

GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ - XGMYO

Faiz indirim döngüsü henüz görülmedi

Faiz indirim döngüsü henüz fiyatlanmadı. 24 Temmuz'dan itibaren başlanılan faiz indirim döngüsünün henüz doğrudan fiyatlanmadığını rahatlıkla beyan etmek isteriz. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları özelinde kapsamımızda şirketlerin beklenenin aksine iskontoları reel pozitif kalmayı sürdürdü.

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 büyüme takip etmeyi sürdürüyoruz. Bu durum sektörün lehine olmakla birlikte geleceğe yönelik iyimser ortam taşıyor.

Önceliğimiz geliştirme grubu olacak. Kademeli şekilde diğer gruplara da yönelmeye başlayacağız. 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, turizm ve stok kira şirketlerini de ön planda tutmaya başlıyor olacağız. Portföy nezdinde de kademeli iyimser hale gelmeyi bekliyoruz.

Araştırma departmanı olarak kapsamımızı olduğunca geniş tutuyoruz. Her hafta Salı günleri yayınladığımız GYO bülteninde aktif olarak 29 tane gayrimenkul yatırım/yatırım ortaklığı şirketini takip ediyor ve sizlerle paylaşıyoruz.

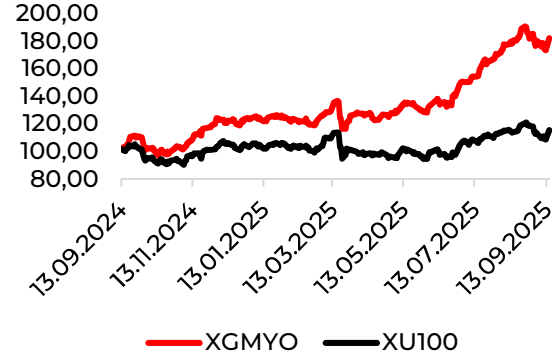
Bu raporda özellikle son dönemde ön planda tuttuğumuz AVPGY, EKGYO, ISGYO, MRGYO, RGYAS, TRGYO ve SNGYO özelinde al tavsiyesini ve hedef fiyatlarımızı sürdürüyoruz. ALGYO, OZKGY ve RYGYO özelinde al tavsiyesi başlatıyoruz. Gelecek dönemde olumlu finansallar ve yumuşak iniş koşul seyirleriyle birlikte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

Konut satış ve fiyat endeksi verileri güncellendikçe bizde GMYO setimizi güncellemeyi sürdüreceğiz.

Detaylarına bir sonraki sayfalardan erişebilirsiniz

16 Eylül 2025

Hisse Kodu	XGMYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	799
Piyasa Değeri (mln \$)	19.358



FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	5,46	24,52	70,15
XUMAL'E GÖRE	4,65	15,22	48,79
Nominal (TL)	0,87	35,91	77,24
Nominal (USD)	-0,34	30,96	55,92

Devam Ettirilen Tavsiyeler

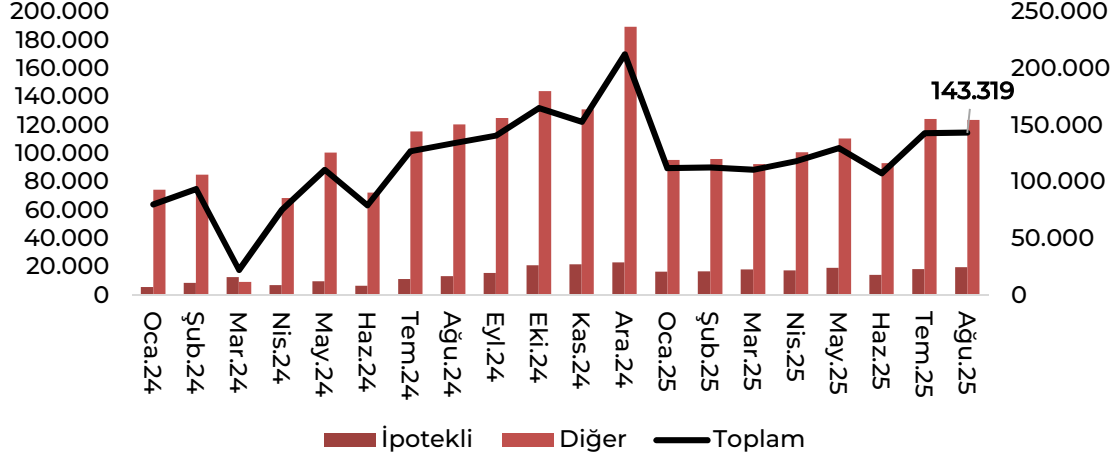
KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
AVPGY	93,31	AL
EKGYO	26,89	AL
ISGYO	24,26	AL
MRGYO	4,2	AL
RGYAS	200,44	AL
TRGYO	95,08	AL
SNGYO	6,2	AL

