekteyiz.

AVPGY: Derin değer yatırımcılarına uygun. I) Cazip değerlendirme II) Çeşitlendirilmiş portföy III) Düşük borçluluk (3Ç25 itibarıyla 543 milyon TL net nakit) IV) Deneyimli yönetim ve V) Düşük risk profili, AVPGY için olumlu görüşümüzün temel nedenleridir. AVPGY, 2026T tahminlerimize göre 0,56x F/DD çarpanında işlem görmektedir. Şirket'in NAD iskontosunu son 2 yıl ortalaması olan %32'ye kıyasla %36 seviyesindedir. Diğer ticari gayrimenkuller altında gösterilen varlıkların tam olarak devreye alınmasıyla kira gelirlerinde orta vadeli sağlam görünümün aşağı yönlü riskleri sınırlayabilecektir.

EKGYO: Doğru adres, iyi değerlemede. I) Defansif iş modeli, II) Güçlü satış performansı (9A25'te tüm yıl hedefin %75'ine ulaştı), III) Yüksek marka değeri ve IV) Yeni anlaşmalarla küresel ayak izini genişletmesi, EKGYO'yu beğenmemizin ana nedenleridir. Hisse senedi, 2026T'ye göre 0,59x P/DD çarpanında işlem görürken, mevcut NAD iskontosunu son 3 yıl ortalaması olan %54'e benzer seviyededir. İhaleye baz alınan çarpan, 2Ç25'teki 1,8x dip seviyesinden Eylül 2025 itibarıyla 2,18x'e bir toparlanma göstermiştir. Uzun vadeli ortalama 2,6x seviyesindeyken (21 & 22 hariç 2,1x), bize göre iyi bir giriş noktasına işaret etmektedir.

ISGYO: Değerlemeye odaklanma vakti. I) %59 seviyesinde yüksek NAD iskontosunu, II) Metropollerde büyük projeler III) Güçlü temettü kapasitesi, görüşümüze göre şirketin güçlü yanlarıdır. Şirketi beğenmemize rağmen, benzerlerine göre nispeten yüksek kira çarpanı (2025T: 26.1x) ve sınırlı yukarı yönlü potansiyel, bu aşamada Endekse Paralel tavsiyemizin arkasındaki ana nedenlerdir.

TRGYO: Orta vadeli güçlü hedefler. I) Cazip kira çarpanı (25T 11.9x), II) Uzun vadeli şeffaf görünüm ve III) Dengeli portföy yapısı, TRGYO'ya ilişkin olumlu görüşümüzün ana nedenleridir. Hisse senedi, 2026T tahminlerimize göre 0,6x P/DD oranında işlem görürken, mevcut NAD iskontosunu 3 yıllık ortalamasına benzer %36 seviyesindedir. Şirket, 6A25 itibarıyla TL22,3 milyar ile güçlü likiditeye sahip olmakla birlikte, bu volatil piyasa koşullarına karşı aşağı yönlü riskleri sınırlayabilir. Şirketin katma değer odaklı 5. Levent 2. Etap projesi, gelecek dönemde değerlemeyi destekleyici bir proje olacaktır.

Riskler: Kira gelirleri ve konut fiyatlarındaki keskin artışlar, değerlememiz üzerinde yukarı yönlü risk oluşturacaktır. Düşük büyüme ve inşaat maliyetlerindeki keskin artışlar ise aşağı yönlü risk unsuru olabilir.

Hisse Kodu	Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
AVPGY	TL59.00	TL86.00	46%
EKGYO	TL20.22	TL40.00	98%
ISGYO	TL19.66	TL22.20	13%
TRGYO	TL76.80	TL104.00	35%

Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:		AVPGY:IS.TI / AVPGY:IS.IS	
Relatif Performans:		1 Ay	3 Ay 12 Ay
		1%	-11% 9%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		42.14 / 66.4	
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:		77.6	
YBB TL Getiri:		19%	
Beta (2 yıllık, haftalık)		0.93	
BİST-100'deki ağırlığı		0.23%	
Ödenmiş Sermaye (mnTL):		400	
Yabancı Payı:		Mevcut	12A önce
		2.6%	3.9%

Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:		EKGYO.TI / EKGYO.IS	
Relatif Performans:		1 Ay	3 Ay 12 Ay
		2%	0% 67%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		9.2 / 21.36	
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:		3,663.5	
YBB TL Getiri:		52%	
Beta (2 yıllık, haftalık)		1.18	
BİST-100'deki ağırlığı		0.75%	
Ödenmiş Sermaye (mnTL):		3,800	
Yabancı Payı:		Mevcut	12A önce
		33.8%	18.5%

Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:		ISGYO.TI / ISGYO.IS	
Relatif Performans:		1 Ay	3 Ay 12 Ay
		4%	5% -6%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		14.36 / 21.32	
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:		124.9	
YBB TL Getiri:		5%	
Beta (2 yıllık, haftalık)		0.91	
BİST-100'deki ağırlığı		0.18%	
Ödenmiş Sermaye (mnTL):		959	
Yabancı Payı:		Mevcut	12A önce
		7.8%	11.2%

Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:		TRGYO.TI / TRGYO.IS	
Relatif Performans:		1 Ay	3 Ay 12 Ay
		3%	3% 38%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		43.91 / 77.65	
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:		131.9	
YBB TL Getiri:		28%	
Beta (2 yıllık, haftalık)		0.69	
BİST-100'deki ağırlığı		0.75%	
Ödenmiş Sermaye (mnTL):		1,000	
Yabancı Payı:		Mevcut	12A önce
		19.8%	11.8%

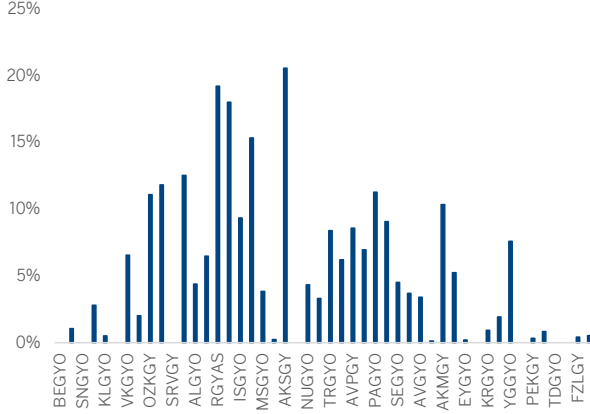
Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

Önemli Grafikler

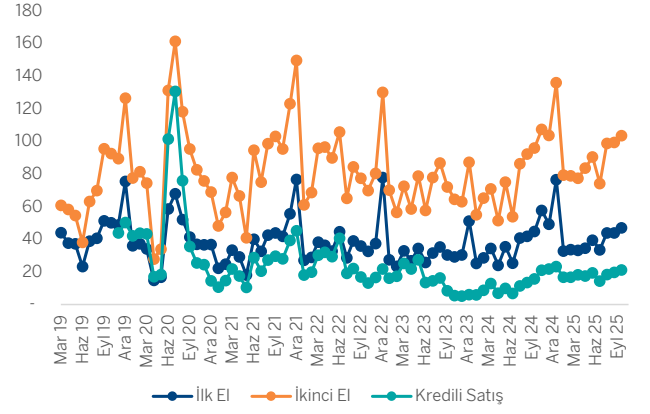
Daha Yüksek Kira Getirisi* = Dezenflasyonda Daha İyi



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

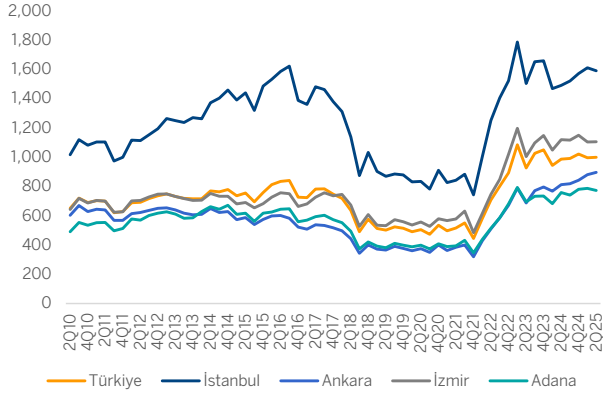
*Kira verimi 2Y25 yıllıklandırılmış kira gelirlerinin piyasa değere bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Kredili birim satışlar dip seviyeden toparlanıyor



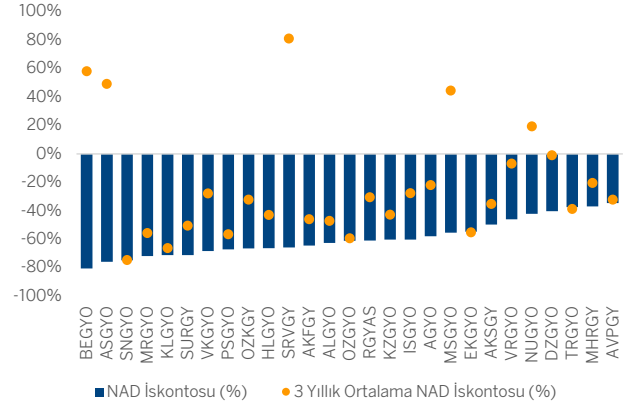
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

USD bazlı m2 fiyatlar güçlü görünümü korudu



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

NAD iskontoları tarihsel ortalamalarına yakın seviyede



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

NAD İskontosu (Resmi Verilere Göre)

Borsa Kodu	Piyasa Değ.	NAD	Düz. NAD	NAD İskonto	Düz. NAD İskonto*	3 yıllık Ortalama NAD	Yıllıklandırılmış Kira Verimi (%)
ZRGY:IS	108,610	66,083	67,125	64%	62%	43%	2%
EKGY:IS	76,836	164,110	164,110	-53%	-53%	-54%	0%
TRGY:IS	76,800	120,699	135,972	-36%	-44%	-36%	8%
RGYAS:IS	51,603	128,759	143,109	-60%	-64%	-32%	19%
RYGY:IS	41,280	59,594	65,046	-31%	-37%	-16%	8%
AVPGY:IS	23,600	36,735	45,948	-36%	-49%	-32%	9%
YGGY:IS	33,264	16,610	21,194	100%	57%	46%	8%
OZKGY:IS	20,238	58,626	62,471	-65%	-68%	-31%	11%
SNGY:IS	19,560	73,964	77,269	-74%	-75%	-74%	0%
ISGY:IS	18,849	45,694	49,494	-59%	-62%	-26%	9%
AKSGY:IS	19,103	37,712	41,884	-49%	-54%	-33%	20%
HLGY:IS	16,512	41,998	47,954	-61%	-66%	-42%	10%
PEKGY:IS	60,000	14,924	15,396	302%	290%	326%	0%
KZBGY:IS	19,488	14,616	19,482	33%	0%	-37%	0%
PSGY:IS	16,184	51,167	53,193	-68%	-70%	-57%	2%
DGGY:IS	10,770	12,356	13,497	-13%	-20%	271%	9%
AKFGY:IS	10,530	28,750	32,252	-63%	-67%	-45%	12%
FZLGY:IS	18,100	3,796	4,038	377%	348%	250%	0%
SRVGY:IS	10,303	30,179	37,298	-66%	-72%	84%	0%
BEGY:IS	4,817	24,019	24,019	-80%	-80%	66%	0%
ADGY:IS	14,891	15,009	15,662	-1%	-5%	31%	0%
VKGY:IS	8,694	25,885	29,050	-66%	-70%	-27%	6%
KLGY:IS	9,040	30,159	33,655	-70%	-73%	-66%	0%
SURGY:IS	7,906	25,699	26,415	-69%	-70%	-51%	0%
ASGY:IS	7,717	32,303	37,788	-76%	-80%	44%	1%
AKMGY:IS	8,642	8,243	9,800	5%	-12%	41%	11%
PAGY:IS	8,082	10,500	11,437	-23%	-29%	-13%	12%
ALGY:IS	7,738	15,811	19,146	-51%	-60%	-47%	3%
TSGY:IS	4,973	5,535	5,968	-10%	-17%	76%	4%
MHRGY:IS	4,912	7,942	9,184	-38%	-47%	-21%	6%
KZGY:IS	5,404	11,566	14,550	-53%	-63%	-43%	15%
EGEGY:IS	5,628	1,252	1,252	350%	350%	1219%	0%
AHSGY:IS	9,188	2,427	3,338	279%	175%	90%	1%
KGY:IS	6,170	1,753	2,141	252%	188%	2318%	0%
SEGY:IS	4,312	4,040	4,500	7%	-4%	-4%	4%
NUGY:IS	3,340	5,907	5,907	-43%	-43%	19%	4%
DZGY:IS	2,884	4,803	4,803	-40%	-40%	0%	3%
KRGY:IS	3,277	2,184	2,205	50%	49%	150%	1%
MRGY:IS	3,589	12,210	15,009	-71%	-76%	-55%	3%
VRGY:IS	2,895	4,873	6,241	-41%	-54%	-14%	0%
OZGY:IS	2,028	5,255	5,527	-61%	-63%	-59%	7%
MSGY:IS	2,889	6,323	6,913	-54%	-58%	52%	4%
EYGY:IS	3,318	2,573	2,829	29%	17%	8%	0%
AGY:IS	1,986	4,758	5,343	-58%	-63%	-21%	15%
AVGY:IS	1,934	1,935	2,003	0%	-3%	-16%	3%
TDGY:IS	1,819	351	372	418%	389%	629%	0%
ATAGY:IS	681	614	702	11%	-3%	42%	5%
IDGY:IS	566	114	155	396%	264%	138%	1%

Sektör	800,947	1,155,006	1,277,242	-31%	-37%
Sektör (ZRGY Hariç)	692,337	1,088,923		-36%	
Sektör (Primli GYO Hariç)	557,602	1,047,697		-47%	

*Ertelenmiş vergi yükümlülüğü geri eklenerek düzeltilmiştir.

Kaynak: TSBP, Garanti BBVA Yatırım
Tüm veriler TL cinsindendir.