Yeni Tavsiyeler

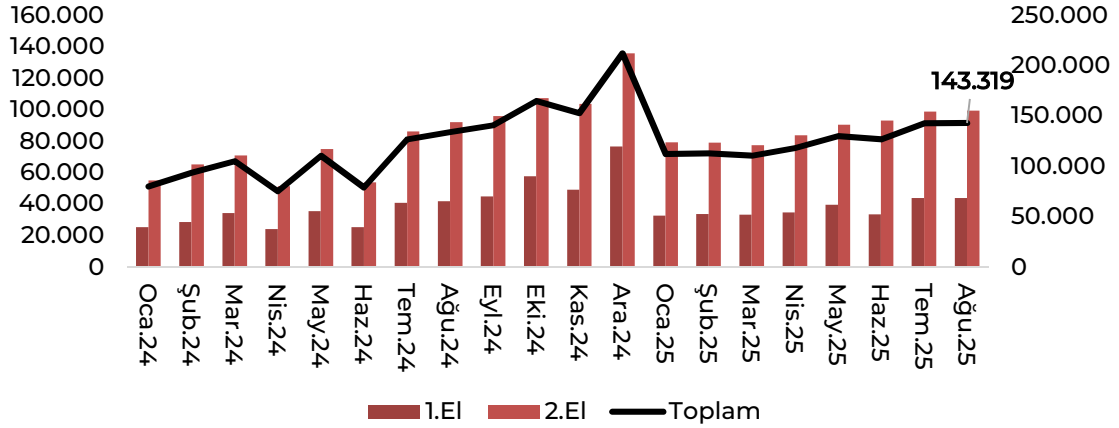
KOD	HEDEF FİYAT	TAVSİYE
ALGYO	28,67	AL
OZKGY	18,02	AL
RYGYO	26,15	AL