Yatırım Teması

Küresel haber akışına bakıldığında, bölgesel gerilimler yüksek seviyede olmasına rağmen, Türkiye ile ABD arasında imzalanan anlaşma inşaat & emlak başta olmak üzere birçok sektör için öne çıkabilecek bir gelişmedir. Başkan Trump'ın Türkiye'ye yönelik olumlu yaklaşımı birçok sektörü kapsamakta ve bu da iki ülke arasındaki bağların yeniden güçlenmesine yol açması beklenmektedir. Türkiye, Avrupa, Asya, Balkanlar ve MENA bölgesini kapsayan konumu sayesinde stratejik bir avantaja sahiptir. Gelecek dönemde bölgesel barışın sağlanmasıyla Suriye, Ukrayna ve diğer ülkelerdeki imar faaliyetlerinde bir toparlanma görülebilir.

Türkiye Emlak Sektörü, sıkı para politikası ve yüksek faiz oranlarına karşı güçlü performansını korudu. Toplam birim satışlar 1.1 milyon adet seviyesinde gerçekleşirken 9A25 dönemde bu yıldan yıla %19 artışa işaret etmektedir. İlk el satışların payı, geçen yılın aynı dönemine kıyasla son 12 aylık satış verilerine göre %31 ile sabit kalmıştır. Buna göre, 9A25 toplam birim satışlar son 3 yılın ortalaması olan 850 bin adedin üzerinde gerçekleşmiştir.

Türkiye mevcut durumda enflasyonla mücadele etme amacıyla yoğun bir dezenflasyonist program uygulamaktadır. Buna paralel olarak kredili konut satışlarının toplamdaki payı 9A25 itibarıyla son 3 yıl ortalaması %18'e kıyasla %14'e gerilemiştir. Kira gelirlerinin, şirketlere dezenflasyon döneminde sağlıklı nakit akışı sağladığını düşünmekteyiz. Perakende kiralamalarında kira sözleşmeleri genellikle iki yöntemle yapılmaktadır. İlk yöntemde kira bedeli m² büyüklüğü üzerinden belirlenirken, ikinci yöntemde ciro üzerinden kira belirlenmektedir. Ticari sözleşmeler genellikle 5 veya 10 yıl gibi farklı süreleri kapsar. Kira sözleşmelerinin yeniden düzeltilmesi, gecikmeli etkiler nedeniyle şirketlerin nakit akımını dezenflasyonist dönemde destekleyici bir unsurdur.

Her ne kadar 9A25 döneminde güçlü konut satış rakamları görsek de, yüksek faiz nedeniyle fırsat maliyetinin yüksek seviyelerde kalması beklenebilir. Bu durum, orta ve üst segment konut satışlarına yönelik iç talebi bir süre daha sınırlayabilir.

Türkiye'de para biriminin değerinin korunması kanununa göre, Eylül 2018'de döviz cinsinden kira sözleşmeleri kaldırılmış bunun yerine Türk Lirası baz alınmaya başlanmıştır. Araştırma kapsamına aldığımız şirketler arasında, AVPGY ve TRGYO, 2026T tahminlerimize göre 11.6x ve 12x ile nispeten daha düşük kira çarpanına sahip şirketlerdir.

Vergi muafiyetinden yararlanabilmek için, gayrimenkul yatırım ortaklığı şirketlerinin taşınmaz kazancından elde edilen gelirin en az %50'sini hissedarlara dağıtmalıdır. Bununla birlikte, bir şirket gayrimenkul kaynaklı net dönem karının %50'sini temettü olarak dağıtsa bile, açıklanan asgari vergi oranı en az %10 olarak belirlenmiştir (önceki: %0). Eğer bir GMYO şirketi temettü dağıtımını tercih etmezse, etkin vergi oranı kurumlar vergisi ile aynı olacak şekilde %30 olur. Bilindiği üzere, vergi ödemelerinde baz alınan kar Vergi Usul Kanunu (VUK) finansallarına göredir. Bununla birlikte, VUK ile UFRS'ye göre raporlanan kardan hangisi daha düşükse o tutar üzerinden vergi ödemesi hesaplanmaktadır.

Bilançoların yükümlülük tarafında gösterilen ertelenmiş vergi yükümlülüğü, 2024 yılının 4. çeyreği finansal sonuçlarından itibaren takip edilmeye başlanmıştır. Bu kalem, TFRS ile VUK finansalları arasındaki geçici farklardan dolayı bilançoğa yansımaktadır. İlgili kalem, şirketler için nakit etki oluşturmazken, özkaynaklar üzerinde geçici olarak olumsuz bir etki yapmaktadır. Ertelenmiş vergi yükümlülükleri, yıllar içerisinde ertelenmiş vergi geliri olarak kaydedilerek gelir tablosuna yansıtılacaktır.

Mevcut durumda BIST GYO Endeksi'nde 48 farklı şirket bulunmaktadır.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSBP) verilerine göre sektörün ortalama iskontosuz %46 iken son 3 yıllık iskonto %40 seviyesindedir. Enflasyon muhasebesi, **EKGYO** gibi stoklarını tarihsel maliyetinden kaydeden şirketler hariç olmak üzere, net varlık değerleri ile özkaynaklar arasındaki farklılıkları azaltmıştır.

Yabancı ve yerli yatırımcılar, geleneksel alışkanlıklar ve düzenli kira gelirleri nedeniyle genellikle emlak sektörünü tercih etmektedir. Türkiye'nin mevcut ekonomi programı, enflasyondaki düşüşe paralel olarak döviz kurlarındaki oynaklığın azaltılmasını hedeflemektedir. Bununla birlikte Türkiye'de hane halkı tarafından tutulan altın stokunun 2015 yılında 2 bin 750 ton civarında iken 2024'te 4 bin tona çıktığı ve bu stokun değerinin 500 milyar USD civarında olduğu tahmin edilmektedir. Son 2 yılda altın fiyatlarındaki sert yükseliş kaynaklı hane halkında bir gelir artışı olduğu düşünülmektedir. Mevcut altın fiyatları düşünüldüğünde hane halkının altınlarını realize ederek Türk Lirasına dönmesi mantıklı bir varsayım olacaktır. Bununla birlikte artması muhtemel Türk Lirası likiditesi sayesinde gayrimenkule ek bir talep doğabilir.

Emlak Konut ve TOKİ çatısı altında başlatılan “Damla Kent” (Borsa Kodu: “DMLKT”) adlı projenin, faize duyarlı kişilerin sisteme entegrasyonu için önemli bir araç olduğunu düşünmekteyiz. Bu proje yatırımcılar için enflasyona karşı bir korunma imkanı sunarken, vadeli mevduata önemli bir alternatif olabilmektedir. Damla Kent Projesi'nin (“DMLKT”) kapanış fiyatına göre, 1+1 evlerin minimum fiyatı 3,75 milyon TL, 3+1 evin maksimum fiyatı ise 12,6 milyon TL'dir.

İnşaat maliyet endeksi, Aralık 2015'teki 100 seviyesinden Temmuz 2025 itibarıyla 1910,25'e çıkmıştır. Türk Lirası'ndaki keskin değer kaybı, enflasyondaki artış, bu değişimin nedenleri olmuştur. Mevcut durumda sıkı para politikası ve uluslararası pazarlardaki nispeten zayıf talep sayesinde, maliyetlerin kontrol altında kalması beklenebilir. İnşaat maliyetlerindeki zayıf görünüm, **EKGYO & ISGYO** gibi proje odaklı şirketleri destekleyebilir. Bu şirketlerin ön satış performansı, önümüzdeki yıllarda değerlemelerinin itici gücü olabilir.

Güncellenen makro varsayımlarımıza göre, enflasyon muhasebesinin TÜFE'ye bağlı olarak en az 1 veya 2 yıl boyunca daha uygulanabileceğine işaret etmektedir. Şirketleri daha iyi anlamak için yatırımcılar, F/K veya FD/FVAÖK çarpanları yerine P/DD, kira çarpanları, NAD ıskontoları gibi farklı metriklere bakabilirler.

TCMB verisine göre konut fiyat endeksi, Temmuz 2023'teki 101,87'e kıyasla Eylül 2025'te 195,7'e ulaştı. Veriler, bu dönemde özellikle bazı küçük şehirlerdeki birim fiyat artışlarının metropollerden çok daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak, kira odaklı ve güçlü nakit pozisyonu bulunan GYO şirketlerinin mevcut makro görünümle daha uyumlu ve muhafazakar seçimler olabilir. Her şeye rağmen, yüksek stok ve net aktif değer ıskontoları değerlemeler üzerindeki aşağı yönlü riskleri sınırlayabilir.

Avrupa Kent GMYO (AVPGY)

Endeks Üzeri Getiri - Hedef Fiyat: 86.00TL/hisse

- AVPGY için 86.00TL/hisse hedef fiyat ve Endeks Üzeri (EÜ) tavsiye ile önerimizi başlatıyoruz. Parçaların birleşimi yöntemiyle ulaştığımız hedef fiyat %46'lık bir yükseliş potansiyeline karşılık gelmektedir. 2026T tahminlerimize göre hisse senetleri sırasıyla 3.54x F/K ve 0.56x F/DD çarpanlarında işlem görmektedir. Mevcut NAD iskontosu son iki yıllık ortalaması olan %32'e kıyasla %36 seviyesindedir.

Çeşitlendirilmiş portföyler değer sunar.

I) Cazip değerlendirme II) dengeli portföy III) düşük borçluluk (Eylül 2025 net nakit 543 milyon TL net nakit) IV) deneyimli yönetim ve V) düşük risk profili, AVPGY için olumlu görüşümüzün nedenleridir. Şirketin kira gelirlerinin 2025T'de 2.9 milyar TL'ye ulaşmasını beklerken, bu 12.3x kira çarpanına karşılık gelmektedir. Bu kira çarpanını dengeli bir portföy için değerlendirme olarak cazip bulmaktayız. Şirket tarafından paylaşılan resmi verilere göre AVM (23,8 milyar TL) gayrimenkul portföyünde %52 paya sahipken, bunu turizm %10 pay (4,8 milyar TL) ve diğer ticari gayrimenkuller %17 pay (7,9 milyar TL) ile takip etmektedir. Buna ek olarak, şirketin envanterleri 3Ç25 itibarıyla 6,4 milyar TL seviyesinde olup bu aşağı yönlü riskleri sınırlamakta ve önümüzdeki yıllarda önemli bir nakit girişi potansiyeline işaret etmektedir. Avrupakent'te satışların çoğu nakit olarak gerçekleşirken, vadeli satışların toplamdaki payı sınırlıdır. Gelecek dönemde şirketin stoklarından gerçekleşecek satışlar gelir tablosuna doğrudan etki edecektir.

Esnek kira kontratları gizli bir dip değere işaret edebilir.

Mevcut durumda Şirket'in kira gelirlerine, Mövenpick Living'de 3,5 milyon TL, Swiss Otel Bodrum'da 3,7 milyon TL ve Radisson Residence'da 4,8 milyon TL tutarında sabit kira veya net satış hasılatının (Swiss Hotel: %80, Radisson ve Movenpick %90) çarpılmasıyla elde edilen tutardan yüksek olanı esas alınır. Diğer ticari gayrimenkuller altında gösterilen varlıkların kira kontratlarının enflasyona göre yeniden düzeltilmesinin 2026 yılında toplam kira gelirlerini desteklemesi beklenmektedir. Şirket'in AVM'lerinde, doluluk oranı %99 seviyesindeyken, kiracılar bilinirliği yüksek küresel markalardan oluşmaktadır. Bu kira sözleşmelerinin enflasyona göre yeniden düzeltilmesinde güvenilir bir kiracı yapısına işaret etmektedir.

Temettüler birden fazla taksitte.

AVPGY hisseleri, Aralık 2023'te 5,5 milyar TL (hisse başına 55,08 TL) halka arz büyüklüğü ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladı. Şirket halka arzdan 3,5 milyar TL net nakit girişi elde ederken, bu tutarın tamamını büyüme için kullandı. Şirket ayrıca son 2 yılda 2,8 milyar TL nakit temettü dağıttı. AVPGY genellikle 3 taksitte temettü öderken ve bunun yıl boyunca kaldıraç oranını yönetme esnekliği sağladığını düşünmekteyiz. Şirket'in 2025T ve 2026T kazançlarından TL5.2/hisse ve TL6.0/hisse temettü dağıtmasını beklemekteyiz. Şirketin gelecekte büyük bir yatırım harcaması planı bulunmadığından, mevcut yüksek likidite seviyesinin yüksek temettü dağıtımına rağmen korunmasını beklemekteyiz. Bu durum, olası satın alma işlemleri için alan sağlamaktadır.

Riskler.

Kira gelirlerindeki artışın beklenti altında kalması, değerlememiz için aşağı yönlü bir risk unsuru olarak takip edilebilir. Öte yandan, diğer ticari gayrimenkuller altında gösterilen varlıklardaki kira artış potansiyeli orta vadede bu riski sınırladığına inanmaktayız.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL59.00	TL86.00	46%
Piyasa Değeri		
TL23,600mn	USD563mn	

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	AVPGY:IS.TI / AVPGY:IS.IS		
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	1%	-11%	9%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	42.14 / 66.4		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	77.6		
YBB TL Getiri:	19%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.93		
BİST-100'deki ağırlığı	0.23%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	400		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	2.6%	3.9%	

Kısaca Şirket

46 yılı aşkın tecrübesiyle faaliyet gösteren Artaş Holding'in bir iştirakidir. Avrupakent Gayrimenkul, gayrimenkul,perakende olmak üzere oldukça çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. Şirket'in hisse senetleri AVPGY koduyla 21 Aralık 2023 tarihinde halka arz olmuştur. Hisse senetleri bu tarihten itibaren yıldız pazarda işlem görmektedir.

Ortaklık Yapısı

Artaş İnşaat San. ve Tic.	49.5%
Süleyman Çetinsaya	22.2%
Diğer	28.3%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar

	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	5,193	8,696	6,944	7,171
Yıllık Değişim	-48%	67%	-20%	3%
FVAÖK (TLmn)	2,862	7,040	3,405	3,554
Yıllık Değişim	-10%	146%	-52%	4%
Net Kar (TLmn)	5,494	8,611	3,863	6,668
Yıllık Değişim	-68%	57%	-55%	73%
Özkaynaklar (TLmn)	34,545	36,328	38,995	42,425
Yıllık Değişim	24%	5%	7%	9%
F/DD (x)	0.68	0.65	0.61	0.56
F/K (x)	4.30	2.74	6.11	3.54
Hisse Başına Kar(TL)	13.73	21.53	9.66	16.67
Hisse Başına Temettü	2.10	4.94	5.23	6.03
Temettü Verimi	3.6%	8.4%	8.9%	10.2%
Özkaynak Karlılığı	18%	24%	10%	16%

Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

AVPGY Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	5,193	8,696	6,944	7,171
Satışların Maliyeti	-2,056	-1,475	-2,783	-2,836
Brüt Kar	3,137	7,221	4,162	4,335
OPEX	-297	-188	-764	-789
Operasyonel Kar	2,840	7,033	3,398	3,546
FVAÖK	2,862	7,040	3,405	3,554
Diğer Gelir/Gider	1,529	5,763	2,370	2,586
İştiraklerden Gelir/Gider	343	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-118	-824	-1,476	1,277
Vergi Öncesi Kar	3,527	11,972	4,292	7,409
Vergi	1,966	-3,361	-429	-741
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	5,494	8,611	3,863	6,668
Brüt Kar Marjı	60.4%	83.0%	59.9%	60.5%
Faaliyet Kar Marjı	54.7%	80.9%	48.9%	49.5%
FVAÖK Marjı	55.1%	81.0%	49.0%	49.6%
Net Kar marjı	105.8%	99.0%	55.6%	93.0%
Satış Büyümesi	-48%	67%	-20%	3%
FVAÖK büyümesi	-10%	146%	-52%	4%
Net Kar büyümesi	-68%	57%	-55%	73%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	8,582	10,419	7,762	10,479
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,293	1,233	487	4,787
Ticari Alacaklar	572	790	666	786
Stoklar	1,398	7,753	5,624	3,847
Diğer Dönen Varlıklar	319	643	986	1,059
Duran Varlıklar	26,754	35,578	44,342	45,734
Toplam Varlıklar	35,336	45,997	51,595	54,825
Kısa Vadeli Yükümlülükler	782	1,052	1,295	1,223
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	0	0	0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	613	335	707	720
Diğer Borçlar	169	716	589	502
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10	8,617	11,305	11,177
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	0	2,000	2,033
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10	8,617	9,305	9,145
Özkaynaklar	34,545	36,328	38,995	42,425
Toplam Kaynaklar	35,336	45,997	51,595	54,825

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

AVPGY Önemli Göstergeler (TLmn)

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	2,862	7,040	3,405	3,554
İşletme Sermayesindeki değişim	446	-6,091	2,622	2,103
Faaliyetlerden nakit akımı	3,307	949	6,026	5,657
Yatırımlar	-552	389	-1,951	-1
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akımı	-315	-6,102	-1,951	-1
Temettü	0	-840	-1,975	-607
Net borçtaki değişim	-2,357	-2,486	1,479	-93
Finansman faaliyetlerinden nakit akımı	-2,357	-3,326	-496	-700

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	-2.2	-0.2	0.4	-0.8
Net Borç/Sermaye	-0.2	0.0	0.0	-0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	11%	-4%	28%	0%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	8.6%	-70.1%	37.8%	29.3%
Özkaynak Kârlılığı	17.6%	24.3%	10.3%	16.4%
Yatırılan Sermaye Getirisi	6.8%	14.9%	6.6%	6.2%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

AVPGY	2023	2024	2025T	2026T
Kira Gelirleri Toplamda Payı (%)	31%	23%	38%	39%
Tekrar Eden Gelir *	3420	2475	2962	3167
Tekrar Eden Gelir (net)	1504	1756	1605	1745
F/Tekrar Eden Gelir	5.1	7.5	8.1	7.5
F/Tekrar Eden Gelir (net)	11.5	10.6	15.0	13.5
F/K	4.3	2.7	6.1	3.5
F/DD	0.7	0.6	0.6	0.6
Özsermaye Karlılığı (%)	18%	24%	10%	16%
Hisse Başına Temettü	2.1	4.9	5.2	6.0
Hisse Başına Kazanç	13.7	21.5	9.7	16.7
Ort. NAD iskontosusu (%)	-40%	-43%		
Temettü Verimi (%)	0%	4%	8%	3%

*Aidat gelirleri, kira gelirleri ve diğer gelirleri kapsar.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

AVPGY Değerleme

AVPGY için hedef fiyatımızı, son kapanış fiyatına göre %46 artış potansiyeli sunan TL86,00/hisse olarak belirlemekteyiz. Değerleme için parçaların birleşimi yöntemini uygularken, 696 milyon USD adil değere ulaşmaktayız.

Kira portföyünün değerlemesi için, %11.3 AOSM ve %2 terminal büyüme oranı varsayımlarıyla ABD doları bazlı İNA kullanmayı tercih ettik. 2029+ projeksiyon dönemi (2029T & 2033T) için kısa vadeli volatilitiyi normalleştirmek amacıyla %60 sürdürülebilir FAVÖK marjı kullandık.

Kiralabilir Alan Değerlemesi

Kiralabilir Alan (USDmn)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	TV
Gelirler	53	66	75	79	80	83	86	90	93	97	
Faaliyet Karı	38	36	41	45	47	50	52	54	56	58	
Vergi (-)	0	3.6	4.1	4.5	4.7	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8	
Amortisman	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
Serbest Nakit Akışı	38	32	37	41	42	45	47	49	51	53	582
FVAÖK	38	36	41	45	47	50	52	54	56	59	
FVAÖK Marjı (%)	71%	54%	55%	57%	59%	60%	60%	60%	60%	60%	
Özsermaye Maliyeti	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
Market Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Varlık Ağırlığı	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	
Borç Ağırlığı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
Beta	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
Vergi Oranı	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
AOSM		11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	
İndirgeme Faktörü			1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3
1/İndirgeme Faktörü		0.3	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
Terminal Büyüme	2.0%										
Nakit Akışlarının Şimdiki Değeri (2025T&2033T)	259	8	37	37	34	33	31	29	27	25	248
Uç Değerin Şimdiki Değeri	248										
Ulaşılan Değer (USDmn)	507										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

İndirgenmiş nakit akışından elde ettiğimiz kira alanının değerlemesini hedef değerimize ekledik. Projeler için değerlememizde %30 GYO iskontosu kullandık.

Özet Değerleme

AVPGY Özet Değerleme (Milyon USD)	
Kira Getiren Portföy	507
Projeler	178
Net Nakit	11
Hedef Değer (USDmn)	696
12A Hedef Piyasa Değeri	807
12A Hedef Fiyat (TL/hisse)	86.0
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)	59.0
Yükseliş Potansiyeli (%)	46%

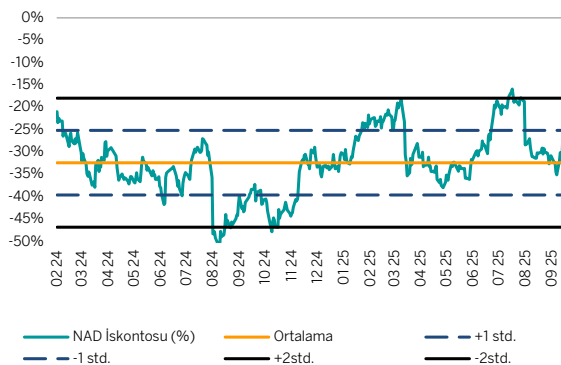
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

AVPGY NAD Tablosu (mnTL, 30/06/2025)

AVPGY NAD Tablosu	Ekspertiz Değeri (TLmn)	Net Aktif Değer (TLmn)	Toplamda pay (%)
AVM	23,809	23,809	64.9%
Forum Trabzon	14,337	14,337	39%
ArenaPark	4,891	4,891	13%
Armoni Park Outlet	4,581	4,581	12%
Turizm	4,836	4,836	13%
Mövenpick Living Çamlıvadi	2,116	2,116	6%
Radisson Residences Avrupa TEM	1,507	1,507	4%
Swissotel Resort Bodrum Beach	1,213	1,213	3%
Diğer Ticari Alanlar	7,905	7,905	21.5%
Avrupa Residence & Office Ataköy	841	841	2%
Avrupa Konutları Yamanevler 2.Etap	237	237	1%
Avrupa Konutları Atakent 3	129	129	0%
Avrupa Konutları TEM	104	104	0%
Avrupa Konutları Ispartakule 1	59	59	0%
Eclipse Maslak	970	970	3%
Avrupa Konutları TEM 2	37	37	0%
Avrupa Konutları Başakşehir	32	32	0%
Avrupa Konutları Yamanevler	703	703	2%
Avrupa Konutları Esentepe	448	448	1%
Tema İstanbul	197	197	1%
Tema Çarşı	503	503	1%
Kemerburgaz Arium	70	70	0%
Artış Ticaret ve Sanayi Merkezi	515	515	1%
Arenapark 2	647	647	2%
Avrupa Konutları Yenimahalle	1,184	1,184	3%
Tema İstanbul 2	1,231	1,231	3%
Projeler	9,232	9,232	25.2%
Avrupa Konutları Çamlıvadi	1,975	1,975	5.4%
Demir Life	3,290	3,290	9.0%
Damga Yapı Feza Park Villaları	347	347	0.9%
Avrupa Konutları Şişli Projesi	3,565	3,565	9.7%
Demir Life Project (Front Side)	55	55	0.1%
Toplam Emlak Değeri*		45,782	
Nakit vb.		451	
Ticari Alacaklar		385	
Yükümlülükler (-)		-10,926	
Diğer Varlıklar		994	
Toplam Net Aktif Değeri		36,686	
Piyasa Değeri		23,600	
(İskonto)/Prim		-36%	

Kaynak: Şirket Verisi, Garanti BBVA Yatırım

AVPGY Tarihsel NAD



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Emlak Konut GYO (EKGYO)

Endeks Üzeri Getiri - Hedef Fiyat: 40.00TL/hisse

➤ EKGYO için 40.0TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi güncelliyoruz. Parçaların birleşimi yöntemini kullandığımız yöntemle ulaştığımız hedef fiyat %98'lik bir yükseliş potansiyeli sunmaktadır. 2025T tahminlerimize göre EKGYO hisse senetleri 4.95x F/K ve 0.57x F/DD çarpanlarında işlem görmektedir. Şirket'in mevcut NAD iskontosu son 3 yıllık ortalamasına benzer %54 seviyededir.

Tahmin edilebilir iş modeli. EKGYO, "gelir paylaşımı" ve "anahtar teslimi" yöntemleri olarak adlandırılan iki farklı iş modeline sahiptir. İlk yöntemde, EKGYO araziyi verirken, minimum garantili kâr (genellikle minimum %40-50 pay) temelinde bir pay alır, ikincisinde ise inşaatın tüm maliyet kalemlerini üstlenmektedir. İlk yöntemde marjlar genellikle daha yüksek olmakla birlikte, bu durum pazarda volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde dengeli bir risk-getiri profili sağladığını düşünmekteyiz. Gelir paylaşımı modeliyle yürütülen projeler, 32% pay ile bizim terminal değerimize 30.5 milyar TL katkı sağlamaktadır. Bu iş modelini daha iyi anlamak için, ihaleye temel alınan çarpan (EKGYO minimum geliri/arsa satın alma maliyeti) kavramını anlamak gerekmektedir. Ortalama çarpan 2020 & 2024 arasında 3,36x, 2Ç25'te 1,83x olarak gerçekleşmiştir. Arazi fiyatlarında keskin artışa benzer şekilde, bu katsayı pandemiden sonra sert bir şekilde yükselmiş ve ekonomi politikasındaki değişiklik sonucunda normalleşmiştir. 2025/09 dönemde, Şirket ortalama ihale katsayısı 2,18x olan 5 ihale tamamlamıştır. EKGYO'nun payı 18,3 milyar TL iken, bu projelerden elde edilen toplam satış geliri 44,8 milyar TL olmuştur.

Stoklar maliyetten kaydediliyor. Enflasyon muhasebesi uygulaması özsermaye ile mevcut net aktif değerler arasındaki farkları azaltmaya yardımcı olmaktadır. Öte yandan bu farklar, stoklarını maliyetten kaydeden Şirketler için devam etmektedir. Envanterler zaman içerisinde değer kazanırken, bu değerlemeleri desteklemekte ve değerlemede yukarı yönlü ek potansiyele alan sağlamaktadır. 2025/06 itibarıyla EKGYO'nun stokları 163.3 milyar TL değerindedir.

Güçlü satış ve tahsilat performansı. Şirket'in resmi beklentilerine göre yönetim 856 bin m2 alana tekabül eden 7522 bağımsız bölümün satışından 77 milyar TL'lik satış geliri beklemektedir. Net kar beklentisi 12 milyar TL seviyesindeyken arazi satışlarından 5 milyar TL'lik katkı beklenmektedir. EKGYO 9A25 itibarıyla güçlü 2025 tüm yıl hedeflerinin %75'ine ulaşmayı başarmıştır. Aynı dönemde net karın ise %78'ine ulaşılmıştır. Öte yandan gelir tablosunun, GYO şirketleri için gelir tahakkuku esas ve diğer nedenlerle değerlemelerde en öncelikli takip edilecek finansallardan olmadığını not etmekteyiz.

Yurt içi ve yurt dışında da öncü projeler. Sosyal konut projelerinde TOKİ'nin öncü rol üstlenebileceğini düşünmekteyiz. Sosyal konut tarafına Şirket'in daha sınırlı katkı vermesini böylece katma değerli projelere odaklanmaya devam etmesini beklemekteyiz. Yurt dışında ise Suudi Arabistan'daki konut projesinin detayları resmi olarak duyulmadığından haber akışı hisse senedi üzerinde katalist görevi görebileceğini düşünmekteyiz.