SEKTÖR ANALİZİ

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



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



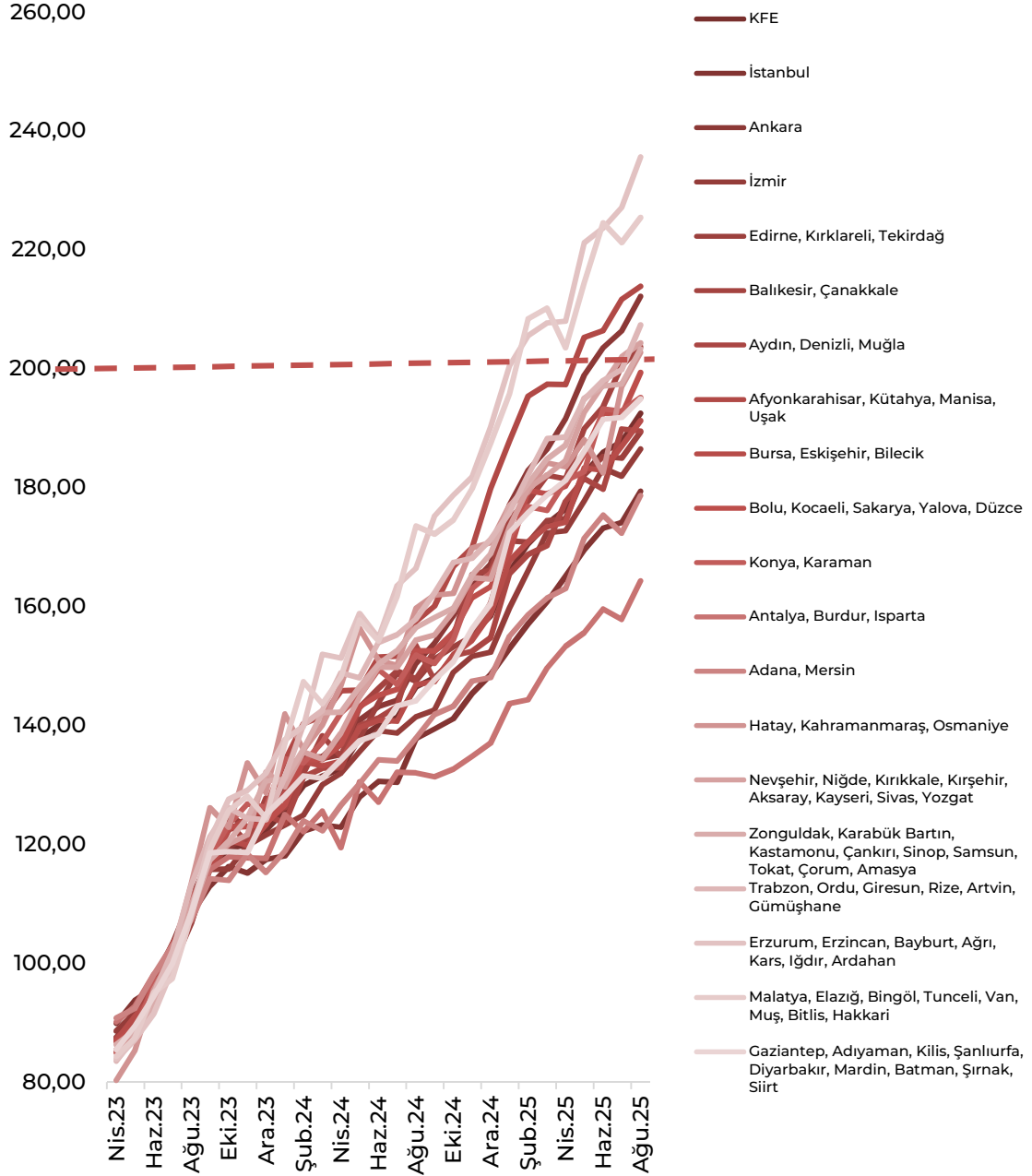
Makroekonomik koşullara rağmen geçen yılın aynı ayına göre Temmuz ayında konut satışlarının %6,8 artışla 143.319 adet olarak gerçekleşti. İpotekli satışlar güçlü şekilde artış gösterirken artış miktarı diğer grupta %2,5 olurken ipotekli satışlarda aylık artış %45,2 olarak beklenen enflasyonun üzerinde gerçekleşti.

Satış durumları bazında ise büyümeler sınırlı kalmış gibi görünse de reelde zayıf dönemde bile büyümenin sürdüğünü takip ediyoruz.

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, Adana ve Mersin 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, 15 Eylül 2025 itibariyle)

Şirket Adı	KOD	Güncel NAD	Tahmini NAD	İskonto	KAFİF
Vakıf GMYO	VKGYO	52.028	58.531	-85,38%	HAYIR
Martı GMYO	MRGYO	10.244	21.003	-82,75%	HAYIR
Halk GMYO	HLGYO	65.270	70.492	-79,01%	HAYIR
Sinpaş GMYO*	SNGYO	68.174	81.809	-76,38%	EVET
Özak GMYO	OZKGY	58.793	76.725	-74,63%	HAYIR
Özderici GMYO	OZGYO	5.317	7.019	-70,55%	HAYIR
Rönesans GMY	RGYAS	113.693	148.370	-67,76%	HAYIR
Akfen GMYO	AKFGY	24.985	32.605	-67,58%	HAYIR
Emlak Konut GMYO	EKGYO	167.100	233.940	-66,38%	HAYIR
Edip GMY	EDIP	6.151	7.074	-65,95%	EVET
Alarko GMYO	ALGYO	16.078	18.008	-65,75%	HAYIR
Torunlar GMYO	TRGYO	162.717	214.787	-64,90%	HAYIR
İş GMYO	ISGYO	52.083	55.208	-64,85%	HAYIR
Kızılbük GMYO	KZBGY	24.885	43.113	-60,39%	EVET
Servet GMYO*	SRVGY	20.707	27.333	-59,34%	EVET
Akiş GMYO	AKSGY	37.603	42.585	-56,90%	HAYIR
Pasifik GMYO	PSGYO	27.276	36.004	-52,54%	HAYIR
Deniz GMYO	DGZYO	4.685	6.184	-52,46%	HAYIR
Reysaş GMYO	RYGYO	63.804	83.265	-51,48%	HAYIR
Mistral GMYO	MSGYO	4.385	5.788	-49,68%	HAYIR
Avrupakent GMYO	AVPGY	37.854	43.532	-42,57%	EVET
Körfez GMYO	KRGYO	1.472	1.750	-36,45%	EVET
Sur T.E. GMYO	SURGY	8.604	11.358	-27,38%	HAYIR
Batı Ege GMYO	BEGYO	5.369	7.087	-23,41%	EVET
Panora GMYO	PAGYO	12.478	16.471	13,75%	HAYIR
Yeni Gimat GMYO	YGGYO	16.458	21.478	14,21%	HAYIR
Ahes GMYO	AHSGY	5.455	7.119	20,52%	EVET
Ziraat GMYO	ZRGYO	67.710	76.682	46,90%	HAYIR

-% 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 geneline sabit tutulmaktadır.

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

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.



ALGYO – AL

Portföyden kiraya dönüş

Turizm gücü bir gerçeklik diyebiliriz. Hillside Beach Club Tatil Köyü ve Bodrum Otel hem yatırım faaliyetleri hem doluluk oranı hem de sürdürülebilir yapısıyla ciddi bir portföy katkısı veriyor. Hem yerli hem yabancı tarafında geceleme ve ziyaretçi sayılarında gözle görülür şekilde artışlar devam ediyor.

Esas çeyreğine doğru ilerliyoruz. Finansal değerlendirmemizde de vurguladığımız üzere şirket 3.çeyrek finansallarında turizmin de katkısıyla birlikte gözle görülür şekilde karlılık üretimi sergiliyor. Kısım de olsa değerlendirme katkısıyla 4.çeyreklerde de genellikle pozitif yapı takip edilmektedir.

Kira gelirleri güçlü büyümeye devam ediyor.. Kira gelirleri özelinde son 2024 yılında enflasyon altında kalsa da tekrardan enflasyonun üzerine bu yıl itibariyle çıkacağını değerlendiriyoruz.

Bodrum inşası devam ediyor. Bodrum Gündoğan'da 740 yataklı 42 dönüm üzerindeki otel ve tatil köyü inşası devam etmekte olup tamamlanmasına paralel şekilde kira gelirleri üzerinden gözle görülür şekilde katkı yapacağını değerlendiriyoruz. Şirket bu faaliyetiyle birlikte önümüzdeki dönemde portföy grubundan kiraya geçiş yapacaktır.

ALGYO özelinde:

- 2025 yılında 650 milyon TL net kar beklentimiz mevcuttur.

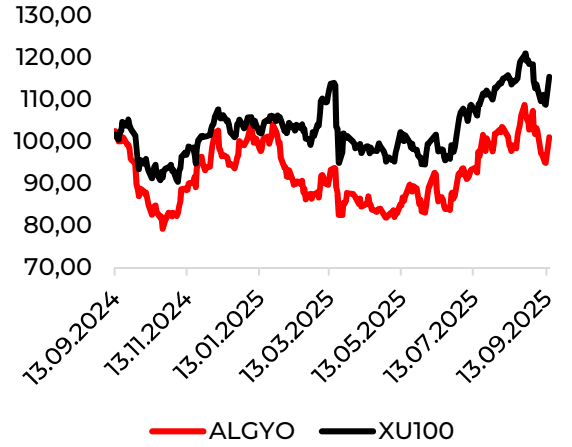
Bu doğrultuda ALGYO 0,38x PD/NAD çarpanıyla 28,67 TL hedef fiyat ile AL tavsiyesini başlatıyoruz.