Riskler. İnşaatlarda gecikmeler, arsa fiyatlarında sert düşüş ve yurt içi konut talebindeki yavaşlama değerlendirme üzerindeki aşağı yönlü risklerdendir. EKGYO'nun iş modelinin mevcut makro ortam için oldukça dirençli olduğunu ve Şirket'in yüksek marka değeriyle köklü bir geçmişi bulunduğunu not ediyoruz.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL20.22	TL40.00	98%

Piyasa Değeri
TL76,836mn USD1,834mn

Hisse Senedi Bilgileri	EKGYO.TI / EKGYO.IS		
Bloomberg/Reuters:			
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	2%	0%	67%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	9.2 / 21.36		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	3.663.5		
YBB TL Getiri:	52%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	1.18		
BİST-100'deki ağırlığı	0.75%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	3.800		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A Önce	
	33.8%	18.5%	

Kısaca Şirket
1953 yılında kentleşme çalışmalarına öncülük etmesi amacıyla kuruldu. Emlak Konut güçlü marka değeri, tecrübeli yönetim kadrosuyla hem şehirlere hem de insana değer katan projeler üretmektedir. 2003 yılından bugüne kadar çeşitli büyüklükte toplamda 388 projenin ihale sonucunda, 251 bin bağımsız bölümün yapılmasını sağlamış olacaktır.

Ortaklık Yapısı	
TOKİ	49.3%
Diğer	50.7%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	47,000	36,779	58,074	51,303
Yıllık Değişim	36%	-22%	58%	-12%
FVAÖK (TLmn)	8,148	4,157	14,637	14,012
Yıllık Değişim	44%	-49%	252%	-4%
Net Kar (TLmn)	-6,424	14,920	15,519	14,178
Yıllık Değişim	-389%	n.a.	4%	-9%
Özkaynaklar (TLmn)	98,628	113,544	135,658	129,247
Yıllık Değişim	7%	15%	19%	-5%
F/DD (x)	0.78	0.68	0.57	0.59
F/K (x)	n.m.	5.15	4.95	5.42
Hisse Başına Kar(TL)	n.m.	3.93	4.08	3.73
Hisse Başına Temettü	0.00	0.40	1.59	4.22
Temettü Verimi	0%	2%	8%	21%
Özkaynak Karlılığı	-6%	14%	12%	11%

Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

EKGYO Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	47,000	36,779	58,074	51,303
Satışların Maliyeti	-32,946	-29,120	-38,819	-32,457
Brüt Kar	14,054	7,659	19,256	18,846
OPEX	-6,037	-3,649	-4,850	-5,205
Operasyonel Kar	8,017	4,009	14,406	13,641
FVAÖK	8,148	4,157	14,637	14,012
Diğer Gelir/Gider	-1,607	5,414	8,964	9,446
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-12,845	-2,615	-5,111	-7,334
Vergi Öncesi Kar	-6,424	6,808	18,258	15,754
Vergi	0	8,112	-2,739	-1,575
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	-6,424	14,920	15,519	14,178
Brüt Kar Marjı	29.9%	20.8%	33.2%	36.7%
Faaliyet Kar Marjı	17.1%	10.9%	24.8%	26.6%
FVAÖK Marjı	17.3%	11.3%	25.2%	27.3%
Net Kar marjı	n.m.	40.6%	26.7%	27.6%
Satış Büyümesi	36%	-22%	58%	-12%
FVAÖK büyümesi	44%	-49%	252%	-4%
Net Kar büyümesi	-389%	-332%	4%	-9%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	186,810	212,625	279,195	267,177
Nakit ve Nakit Benzerleri	25,704	9,225	17,473	11,766
Ticari Alacaklar	12,818	6,004	12,647	11,172
Stoklar	139,384	190,580	235,472	232,304
Diğer Dönen Varlıklar	8,904	6,817	13,604	11,934
Duran Varlıklar	16,734	22,600	19,131	18,783
Toplam Varlıklar	203,544	235,224	298,326	285,960
Kısa Vadeli Yükümlülükler	101,651	120,542	149,724	143,860
Kısa Vadeli Borçlanmalar	5,285	15,053	14,405	11,712
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	6,447	9,331	6,381	6,225
Diğer Borçlar	89,919	96,158	128,938	125,924
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,265	1,138	12,943	12,853
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,128	0	11,669	11,622
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,137	1,138	1,274	1,231
Özkaynaklar	98,628	113,544	135,658	129,247
Toplam Kaynaklar	203,544	235,224	298,326	285,960

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

EKGYO Önemli Göstergeler (TLmn)

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	8,148	4,157	14,637	14,012
İşletme Sermayesindeki değişim	-57,828	-78,820	-8,935	4,271
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	-49,680	-74,663	5,701	18,283
Yatırımlar	-476	1,229	-11,750	-2,236
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akım	-812	-385	-11,750	-2,236
Temettü	0	-1,520	-3,278	-2,366
Net borçtaki değişim	-3,680	5,645	8,722	-876
Finansman faaliyetlerinden nakit akım	-3,680	4,125	5,444	-3,242

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	-2.2	1.4	0.6	0.8
Net Borç/Sermaye	-0.2	0.1	0.1	0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	1%	-3%	20%	4%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	-123.0%	-214.3%	-15.4%	8.3%
Özkaynak Kârlılığı	-6.3%	14.1%	12.5%	10.7%
Yatırılan Sermaye Getirisi	5.3%	2.6%	7.4%	6.5%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

EKGYO	2023	2024	2025T	2026T
F/K	a.d.	5.1	5.0	5.4
F/DD	0.8	0.7	0.6	0.6
Özsermaye Karlılığı (%)	a.d.	14%	12%	11%
Hisse Başına Temettü	0.0	0.4	1.6	4.2
Hisse Başına Kazanç	m.d.	3.9	4.1	3.7
NAD iskontosu (%)	-72%	-74%		
Temettü Verimi (%)	0%	4%	5%	5%

*Ortak alan gelirleri, kira gelirleri ve diğer gelirleri kapsar.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

EKGYO Değerleme

EKGYO için hedef fiyatımızı son kapanışa göre %98'lik bir yükseliş potansiyeli sunan 40.00TL/hisse olarak belirlemekteyiz. Değerleme için parçaların birleşimi modelini kullanırken, 12A hedef 150 milyar TL değere ulaşmaktayız. Arsaların değerlendirmesinde 1.9x ihaleye temel alınan çarpan ve ihale sonrası %20 değer artışı varsayımını kullanmaktayız.

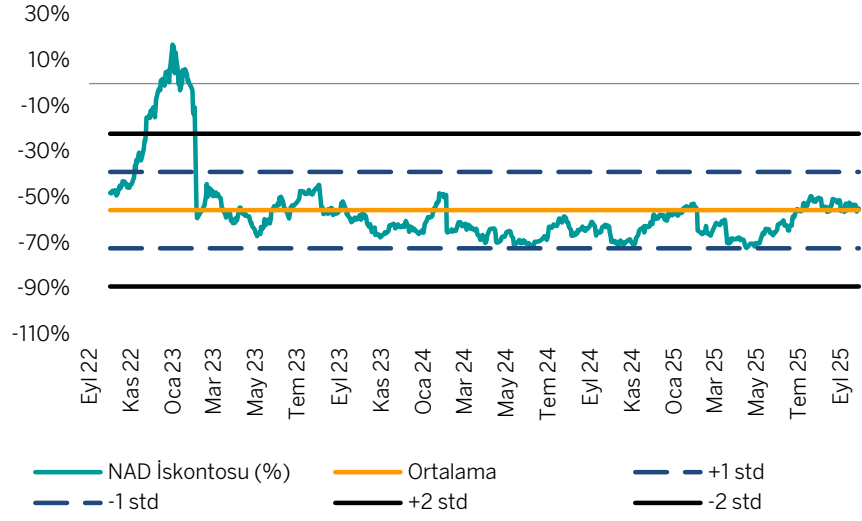
Binalar için eksper raporunda yer alan 54.2 milyar TL tutarındaki değeri baz alırken, Şirket'in iştiraklerini değerlememize eklemekteyiz. Şirket'in arsa ve binalarının toplamı için 121 milyar TL değere ulaşmamıza karşın bu değere %45 oranında GYO iskontosu uygulamaktayız.

Şirket'in uzun dönem ortalama ihale çarpanı olan 2.14x varsayımlarımızın muhafazakar olduğuna işaret etmektedir.

(TLmn)	Yöntem	Ulaşılan Değer	Hedef Değer	Terminal Değerin %'si
Arsalar	İhale Çarpanı	66,790	53,689	56%
Binalar	Eksper Değeri	54,242	29,833	31%
Projeler			34,000	36%
Gelir Paylaşım Modeli	İNA		30,507	32%
Anahtar Teslim Modeli	İndirgenmiş Maliyet		3,493	4%
İştirakler			12,000	
Faaliyet Giderlerinin Şimdiki Değeri	İNA		-20,966	-22%
Net Nakit	EKGYO share		-13,083	-14%
Hedef Değer			95,473	
12A Hedef Değer			150,063	
12A Hedef Fiyat (TL/hisse)			40.00	
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)			20.22	
Yükseliş Potansiyeli (%)			98%	

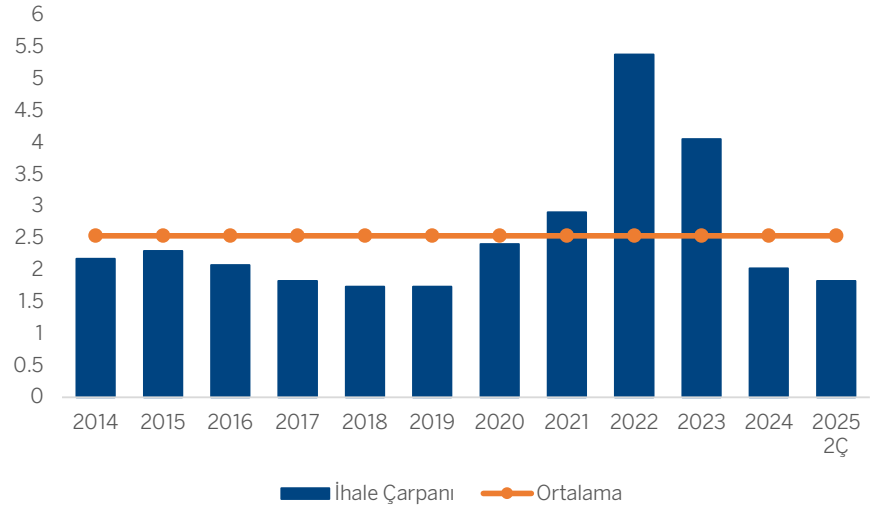
Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

EKGYO Tarihsel NAD



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

EKGYO İhale Çarpanı (x)



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

IS GYO (ISGYO)

Endekse Paralel Getiri - Hedef Fiyat: 22.20TL

➤ ISGYO için 22.20TL hedef fiyat ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Parçaların birleşimi yöntemini kullanarak ulaştığımız hedef fiyat %13'lük bir yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. 2026T beklentilerine göre ISGYO hisseler 5.02x F/K ve 0.38x F/DD çarpanlarında işlem görmektedir. Şirket'in NAD iskontosu son üç yıllık ortalaması olan %26'ya kıyasla %59'a karşılık gelmektedir.

Kira gelirleri varlık değerini tam olarak yansıtmıyor

I) Yüksek NAD iskontosu (son kapanışa göre %59), II) Düzenli kira gelirleri (2025T Kira Geliri/Taşınmaz Ekspertiz Değeri 26x) III) Değer odaklı konut projeleri ve IV) deneyimli yönetim ekibi yatırım tezini destekleyici unsurlar olduğunu düşünmekteyiz. Şirket'in 9A25'te 1.26 milyar TL kira geliri olmasına rağmen, toplam kira gelirlerinde yüksek payı bulunan varlıkların kira çarpanları yüksek seviyelerdedir. 2025T kira tahminimiz 1,7 milyar TL iken, TUTOM ve İstanbul Is Kuleleri gelirleri toplamda %65 katkı sunmasını beklemekteyiz. Mevcut net aktif değer içerisinde bu iki varlığın %64 payı bulunmaktadır. Şirket, İstanbul Finans Merkezi binasını Şubat 2025'te 5.6 milyar TL + KDV karşılığında satmış olsa dahi, mevcut portföyündeki değer artışı, ilk 6 ayda gerçekleştirdiği satın almalar sayesinde gayrimenkul portföyünün büyüklüğü Haziran 2025 itibarıyla 49.5 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Şehrin ortasında cesur projeler.

Şirket, hedef değerimizin %50'sine karşılık gelen ve 208 milyon USD olarak değerlediğimiz toplam 5 farklı gayrimenkul projelerine (Litus, Tuzla, Profilo, Balmumcu, Kasaba Modern) sahiptir. Bu projelerin satış performansı, gelecekte nakit akışları yoluyla şirketin likidite pozisyonunu destekleyebilir. IS GYO ve Artaş İnşaat arasında devam eden Profilo Konut projesi, yaklaşık 313 konutluk bir projeyi kapsamakta olup, ISGYO'nun payı yaklaşık 65 milyon ABD doları + KDV olarak tahmin edilmektedir. Litus projesi toplam 35.8 bin m²'lik bir alanda yer almaktadır. Şirket, Eylül 2025 itibarıyla 59 ünitenin satışını gerçekleştirmiştir. Kalan 39 ünitenin satışı ise devam etmektedir. Projelerde konum avantajı (ana arterlere yakınlık) ve teslim sonrası değer kazanma potansiyellerinin öne çıktığını vurgulamaktayız.

Akıllı ofis yatırımları gelecek dönemde kiralari yükseltebilir.

ISGYO, 1Y25 itibarıyla eksper değeri yaklaşık 2 milyar TL olan üç ofis binası satın aldı. İçerenköy, İzmir ve Parmakkapı ofis yatırımlarının tahmini kira geliri yaklaşık 96 milyon TL. TUTOM, Is Kuleleri ve Kanyon Alışveriş Merkezi olmak üzere üç binanın değerinin toplam kiralabilir gayrimenkul değerinin yaklaşık %80'ini oluşturmaktadır. Dolayısıyla, NAD içerisinde yoğunluğun belirli gayrimenkuller üzerinde olması, hem NAD hem de gelir tablosu özelinde risk unsuru olarak takip edilebilir.

Değerlemeye odaklanma zamanı.

ISGYO'nun %7 temettü verimine işaret eden 1.37TL/hisse temettü dağıtmasını beklemekteyiz. Mevcut durumda Şirket'in yüksek net varlık değeri iskontosu ve bu temettü getirisinin, değerlememizdeki aşağı yönlü riski sınırlayabileceğinin altını çiziyoruz. Toplam değerlendirme içinde projelerin payı daha yüksek olduğundan faiz oranlarının şirket değerlemesi üzerindeki etkisinin daha yüksek olabileceğini düşünmekteyiz.

Riskler.

Daha düşük kira gelirleri ve daha düşük marjlar değerlememiz üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olabilir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL19.66	TL22.20	13%

Piyasa Değeri
TL18,849mn USD450mn

Hisse Senedi Bilgileri

Bloomberg/Reuters:	ISGYO.TI / ISGYO.IS			
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay	
	4%	5%	-6%	
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):				14.36 / 21.32
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:				124.9
YBB TL Getiri:				5%
Beta (2 yıllık, haftalık)				0.91
BIST-100'deki ağırlığı				0.18%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):				959
Yabancı Payı:		Mevcut	12A önce	
		7.8%	11.2%	

Kısaca Şirket

İş GYO 6 Ağustos 1999 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür. Şirket'in tecrübeli yönetim kadrosu tarafından yönetilen etkin, çeşitlendirilmiş ve dengeli bir gayrimenkul portföyü bulunmaktadır. Sürdürülebilir kira gelirleri ve güçlü özkaynağı ile öne çıkmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Türkiye İş Bankası	52.5%
Anadolu Hayat Emeklilik	7.0%
Other	40.5%
Total	100.0%

Özet Finansallar	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	1,926	4,723	3,093	4,863
Yıllık Değişim	-21%	145%	-34%	57%
FVAÖK (TLmn)	1,098	1,260	1,438	2,011
Yıllık Değişim	-5%	15%	14%	40%
Net Kar (TLmn)	5,275	1,041	1,946	3,753
Yıllık Değişim	-64%	-80%	87%	93%
Özkaynaklar (TLmn)	45,538	45,631	49,295	49,704
Yıllık Değişim	-11%	0%	8%	1%
F/DD (x)	0.41	0.41	0.38	0.38
F/K (x)	3.57	18.11	9.69	5.02
Hisse Başına Kar(TL)	5.50	1.09	2.03	3.91
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	1.37	3.57
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	7.0%	18.1%
Özkaynak Karlılığı	12%	2%	4%	8%

Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

ISGYO Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	1,926	4,723	3,093	4,863
Satışların Maliyeti	-540	-3,120	-1,285	-2,496
Brüt Kar	1,386	1,603	1,808	2,366
OPEX	-304	-367	-399	-384
Operasyonel Kar	1,082	1,236	1,409	1,982
FVAÖK	1,098	1,260	1,438	2,011
Diğer Gelir/Gider	3,257	3,398	1,525	1,151
İştiraklerden Gelir/Gider	8	9	8	6
Net Finansal Gelir/Gider	876	-667	302	1,031
Vergi Öncesi Kar	5,275	3,976	3,243	4,170
Vergi	0	-2,935	-1,297	-417
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	5,275	1,041	1,946	3,753
Brüt Kar Marjı	72.0%	33.9%	58.5%	48.7%
Faaliyet Kar Marjı	56.2%	26.2%	45.6%	40.8%
FVAÖK Marjı	57.0%	26.7%	46.5%	41.4%
Net Kar marjı	273.9%	22.0%	62.9%	77.2%
Satış Büyümesi	-21%	145%	-34%	57%
FVAÖK büyümesi	-5%	15%	14%	40%
Net Kar büyümesi	-64%	-80%	87%	93%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	6,992	3,599	3,816	6,520
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,755	397	104	3,011
Ticari Alacaklar	396	98	120	189
Stoklar	4,202	2,724	3,059	2,451
Diğer Dönen Varlıklar	639	381	533	870
Duran Varlıklar	48,859	52,005	55,514	54,949
Toplam Varlıklar	55,850	55,605	58,394	59,799
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,202	5,758	2,195	1,889
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4,171	4,713	2,040	1,658
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	407	167	91	177
Diğer Borçlar	1,624	878	64	53
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,110	4,215	6,904	8,206
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4,087	283	3	5
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	24	3,932	6,901	8,201
Özkaynaklar	45,538	45,631	49,295	49,704
Toplam Kaynaklar	55,850	55,605	58,394	59,799

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

ISGYO Özet Göstergeler (TLmn)

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	1,098	1,260	1,438	2,011
İşletme Sermayesindeki değişim	-4,454	-1,904	1,417	1,856
Faaliyetlerden nakit akımı	-3,356	-644	2,855	3,867
Yatırımlar	-8	-4	3,913	-4
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akım	-791	2,101	3,913	-4
Temettü	0	0	-211	-1,301
Net borçtaki değişim	-460	-3,105	-4,714	-443
Finansman faaliyetlerinden nakit akım	-460	-3,105	-4,924	-1,744

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	5.9	3.6	1.3	-0.7
Net Borç/Sermaye	0.1	0.1	0.0	0.0
Yatırımlar/Satış gelirleri	0%	0%	-126%	0%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	-231.3%	-40.3%	45.8%	38.2%
Özkaynak Kârlılığı	12.3%	2.3%	4.1%	7.6%
Yatırılan Sermaye Getirisi	1.6%	1.8%	2.1%	2.9%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

ISGYO	2023	2024	2025T	2026T
Kira Gelirleri Toplamda Payı (%)	1%	23%	22%	15%
Tekrar Eden Gelir *	517	1348	1699	1747
Tekrar Eden Gelir (net)	12	947	668	710
F/Tekrar Eden Gelir	27.7	12.1	10.1	9.8
F/Tekrar Eden Gelir (net)	1148.2	17.1	25.7	24.2
F/K	3.6	18.1	9.7	5.0
F/DD	0.4	0.4	0.4	0.4
Özsermaye Karlılığı (%)	12%	2%	4%	8%
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	1.4	3.6
Hisse Başına Kazanç	5.5	1.1	2.0	3.9
NAD iskontosusu (%)	-47%	-58%	-63%	0%
Temettü Verimi (%)	0%	0%	1%	8%

*Ortak alan gelirleri, kira gelirleri ve diğer gelirleri kapsar.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

ISGYO Değerleme

ISGYO için hedef fiyatımızı kapanış fiyatına göre %13 yükseliş potansiyeli sunan 22.20 TL/hisse olarak belirlemekteyiz. Değerlemede parçaların birleşimi yöntemini kullanırken adil değer olarak 416 milyon USD'ye ulaşmaktayız.

Projelerinin değerlemesi için kiralık alan için uyguladığımız varsayımların aynısını kullandık. Kiralık alanlar için 194 milyon USD değerlemeye ulaşırken, bu değerlemenin %51'i terminal değerden, %49'u ise 2025T ile 2033T arasındaki indirgenmiş nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır.

Kiralanabilir Alan (USDmn)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	TV
Gelirler	32	37	41	42	42	43	43	44	45	46	
Faaliyet Karı	14	14	16	18	18	19	21	22	22	22	
Vergi	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	
Amortisman	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	
Serbest Nakit Akışı	11	11	13	15	15	16	17	18	18	18	221
FVAÖK	14	15	17	19	19	20	22	22	23	23	
FVAÖK Marjı (%)	45%	40%	42%	45%	45%	47%	50%	50%	50%	50%	
Özsermaye Maliyeti	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	
Risksiz Faiz Oranı	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
Market Risk Primi	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Varlık Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Borç Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Beta	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	
Borçlanma Maliyeti	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Vergi Oranı	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
AOSM		11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	
İndirgeme Faktörü		0.25	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6	1.8	2.0	2.22
1/İndirgeme Faktörü			1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
Terminal Büyüme	2.0%										
Nakit Akışlarının Şimdiki Değeri (2025T & 2033T)	95	3	13	13	12	12	12	11	10	9	100
Uç Değer Şimdiki Değeri	100										
Ulaşılan Değer	194										

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

ISGYO Özet Değerleme (Milyon USD)

Kira Getiren Portföy	194
Projeler	208
Arsalar	21
Net Nakit (Borç)	-8
Hedef Değer(USDmn)	416
12A Hedef Piyasa Değeri	497
12A Hedef Fiyat (TL/hisse)	22.20
Kapanış Fiyatı (TL/hisse)	19.7
Yükseliş Potansiyeli(%)	13%

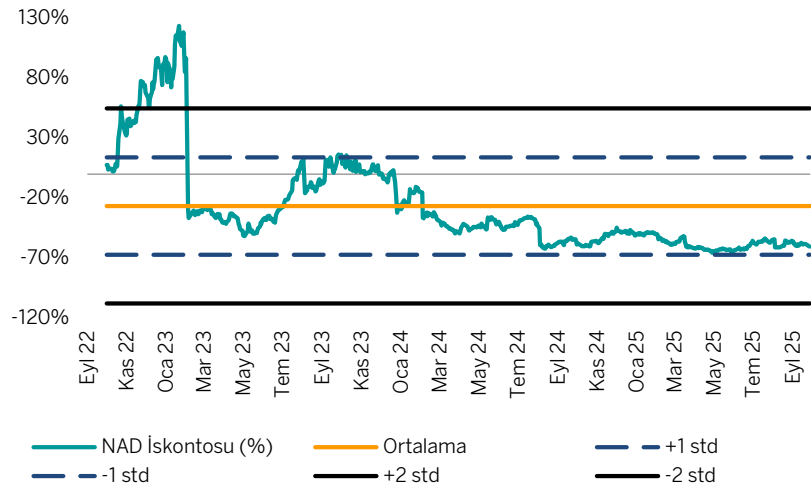
Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

ISGYO NAD Tablosu (Mn TL, 30/06/2025 itibarıyla)

ISGYO Tarihsel NAD

ISGYO NAD Tablosu	Ekspert Değerlemesi (mnTL)	Net Aktif Değer (TLmn)	Portföydeki payı (%)
Arsalar	3,615	3,615	7.1%
Istanbul - Levent	29	29	0.1%
Istanbul - İzmir Şehitler	1,008	1,008	2.0%
Istanbul Çekmeköy Ömerli	179	179	0.4%
Profilo Arsası	2,399	2,399	4.7%
Binalar	40,796	40,796	80.3%
Tuzla Technology and Operation Center	12,566	12,566	24.7%
Istanbul Is Towers	13,549	13,549	26.7%
Istanbul Kanyon Shopping Mall	4,983	4,983	9.8%
Izmir Ege Perla Shopping Mall	1,585	1,585	3.1%
Istanbul Maslak Building	1,876	1,876	3.7%
Taksim Lamartine Office	1,202	1,202	2.4%
Istanbul Tuzla Mix Use Project	268	268	0.5%
Marmaris Mallmarine Shopping Mall	249	249	0.5%
Izmir Konak Office	1,039	1,039	2.0%
İçerenköy Office	365	365	0.7%
Ankara İş Tower	1,279	1,279	2.5%
Kartal & Litus Projeleri	1,836	1,836	3.6%
Projeler	4,712	4,712	9.3%
Tuzla	2,450	2,450	4.8%
Kasaba	1,765	1,765	3.5%
Balmumcu	497	497	1.0%
İştirakler		41	0.1%
Kanyon Yönetim		41	0.1%
Toplam Emlak Değeri		44,451	87.5%
Finansal Yatırımlar		1,646	3.2%
Toplam Portföy Değeri		50,809	90.7%
Nakit vb.		811	
Alacaklar		76	
Yükümlülükler (-)		-6,737	
Diğer Varlıklar		735	
Toplam Net Aktif Değeri		45,694	
Piyasa Değeri		18,849	
(İskonto)/Prim		-59%	

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Torunlar GMYO (TRGYO)

Endeks Üzeri Getiri - Hedef Fiyat: 104.00TL/hisse

➤ TRGYO için 104.00TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Parçaların birleşimi yöntemini kullanarak hedef fiyat %35 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. 2026T beklentilerine göre TRGYO hisseleri sırasıyla 6.88x F/K ve 0.63x F/DD çarpanlarında işlem görmektedir. Şirket'in NAD iskontosu son 3 yıllık ortalaması olan %36'ya benzer seviyededir.

Yüksek nakit akımı dengeli bir risk getiri profili sağlamaktadır. I) Yüksek net aktif değer iskontosu (36%) II) Emsallerine kıyasla yüksek kira ve temettü verimi III) Şeffaf orta & uzun vadeli görünüm ve IV) Yüksek likidite (2Ç25 itibarıyla 22,3 milyar TL net nakit) TRGYO'ya ilişkin olumlu görüşümüzün ana nedenleridir. Kademeli faiz indirim beklentilerimize paralel olarak, Torunlar'ın mevcut ortamda iyi konumlandığını düşünmekteyiz. Şirket'in portföyü dengeli bir dağılıma sahipken en değerli varlık olan Mall of İstanbul Alışveriş Merkezi (MOI) toplam emlak portföyünde yalnızca %25 paya sahiptir. 2025 yılının ilk yarısında, Alışveriş Merkezi + Kira Gelirleri segmenti toplam kira gelirlerinin %78'ini oluştururken, bunu Otel (toplam gelirlerin %4,4'ü) ve Konut + Ofis segmentleri (toplam gelirlerin %1,6'sı) takip etmiştir.

Torunlar değerlemeye bakar. Torunlar 2017 yılında 825 milyon USD tutarındaki net borç pozisyonunu 2025 itibarıyla net nakit pozisyonuna döndürebilmesi, gayrimenkul portföyünü optimize ederek akıllı yatırım kararları alması ve 2019-2025 yılları arasında kira gelirlerini %35 YBBO gibi etkileyici bir oranda artırmasıyla göz alıcı bir geçmiş performansla sahiptir. Bu büyüme görünümünü zorlu piyasa koşullarında oldukça cazip buluyoruz. Net nakit pozisyonu daha fazla satın alma için alan sağlarken, şirketin böyle bir işlem için değerlendirme odaklı görüşünü korumasını bekliyoruz.