16 Eylül 2025

Hisse Kodu	ALGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	6,18
Piyasa Değeri (mln \$)	150
HEDEF FİYAT	28,67
POTANSİYEL GETİRİ	%34,36
TAVSİYE	AL

F/K	9,74
PD/DD	0,39

Hisse Sayısı (mln lot)	290
FDPO (%)	48,7
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	45

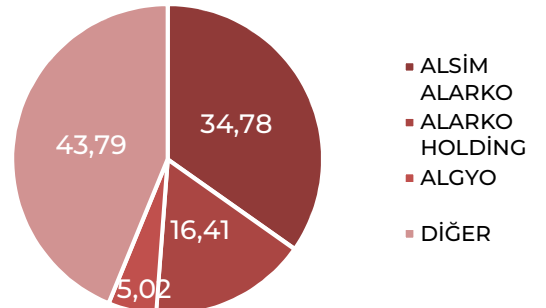


FİYAT

PERFORMANSI

(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	6,50	6,32	-8,57
XGMYO'A GÖRE	5,74	-11,87	-70,45
Nominal (TL)	1,91	17,71	-1,48
Nominal (USD)	0,69	12,76	-22,80

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Alarko GMYO	30.06.2025
Hillside Beach Club Tatil Köyü	8.653.201.387
Bodrum Otel	6.878.453.236
Büyükçekmece Arsası	1.105.575.329
Maslak Arsası	986.944.778
Mosalarko Ofis Binası	1.085.996.853
Eyüp Topçular - Fabrika	700.043.583
Etiler Alkent Sitesi - Dükkanlar	597.193.180
İstanbul Karaköy İş Merkezi	199.419.082
Büyükçekmece Alkent 2000 - Dükkanlar	120.995.533
Ankara Çankaya İş Merkezi	79.291.603
PİYASA DEĞERİ ALGYO	6.184.332.000
MCAP/NAD	0,38
TERMİNAL DEĞER	8.286.153.827
HEDEF FİYAT	28,67
POTANSİYEL	34,36%



OZKGY - AL

Kira grubuna emin adımlarla

Güçlü portföy yapısı bir gerçekliktir. Ella Resort, Bodrum Arsası, İkitelli Bina, Bulvar 216 AVM ve Büyükyalı gibi yapılar güçlü portföyün oluşmasına önemli katkı sağlıyor. Şirketin portföyünün kademeli bir şekilde 77 milyar TL seviyesine erişeceğini değerlendiriyoruz.

Kira moduna dönüşüm emin adımlarla başlıyor. Şirket, 2010 yılında dahil ettiği Portal Plaza, İş İstanbul 34, Bayrampaşa Metro Gross Market, Bulvar 216 AVM ile kira gelirlerine giriş yapmış olup Hayat Flora, Palas Balmumcu, Topkapı, Kemer, Kemer Çamyuva gibi projeler çerçevesinde kira gelirleri alanını büyütmesini bekliyoruz. Bu durum ortalama 5 yıl içerisinde şirketi portföyden kira grubuna yönlendirebilir. Hem portföy gücü hem de kira becerisi kazanımı önümüzdeki dönemde şirketi net bir şekilde ayrıştırmaya devam edebilir.

Turizm faaliyetleri de devam ediyor. Ela Excellence Resort Otel özelinde 583 oda 1200 yataklı olan otel Kongre Merkezi, Avrupa SPA Birliği onaylı SPA&Wellness Merkezi ve dünya mutfaklarından seçenek sunan restoranları ile seçkin misafirlere ev sahipliği yapıyor.

OZKGY özelinde:

- 2025 yılsonunda 700 milyon TL net kar bekliyoruz.

OZKGY bu çerçevede 0,25x PD/NAD çarpanı ile 18,02 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

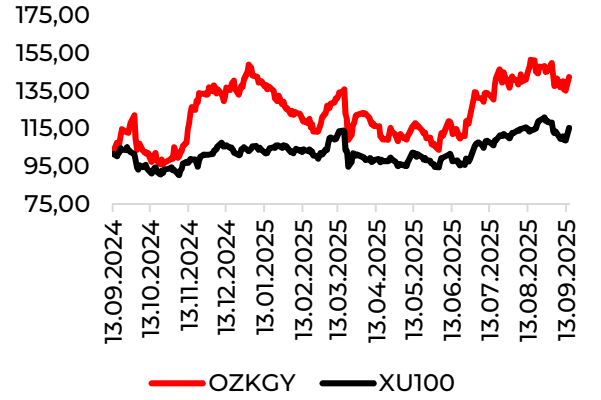


16 Eylül 2025

Hisse Kodu	OZKGY
Piyasa Değeri (mlr TL)	19,47
Piyasa Değeri (mln \$)	471
HEDEF FİYAT	18,02
POTANSİYEL GETİRİ	%34,78
TAVSİYE	AL

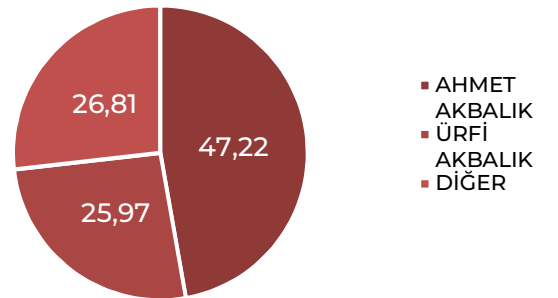
F/K	13,01
PD/DD	0,34

Hisse Sayısı (mln lot)	1.456
FDPO (%)	24,98
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	45

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-1,52	15,59	31,60
XGMYO'A GÖRE	-2,28	-2,60	-30,28
Nominal (TL)	-6,11	26,97	38,69
Nominal (USD)	-7,32	22,02	17,37

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEME

Özak GMYO	30.06.2025
Ella Resort	13.505.460.089
İkitelli Bina	6.472.641.468
Bodrum Arsası	7.050.605.617
Bulvar 216 AVM	4.228.764.938
Büyükyalı Ticari Alanlar	2.869.711.998
Güneşli Bina	2.429.238.737
Kemer Arsası	2.208.620.002
Aydın Didim Arsa	1.746.226.048
Hayattepe	1.830.721.309
Topkapı Arsası	1.555.607.681
Antalya Demre Arsa	786.045.104
Büyükyalı Ofis	967.296.888
Antalya Lojman Binası	260.714.898
Göktürk	137.465.225
Kemer Çamyuva Arsası	1.049.952.201
PİYASA DEĞERİ RYGYO	19.466.720.000
MCAP/NAD	0,25
TERMİNAL DEĞER	26.238.134.946
HEDEF FİYAT	18,02
POTANSİYEL	34,78%



RYGYO - AL

Depoculuğun gücü adına

Güçlü bir misyon yapısı gerçekliği var. Şirket, depoculuk alanında yenilikçi projeler geliştirerek istikrarlı büyüme ve yüksek karlılık ile hissedarlarıyla paylaşılabılır değerler yaratmayı sürdürüyor. Uzmanlık alanından farklı bir odağa çıkmayarak güçlü faaliyetlerini devam ettiriyor.

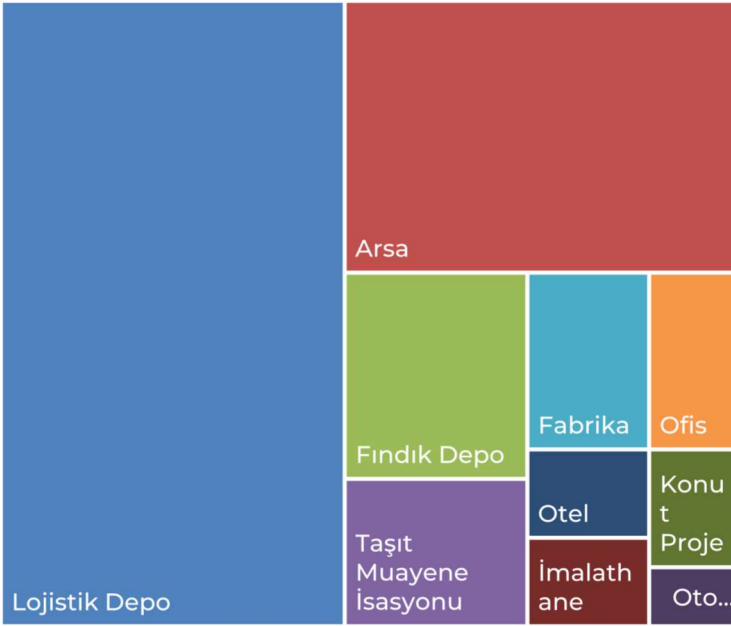
Gayrimenkul portföyü bir gerçekliktir. 183 bin metrekare kapalı alan çerçevesinde 1,51 milyon metrekarelik kira getirisi ile 86 adet gayrimenkulün portföy değeri 65 milyar TL'ye ulaşmaktadır. 86 adet gayrimenkulün 40'ı lojistik depo, 20'si arsa, 7'si fındık depo, 5'i taşıt muayene istasyonu, 4 fabrika, 3 ofis, 2 otel, 2 imalathane, 2 konut proje ve 1 oto galeri çarşı avm şeklindedir.