Torunlar uzun vadeli şeffaf bir projeksiyona sahiptir. Torunlar GYO yönetimi, her bir segment için uzun vadeli finansal beklentilerini paylaşmaktadır. Bu beklentilere göre, FVAÖK tahmini 2025T ve 2026T için sırasıyla 11.4 milyar TL ve 12.76 milyar TL olarak tahmin edilmektedir. Toplam kira gelirlerinin, mevcut seviyesi olan 6.75 milyar TL'den 2027T'de 9.3 milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir. Bu beklentilere kıyasla, 2025T ve 2026T yıllarında sırasıyla TL8.3 milyar ve 10.5 milyar TL kira geliri ile 10.87 milyar TL ve 10.04 milyar TL FAVÖK beklentimiz bulunmaktadır. Mevcut kira sözleşmelerinin yeniden düzenlenmesi kira gelirlerinin ana itici gücü olurken, brüt kiralanabilir alanın artışı da toplam kira gelirlerini destekleyecektir. 2025 yılında Karaköy Otel'den 6 bin m2, 2026 yılında Torun Center Otel'den 11.6 bin m2, 2027 yılında Mall of Antalya Otel'den 9 bin m2 ve aynı yıl Paşabahçe Otel projesinden 25 bin m2 olmak üzere yeni kiralanabilir alanların eklenmesi beklenmektedir.

Güçlü satın alma ve zamanında tahsilat performansı. Şirketin yatırım planında, Torun Center— Doğu Kulesi, Karaköy Otel projesi, 5.Levent 2. Faz ve Paşabahçe Projesi olmak üzere toplamda 4 projesi bulunmaktadır. Bugüne kadar toplam tahmin edilen yatırım harcaması 12.3 milyar TL seviyesindeyken, 2025 yılının ikinci yarısında yatırım planının 815 milyon TL, 2026 ve 2027 yıllarında ise sırasıyla 2.3 milyar TL ve 2.5 milyar TL olması planlanmaktadır. Bu, önümüzdeki 2 yıl için nispeten daha yüksek bir yatırım programı olduğunu göstermektedir. Şirketin 2025T ve 2026T net dönem karlarından 5.9 milyar TL ve TL5.2 milyar TL temettü dağıtımını kaynaklı nakit çıkışına rağmen güçlü likiditenin korunabileceğini düşünmekteyiz.

Riskler. Daha düşük kira gelirleri ve marjlar değerlememiz üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olabileceğini not etmekteyiz.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL76.80	TL104.00	35%

Piyasa Değeri	
TL76,800mn	USD1,833mn

Hisse Senedi Bilgileri			
Bloomberg/Reuters:		TRGYO.TI / TRGYO.IS	
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
	3%	3%	38%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	43.91 / 77.65		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	131.9		
YBB TL Getiri:	28%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.69		
BIST-100'deki ağırlığı	0.75%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	1,000		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	19.8%	11.8%	

Kısaca Şirket

İnsanı merkeze alan yatırımlarıyla Torunlar GYO topluma ve yaşanılan şehirlere değer katmaktadır. Şirket'in 40 yılı aşkın tecrübesi bulunurken deneyimli yönetim kadrosu, güçlü likiditesi ve büyük projeleri gerçekleştirebilme kabiliyeti ile öne çıkmaktadır. Şirket GYO'nun "Yatırıma değer, yaşamaya değer" vizyonu ile uyumlu olarak yaşam alanlarına yönelik projeler sunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Aziz Torun	39.6%
Mehmet Torun	39.4%
Torunlar Gıda	6.0%
Diğer	15.0%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	8,183	14,320	18,848	17,094
Yıllık Değişim	-6%	75%	32%	-9%
FVAÖK (TLmn)	5,665	8,330	10,877	10,040
Yıllık Değişim	3%	47%	31%	-8%
Net Kar (TLmn)	22,438	9,688	14,016	11,169
Yıllık Değişim	-21%	-57%	45%	-20%
Özkaynaklar (TLmn)	121,715	113,975	125,780	122,729
Yıllık Değişim	22%	-6%	10%	-2%
EBITDA Margin	0.63	0.67	0.61	0.63
F/DD (x)	0.63	0.67	0.61	0.63
F/K (x)	3.42	7.93	5.48	6.88
Hisse Başına Kar(TL)	22.44	9.69	14.02	11.17
Hisse Başına Temettü	2.35	3.50	5.93	5.22
Temettü Verimi	3%	5%	8%	7%
Özkaynak Karlılığı	20%	8%	12%	9%

Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

TRGYO Özet Finansallar (TLmn)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	8,183	14,320	18,848	17,094
Satışların Maliyeti	-1,976	-5,657	-7,485	-6,561
Brüt Kar	6,207	8,663	11,363	10,533
OPEX	-580	-357	-614	-629
Operasyonel Kar	5,627	8,306	10,749	9,905
FVAÖK	5,665	8,330	10,877	10,040
Diğer Gelir/Gider	14,296	680	2,164	2,689
İştiraklerden Gelir/Gider	1,061	140	120	98
Net Finansal Gelir/Gider	1,455	1,350	2,539	-282
Vergi Öncesi Kar	22,438	10,476	15,573	12,410
Vergi	0	-789	-1,557	-1,241
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	22,438	9,688	14,016	11,169
Brüt Kar Marjı	75.8%	60.5%	60.3%	61.6%
Faaliyet Kar Marjı	68.8%	58.0%	57.0%	57.9%
FVAÖK Marjı	69.2%	58.2%	57.7%	58.7%
Net Kar marjı	274.2%	67.7%	74.4%	65.3%
Satış Büyümesi	-6%	75%	32%	-9%
FVAÖK büyümesi	3%	47%	31%	-8%
Net Kar büyümesi	-21%	-57%	45%	-20%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	13,315	26,371	35,967	41,257
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,639	17,563	28,245	36,547
Ticari Alacaklar	2,357	1,142	1,753	1,590
Stoklar	4,722	7,147	5,198	2,388
Diğer Dönen Varlıklar	597	519	771	732
Duran Varlıklar	122,417	108,283	124,782	128,140
Toplam Varlıklar	135,732	134,654	151,703	150,027
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,961	4,764	4,349	3,682
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,797	1,018	972	791
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	555	322	466	408
Diğer Borçlar	608	3,424	2,911	2,483
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,057	15,915	21,574	23,616
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3,342	1,319	913	768
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,715	14,596	20,661	22,848
Özkaynaklar	121,715	113,975	125,780	122,729
Toplam Kaynaklar	135,732	134,654	151,703	150,027

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

TRGYO Özet Göstergeler (TLmn)

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	5,665	8,330	10,877	10,040
İşletme Sermayesindeki değişim	-4,906	-612	4,429	3,922
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	759	7,718	15,307	13,961
Yatırımlar	-2	-17	-1,645	-2,254
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akım	254	16,822	-1,645	-2,254
Temettü	-200	-3,500	-5,926	-4,240
Net borçtaki değişim	3	1,946	4,869	6,013
Finansman faaliyetlerinden nakit akım	-197	-1,554	-1,057	1,773

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	0.1	-1.8	-2.4	-3.5
Net Borç/Sermaye	0.0	-0.1	-0.2	-0.3
Yatırımlar/Satış gelirleri	0%	0%	9%	13%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	-59.9%	-4.3%	23.5%	22.9%
Özkaynak Kârlılığı	20.3%	8.2%	11.7%	9.0%
Yatırılan Sermaye Getirisi	3.5%	5.1%	6.6%	5.9%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

TRGYO	2023	2024	2025T	2026T
Tekrarlanan Gelir Toplamda Payı (%)	173%	68%	46%	53%
Tekrar Eden Gelir *	8588	8451	8764	8980
Tekrar Eden Gelir (net)	6083	5766	5959	6106
F/Tekrar Eden Gelir	2.6	5.5	7.4	7.2
F/Tekrar Eden Gelir (net)	3.7	8.1	10.9	10.6
F/K	3.4	7.9	5.5	6.9
F/DD	0.6	0.7	0.6	0.6
Özsermaye Karlılığı (%)	20%	8%	12%	9%
Hisse Başına Temettü	22.4	9.7	14.0	11.2
Hisse Başına Kazanç	2.4	3.5	5.9	5.2
NAD iskontosu (%)	-72%	-56%		
Temettü Verimi (%)	1%	7%	9%	8%

*Ortak alan gelirleri, kira gelirleri ve diğer gelirleri kapsar.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

TRGYO Değerleme

TRGYO için hedef fiyatımızı kapanış fiyatına göre %35 yükseliş potansiyeli sunan 104.0 TL/hisse olarak belirlemekteyiz. Değerlemede parçaların birleşimi yöntemini kullanırken adil değer olarak 1.2 milyar ABD dolarına ulaşmaktayız.

Şirket için hedef değerimiz 2.1 milyar USD seviyesindedir. Kira getiren portföyler değerlemede % 60, projeler %15 ve arsalar %2 paya sahiptir. Şirket'in proje ve arsaları için gyo iskontosu olarak %30'luk bir iskonto uygulamaktayız.

Kiralanabilir Alan (USDmn)	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	TV
Gelirler	181	195	212	220	219	221	225	229	233	237	
Faaliyet Karı	200	126	137	142	141	143	145	148	150	153	
Vergiler (-)	0	13	14	14	14	14	15	15	15	15	
Amortisman	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	
Serbest Nakit Akışı	200	114	124	128	128	129	131	134	136	138	1468
FVAÖK	200	114	124	128	128	129	131	134	136	138	
FVAÖK Marjı (%)	110%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	
Özsermaye Maliyeti	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
Market Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Varlık Ağırlığı	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
Vergi Oranı	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
AQSM		11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	
İndirgeme Faktörü		0.5	1.1	1.2	1.4	1.6	1.7	1.9	2.2	2.4	2.7
1/İskonto Faktörü		0.5	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Terminal Büyüme	2.0%										
Nakit Akışlarının Şimdiki Değeri (2025T&2033T)	711	57	111	103	92	83	76	69	63	57	545
Uç Değerin Şimdiki Değeri	545										
Ulaşılan Değer	1256										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

TRGYO Özet Değerleme (Milyon USD)

Kira Getiren Portföy	1,256
Projeler	304
Arsalar	40
İştirakler	97
Net Nakit	394

Hedef Değer (Milyon USD) 2,091

12A Hedef Piyasa Değeri 2,480

12A Hedef Fiyat (TL/hisse) 104.00

Kapanış Fiyatı (TL/hisse) 76.80

Yükseliş Potansiyeli (%) 35%

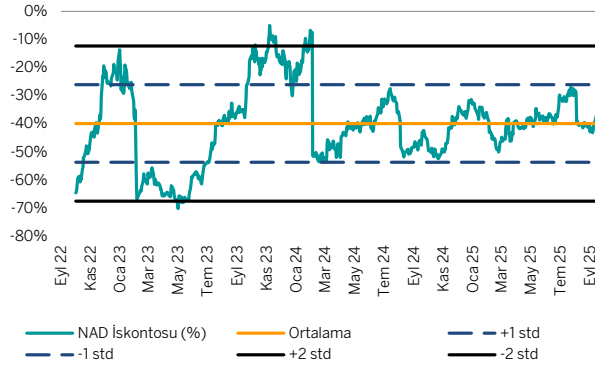
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

TRGYO NAD Tablosu (mnTL, 30/06/2025)

TRGYO NAD Tablosu	Eksper Değerlemesi (mnTL)	Net Aktif Değer (TLmn)	Toplamda pay (%)
Arsalar	2,288	2,288	1.6%
İstanbul Başakşehir Kayabaşı	1,050	1,050	0.7%
Mall of İstanbul Projesi	432	432	0.3%
Antalya Kepez Arsalar	806	806	0.6%
Binalar	113,098	113,098	79.2%
Zafer Plaza AVM (%72.3 hisse)	2,206	2,206	1.5%
Korupark AVM	15,318	15,318	10.7%
Torium AVM	4,230	4,230	3.0%
Deepo Outlet Center AVM	4,954	4,954	3.5%
Mall of Antalya	7,166	7,166	5.0%
Korupark 1.,2. ve 3. Etap	203	203	0.1%
Torium Evleri - İstanbul	9	9	0.0%
Torium Yurt	491	491	0.3%
Mall of İstanbul AVM	35,895	35,895	25.1%
Mall of İstanbul - 2 daire, 2 adet ofis, 12 adet ticari ünite	302	302	0.2%
Torun Center Projesi	8,082	8,082	5.7%
Torun Center Projesi Kiralanabilir Alan	9,382	9,382	6.6%
5. Levent Projesi	887	887	0.6%
Mall of İstanbul Projesi 2.Etap	679	679	0.5%
Mall of İstanbul Projesi 2.Etap MOİ Otel	4,521	4,521	3.2%
Mall of İstanbul Projesi 2.Etap Ofis & Ticari Alan	1,788	1,788	1.3%
İstanbul Paşabahçe Projesi	6,395	6,395	4.5%
Karaköy Otel Projesi	1,742	1,742	1.2%
5.Levent Projesi 2.Etap - Satılabilir Konut	8,847	8,847	6.2%
İştirakler	3,841	3,841	2.7%
ANKAmall+CPAnkara Otel - Yeni Gimat GYO (%14.83 hisse)		2,198	1.5%
Netsel Marina - Netsel Turizm (%44,60 hisse)		1,249	0.9%
Bulvar Samsun - TTA Gay.Yat.ve Yönetim (%40% hisse)		394	0.3%
Toplam Emlak Değeri		119,227	83.5%
Marketable Securities		23,608	16.5%
Toplam Portföy Değeri		142,836	100.0%
Yükümlülükler (-)		-6,332	
Diğer Varlıklar		-22,557	
Toplam Net Aktif Değeri		113,947	
Piyasa Değeri		76,800	
(İskonto)/Prim		-33%	

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

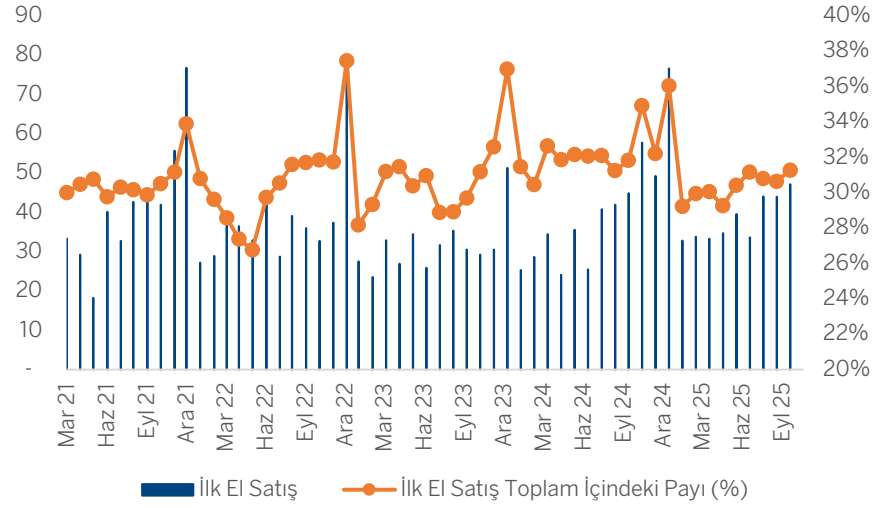
TRGYO Tarihsel NAD



Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

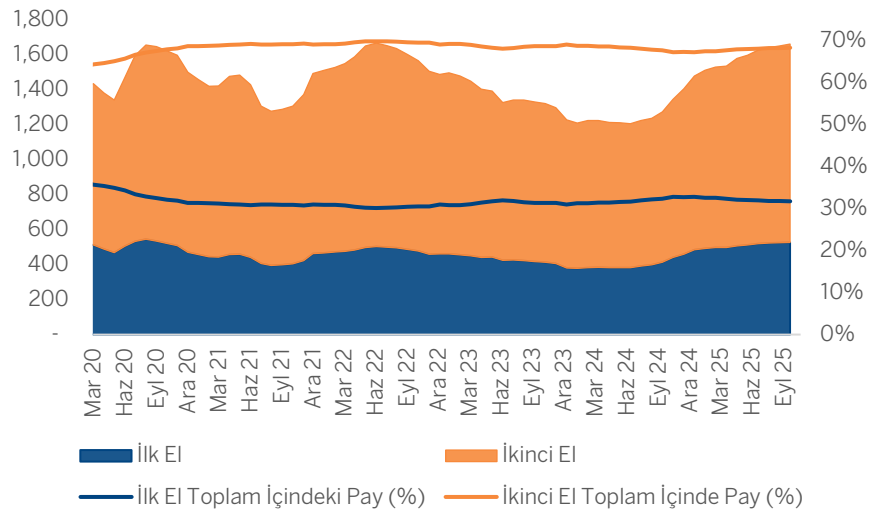
Sektörel Görünüm

TÜİK resmi verilerine göre, 9A25 dönemde toplam konut satışları yıllık %19 artışla 1.1 milyon adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde İlk ve ikinci el birim satışlar yıllık sırasıyla +%14 ve +%22 yükselmiştir. Eylül 2025'te 150 bin adet satış ile son üç yılın Eylül aylarının ortalaması olan 130 bin adedin üzerinde gerçekleşmiştir. Tarihsel verilere bakıldığında yılın ikinci yarısı emlak sektörü için daha güçlü bir döneme işaret ediyor.



Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

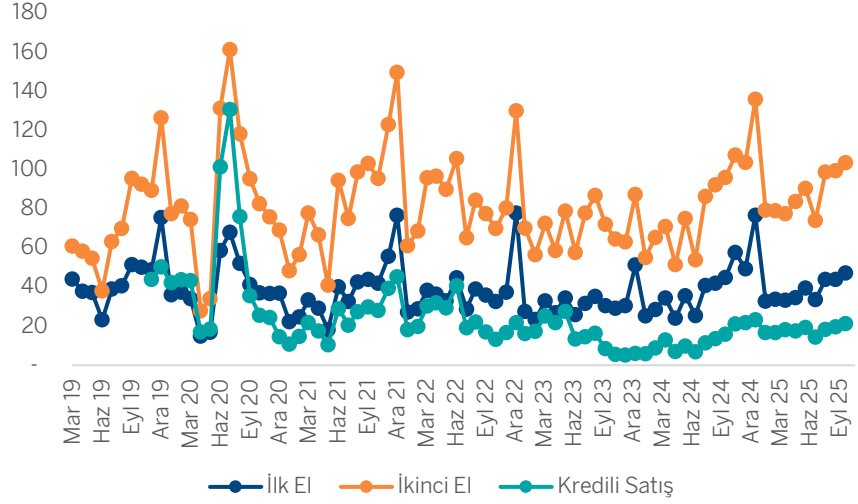
İlk ve ikinci el satışlar toplam içerisinde 9A25 SOA verilere göre %32 ve %68 paya sahipken son 3 yıllık ortalaması %30 ve %70 seviyesindedir.



Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Satış Metotlarına Göre Birim Satışlar (Bin Adet)

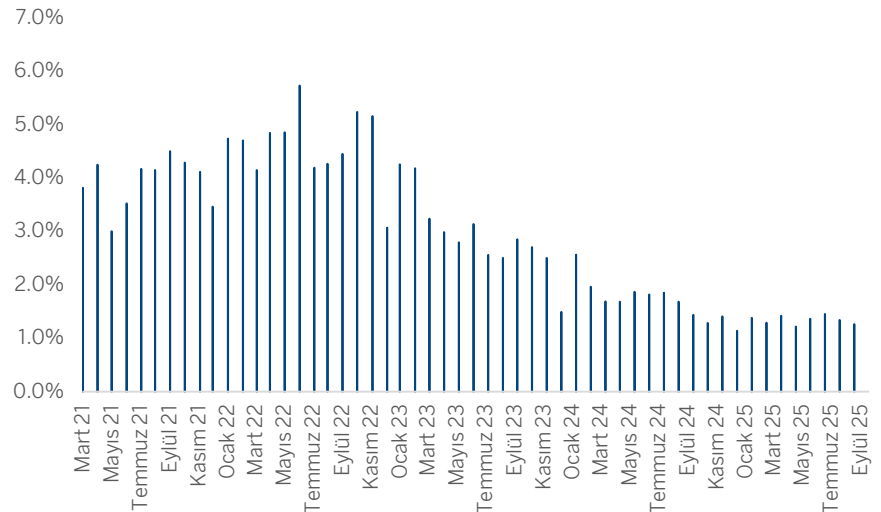
Kredili satışların 9A25 döneminde toplamdaki payı %14 ile son 3 yılın düşük seviyelerine yakın seviyelerdedir. Yüksek faiz ortamı ve devam eden sınırlamalar kredili konut satışlarının ivmesini sınırlamaktadır.



Kaynak: TUIK

Toplam Birim Satışlar İçerisinde Yabancı Payı (%)

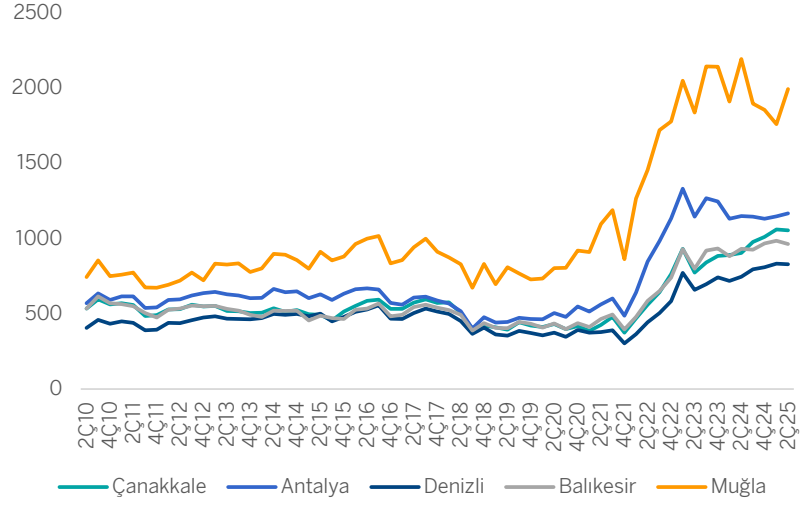
Yabancıya yapılan satışlar toplam içerisinde 9A25 itibarıyla %1'lik bir paya sahiptir. TÜİK verilerine göre bu dönemde yapılan satışlar bir önceki yılın aynı dönemindeki 17 bin adede kıyasla 15 bin adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Yabancı tarafındaki zayıf görünümün yerli yatırımcılar tarafından kısmen dengelenebileceğini düşünmekteyiz.



Kaynak: TUIK

İllere göre USD bazlı birim fiyatlar

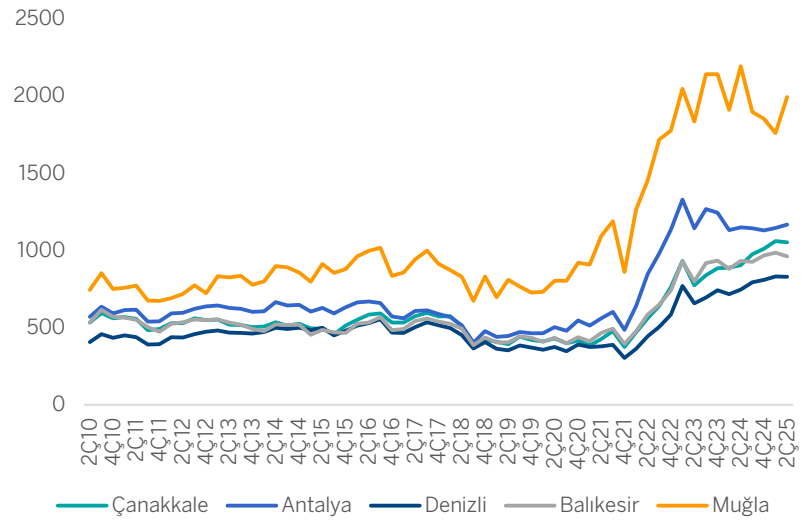
TCMB verilerine göre, birim fiyatlar 2010 ve 2025 yıllarında dolar bazlı yaklaşık olarak %50 artış göstermiştir. Pandemi dönemindeki sert düşüşe rağmen, destekleyici para politikası ve birikmiş talep sayesinde aynı hızda toparlanma göstermiştir. Şehirlere bakıldığında İstanbul ve İzmir değer artışıyla diğer şehirlerin üzerinde bir performans göstermiştir. Öte yandan Ankara ise diğer şehirlerdeki son dönemdeki düşüşün aksine değer artışı gösteren nadir şehirlerdendir.



Kaynak: TUIK

İllere göre USD bazlı birim fiyatlar

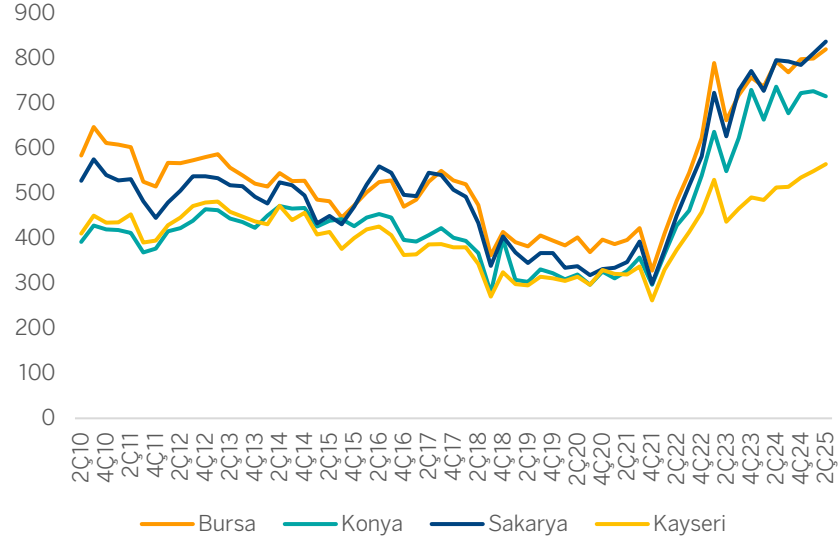
Antalya, Çanakkale, Denizli ve Muğla'da fiyatlar 2010 & 2025 yılları arasında ABD Doları bazında sırasıyla %99,%89,%91 ve %177 artışla dikkat çekmiştir. Pandemi sonrasında, değişen koşullar ve turizmdeki toparlanmanın kıyı şehirlerdeki fiyatları desteklediğini düşünmekteyiz.



Kaynak: TUIK

İllere göre USD bazlı birim fiyatlar

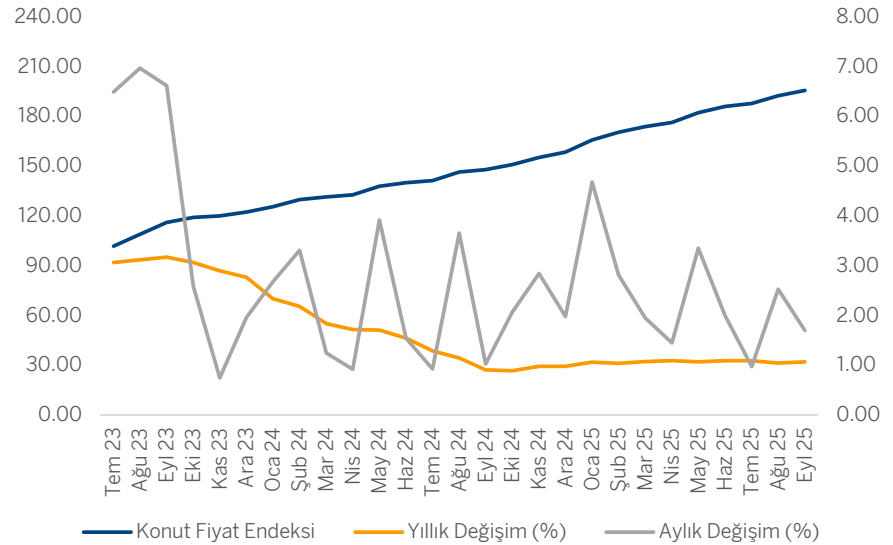
Bursa, Konya, Sakarya ve Kayseri’de birim fiyatlar aynı dönemde sırasıyla ABD doları bazında %36,%86,%64,%39 artış göstermiştir. Bursa ve Konya, Osmanlı ve Selçuklu devletlerine başkentlik yapmış olmasıyla köklü tarihi geçmişe ve gelişmiş sanayi yatırımlarına ev sahipliği yapmaktadır.