GES tarafında da büyüme sürüyor. Şirket, 2013 yılından itibaren GES kurulumlarına başladı. Bu doğrultuda şirket 2024 yılı itibariyle 45 MW'ye ulaşırken 2025 yılında 50+, 2026 yılında 60+, 2027 yılında 65+ MW'a ulaşması bekleniyor. Şirket buradaki yararlanmalar çerçevesinde depoculuk faaliyetlerde maliyetleri azaltmayı planlıyor.

RYGYO özelinde:

- Yılsonunda 13 milyar TL net kar bekliyoruz

Bu doğrultuda RYGYO nezdinde 0,49x PD/NAD çarpanıyla 26,15 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesini başlatıyoruz.

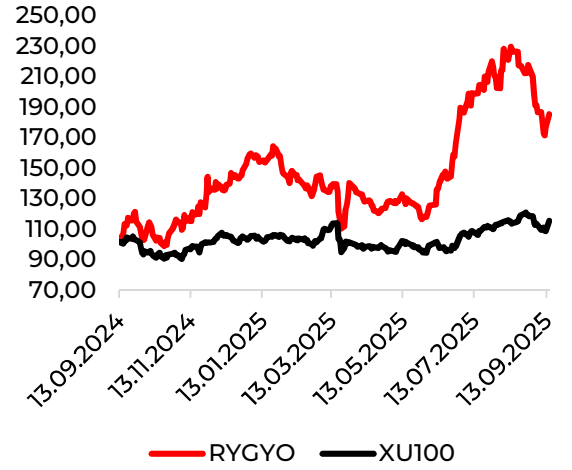


16 Eylül 2025

Hisse Kodu	RYGYO
Piyasa Değeri (mlr TL)	40,4
Piyasa Değeri (mln \$)	978
HEDEF FİYAT	26,15
POTANSİYEL GETİRİ	%29,47
TAVSİYE	AL

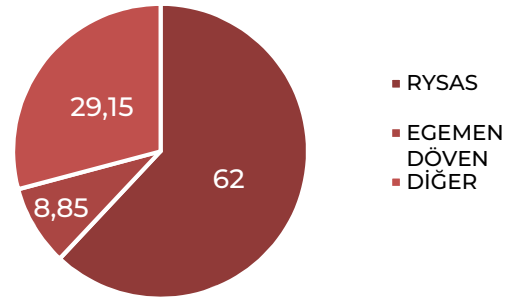
F/K	2,16
PD/DD	0,65

Hisse Sayısı (mln lot)	2.000
FDPO (%)	29,04
Günlük Ortalama İşlem (mln TL)	136

FİYAT
PERFORMANSI
(%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-13,50	20,47	72,79
XGMYO'A GÖRE	-14,26	2,28	10,90
Nominal (TL)	-18,09	31,85	79,88
Nominal (USD)	-19,30	26,91	58,56

Ortaklık Yapısı (%)





DEĞERLEM

Reysaş GMYO	30.06.2025
Yatırım Amaçlı	65.664.228.558
PİYASA DEĞERİ RYGYO	40.400.000.000,00
MCAP/NAD	0,49
TERMİNAL DEĞER	52.306.842.717,53
HEDEF FİYAT	26,15
POTANSİYEL	29,47%

**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