Kaynak: TUIK, Garanti BBVA Yatırım

Konut Fiyat Endeksi (2023 = 100)

Konut fiyat endeksi (KFE), 2023 yılındaki 100 seviyesinden Eylül 2025'te 196 seviyesine yükselmiştir. Ekim 2022'de yıllık %187 artışla zirveye ulaştıktan sonra, yıllık değişim TÜFE'deki düşüşe paralel olarak Eylül 2025'te yıllık %32.2'e gerilemiştir.



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

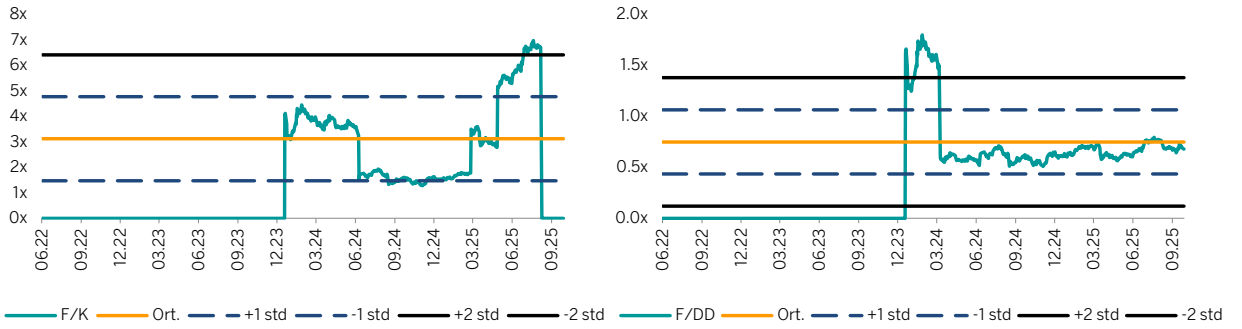
Ek 1: AVPGY Özet Finansallar

Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Özet Finansal Sonuçlar

(milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	1,084	1,893	922	1,882	2,279	7,456	5,083
Brüt Kar (Zarar)	753	1,459	311	1,272	652	6,304	2,234
Faaliyet Karı	714	1,388	243	1,237	624	6,173	2,104
FVAÖK	717	1,389	244	1,238	626	6,180	2,108
Net Diğer Gelir/Gider	-122	-701	41	691	-53	6,896	679
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	0	-1	0
Net Finansal Gelir / Gider	-491	-8	-359	139	-407	-878	-628
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-570	-156	-465	78	-439	-1,345	-826
VÖK	101	679	-76	2,067	164	12,191	2,155
Vergi Geliri (Gideri)	0	-3,613	-197	-917	652	0	-462
Net Kar	101	-2,934	-273	1,150	816	12,191	1,693
Net Nakit	765	1,326	619	451	543	765	543
Çalışma Sermayesi	-3,892	-8,824	-7,350	-7,539	-6,751	-3,892	-6,751
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	1,747	810	687	848	935	5,189	2,470
Özsermaye	47,818	39,055	39,308	39,794	39,452	47,818	39,452
Rasyolar							
Brüt Kar Marjı	69.5%	77.1%	33.7%	67.6%	28.6%	84.6%	44.0%
Faaliyet Kar Marjı	65.9%	73.3%	26.4%	65.7%	27.4%	82.8%	41.4%
FVAÖK Marjı	66.2%	73.4%	26.4%	65.7%	27.5%	82.9%	41.5%
Net Kar Marjı	9.4%	a.d.	a.d.	61.1%	88.0%	207.4%	124.7%

Kaynak: Rasyonet

Ek 2 & 3: Avrupa Kent GMYO (AVPGY F/K & P/DD)



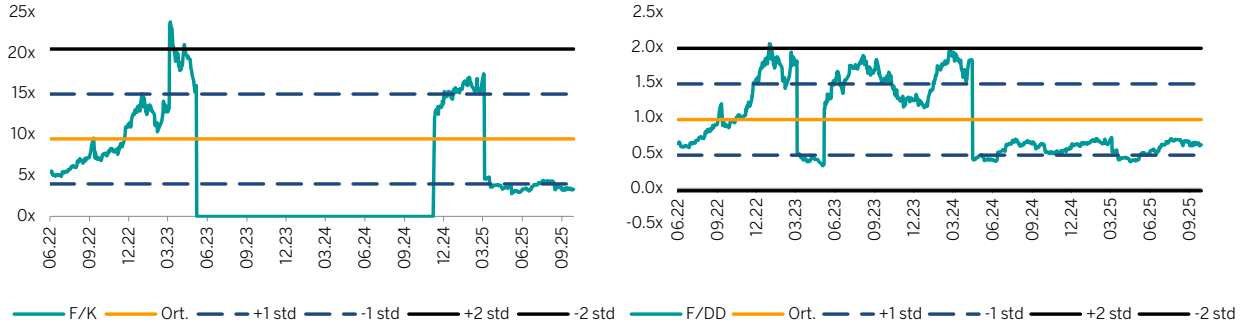
Kaynak: Rasyonet

Ek 4: EKGYO Özet Finansallar

Emlak G.M.Y.O. Özet Finansal Sonuçlar							
(mn TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25
Satış Gelirleri	6,636	10,490	16,568	23,807	23,761	9,721	47,568
Brüt Kar (Zarar)	2,108	2,948	1,412	5,885	7,870	3,298	13,755
Faaliyet Karı	1,170	2,038	338	5,021	6,758	1,634	11,779
FVAÖK	1,201	2,069	382	5,060	6,797	1,706	11,857
Net Diğer Gelir/Gider	157	796	3,754	980	1,263	864	2,243
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	0	0	0
Net Finansal Gelir / Gider	-932	173	-1,061	-683	-1,763	-1,728	-2,446
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-1,698	-422	-185	274	523	-3,564	797
VÖK	394	3,007	3,031	5,318	6,258	770	11,576
Vergi Geliri (Gideri)	0	0	8,112	-2,332	-979	0	-3,310
Net Kar	394	3,007	11,143	2,987	5,280	770	8,266
Net Nakit	4,300	-2,841	-5,828	-8,372	-13,901	4,300	-13,901
Çalışma Sermayesi	-128,410	-150,660	-187,252	-171,333	-177,474	-128,410	-177,474
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	4,200	-11,021	-3,988	-3,980	-4,921	-11,186	-8,901
Özsermaye	99,398	102,405	113,544	116,530	120,269	99,398	120,269
Rasyolar							
Brüt Kar Marjı	31.8%	28.1%	8.5%	24.7%	33.1%	33.9%	28.9%
Faaliyet Kar Marjı	17.6%	19.4%	2.0%	21.1%	28.4%	16.8%	24.8%
FVAÖK Marjı	18.1%	19.7%	2.3%	21.3%	28.6%	17.5%	24.9%
Net Kar Marjı	5.9%	28.7%	67.3%	12.5%	102.4%	77.9%	102.5%

Kaynak: Rasyonet

Ek 5 & 6: Emlak Konut GMYO (EKGYO F/K & P/DD)



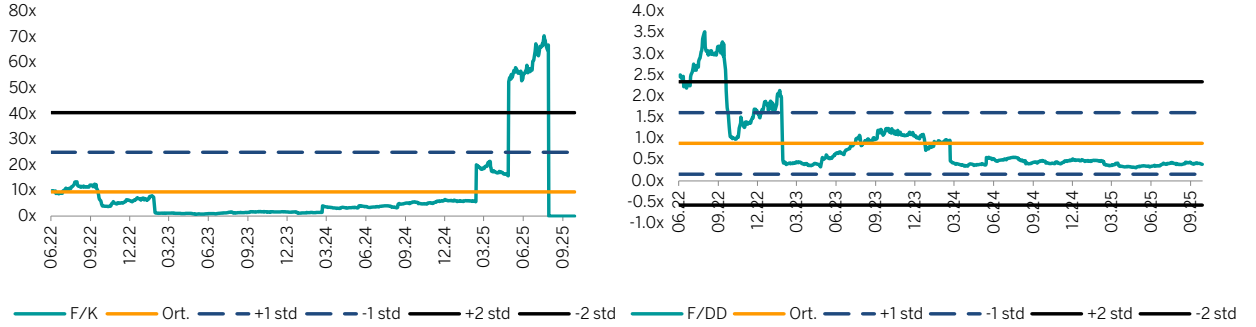
Kaynak: Rasyonet

Ek 7: ISGYO Özet Finansallar

İs G.M.Y.O. Özet Finansal Sonuçlar							
(milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	1,352	1,422	844	919	577	3,655	2,340
Brüt Kar (Zarar)	365	374	410	495	351	1,349	1,255
Faaliyet Karı	269	269	302	388	256	1,059	946
FVAÖK	276	275	307	397	263	1,080	966
Net Diğer Gelir/Gider	-354	980	-575	860	70	2,673	355
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	566	0	0	566
Net Finansal Gelir / Gider	-265	-185	-1,050	-71	-7	-532	-1,129
Parasal Kazanç / (Kayıp)	597	382	-691	51	33	2,026	-607
VÖK	-346	1,068	-1,315	1,747	323	3,206	755
Vergi Geliri (Gideri)	0	-3,155	314	-346	-975	0	-1,007
Net Kar	-346	-2,087	-1,001	1,400	-652	3,206	-253
Net Nakit	-5,483	-4,945		-1,336	-314	-5,483	-314
Çalışma Sermayesi	-2,546	-2,853		-2,679	-2,847	-2,546	-2,847
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	315	324			-150	588	-1,429
Özsermaye	52,192	49,056		49,467	48,810	52,192	48,810
Rasyolar							
Brüt Kar Marjı	27.0%	26.3%	48.6%	53.9%	60.7%	36.9%	53.7%
Faaliyet Kar Marjı	19.9%	18.9%	35.8%	42.2%	44.3%	29.0%	40.4%
FVAÖK Marjı	20.4%	19.3%	36.4%	43.2%	45.5%	29.6%	41.3%
Net Kar Marjı	a.d.	a.d.	a.d.	152.4%	94.8%	278.2%	105.2%

Kaynak: Rasyonet

Ek 8 & 9: IS GMYO (ISGO F/K & P/DD)



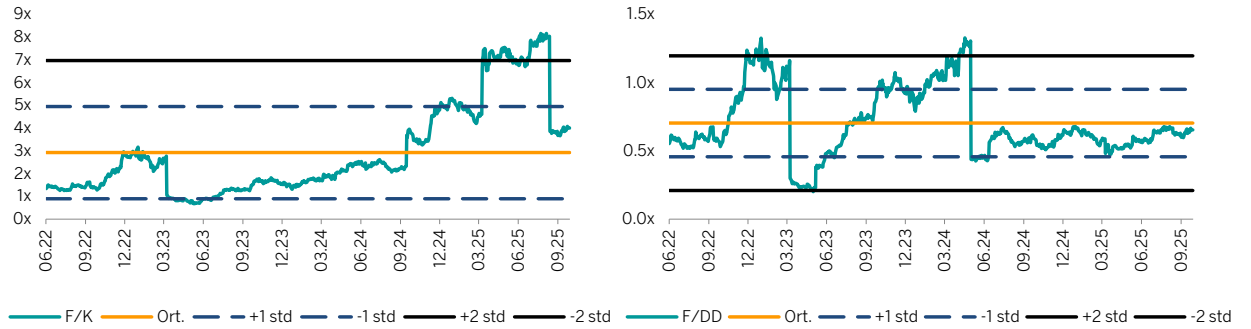
Kaynak: Rasyonet

Ek 10: TRGYO Özet Finansallar

Torunlar G.M.Y.O. Özet Finansal Sonuçlar							
(milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25
Satış Gelirleri	1,866	2,007	8,532	1,874	2,030	3,781	3,904
Brüt Kar (Zarar)	1,331	1,441	4,390	1,297	1,658	2,832	2,955
Faaliyet Karı	1,231	1,355	4,292	1,215	1,551	2,660	2,766
FVAÖK	1,237	1,363	4,295	1,221	1,557	2,672	2,777
Net Diğer Gelir/Gider	-6,808	271	7,151	-42	1,660	-6,741	1,618
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	0	0	0
Net Finansal Gelir / Gider	-727	897	1,228	117	570	-776	688
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-2,325	-1,060	-126	-2,098	-1,587	-2,723	-3,685
VÖK	-6,240	2,720	12,479	1,337	3,956	-4,723	5,292
Vergi Geliri (Gideri)	0	0	-789	-509	-468	0	-977
Net Kar	-6,240	2,720	11,690	827	3,488	-4,723	4,315
Net Nakit	8,480	7,025	15,226	15,382	15,634	8,480	15,634
Çalışma Sermayesi	-7,735	-8,335	-7,967	-7,797	-8,357	-7,735	-8,357
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	-7,192	-182	-961	-245	3,210	-5,409	2,965
Özsermaye	116,992	116,007	113,975	114,802	114,737	116,992	114,737
Rasyolar							
Brüt Kar Marjı	71.3%	71.8%	51.5%	69.2%	81.7%	74.9%	75.7%
Faaliyet Kar Marjı	65.9%	67.5%	50.3%	64.8%	76.4%	70.3%	70.9%
FVAÖK Marjı	66.3%	67.9%	50.3%	65.1%	76.7%	70.7%	71.1%
Net Kar Marjı	a.d.	135.5%	137.0%	44.1%	194.0%	a.d.	148.7%

Kaynak: Rasyonet

Ek 11 & 12: Torunlar GMYO (TRGYO F/K & P/DD)



Kaynak: Rasyonet

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlet, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.