

Torunlar GYO

FAVÖK Beklentilerle Örtüştü, Net Kar Faaliyet Dışı Kalemler Nedeniyle Geride Kaldı; Satın Almalar Katkı Vermeye Başladı

Torunlar GYO (TRGYO; EÜG; 12A HF: 154 TL), 1Ç26'da 1,63 milyar TL net kar açıkladı (y/y: +%64), güçlü operasyonel performans bu sonucun temel belirleyicisi oldu. Net satışlar, tekrarlayan gelirlerdeki güçlü büyüme (y/y: +%18,8; %2,6'sı organik, %16,2'si Forum Mersin & Forum Kayseri katkısı) ve konut & ofis teslim gelirlerindeki belirgin artışın (1Ç26: 523 milyon TL; 1Ç25: 20 milyon TL) katkısıyla y/y %40 büyüyerek 3,36 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK, tekrarlayan gelir segmentindeki brüt kar marjının güçlenmesi (y/y: +13,9 puan) ve disiplinli gider yönetiminin (faaliyet gideri/satış oranında y/y: -0,8 puan) desteğiyle y/y %62 büyümeye 2,45 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK marjı y/y 10,3 puan iyileşmeyle %73,1'e ulaştı.

Tahminlerle karşılaştırma: Net satışlar beklentilerle büyük ölçüde paralel gerçekleşti. FAVÖK bizim tahminimizi %6 aştı ve piyasa beklentisiyle paralel geldi. Net kar ise faaliyet dışı kalemlerin etkisiyle bizim tahminimizin %9, piyasa beklentisinin ise %21 altında kaldı.

Net Nakit: Finansal yatırımlar dahil düzeltilmiş net nakit, Ocak 2026'da gerçekleştirilen Forum Mersin ve Forum Kayseri'nin 349,5 milyon Avro bedelle satın alınmasının etkisiyle 4Ç25'teki 30.895 milyon TL seviyesinden 1Ç26 sonu itibarıyla 18.820 milyon TL'ye geriledi.

1Ç26 sonrası işlemler: Şirket, İikadım/Samsun'da 37.000 m² arsayı 805 milyon TL'ye satın alırken Başakşehir/İstanbul'daki toplam 45.600 m² arsa parsellerini ~1,20 milyar TL'ye sattı.

Temettü: Genel kurula 5 milyar TL temettü dağıtım teklifi edildi (%4,8 temettü verimi). Hisse başına 5,00 TL olarak hesaplanan ve 15 Mayıs'taki genel kurulda pay sahiplerinin onayına sunulacak olan dağıtım tutarı, indirimli GYO kurumlar vergisi oranından yararlanmak için gereken %50 dağıtım eşliğini aşıyor. Hak kullanım tarihi 21 Mayıs, kayıt tarihi 22 Mayıs, ödeme tarihi ise 25 Mayıs olarak belirlendi.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü: ~24,2 milyar TL (piyasa değerinin ~%23'ü) seviyesindeki ertelenmiş vergi yükümlülüğü dikkatli bir değerlendirme gerektiriyor. İlk olarak raporlanan yükümlülükler %30 yasal oran üzerinden hesaplanmakta olup dağıtılabılır net karının en az %50'sini dağıtan GYO'lara uygulanan %10 indirimli oran göz önüne alındığında efektif vergi yükünü olduğundan yüksek yansıtmaktadır. İkinci olarak, uzun vadeli kira gelirin odaklı bir GYO olarak söz konusu yükümlülüklerin büyük bölümü ancak varlık satışında somutlaşabilecektir. Gerçeğe uygun değer önemli ölçüde altında satış beklenmediğinden, olası nakit vergi çıkışının mevcut NAD iskontosunun (~%39) daralmasıyla eş zamanlı gerçekleşeceği ve net etkinin içsel değer üzerinde büyük ölçüde nötr kalacağı değerlendirilmektedir.

Yorum: FAVÖK düzeyinde operasyonel sonuçlar piyasa beklentisiyle büyük ölçüde örtüştü; tekrarlayan gelir segmentindeki marj dinamikleri olumlu seyretti. Piyasa beklentisinin %21 altında kalan net kar, faaliyet dışı kalemlerden kaynaklanmakta olup temel kar kalitesinde herhangi bir bozulmaya işaret etmemektedir. Önerilen hisse başına 5,00 TL temettü yasal dağıtım eşliğini aşarak indirimli GYO vergi oranını güvence altına aldı. Genel değerlendirmemiz itibarıyla çeyreği hafif olumlu olarak niteliyoruz.

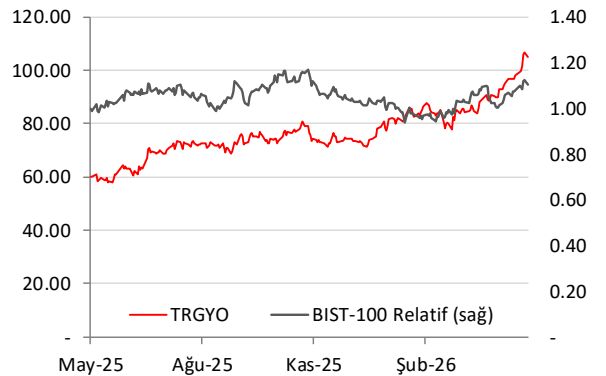
Değerleme: 1Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncelleyerek revize makro varsayımlarımızı dahil ettik ve bir çeyrek ileri taşıdık. 12 aylık hedef NAD/hisse değerlememiz olan 220 TL'ye uyguladığımız %30 hedef iskonto çerçevesinde 12 aylık hedef fiyatımızı 134 TL'den 154 TL'ye yükseltiyoruz; Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

| | | TRGYO Tİ | | | |
|-----------------------|---------|------------------------|---------|---------|--|
| | | Endeks Üz. Getiri | | | |
| Bloomberg Kodu | | 154.00 (önceki 134.00) | | | |
| Tavsiye | | 104.80 | | | |
| Hedef Fiyat, TL | | 47% | | | |
| Güncel Fiyat, TL | | 21% | | | |
| Getiri Potansiyeli | | 104,800 | | | |
| Halka Açıklık Oranı | | 88,328 | | | |
| Piyasa Değeri, mn TL | | | | | |
| Firma Değeri, mn TL | | | | | |
| Finansal Veriler | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T | |
| Özet UFRS Finansallar | | | | | |
| Ciro, mn TL | 14,856 | 20,778 | 25,374 | 29,073 | |
| FAVÖK, mn TL | 10,096 | 12,451 | 16,119 | 19,652 | |
| Net Kâr, mn TL | 7,730 | 17,863 | 23,134 | 28,209 | |
| Borçluluk | | | | | |
| Net Borç, mn TL | -30,894 | -26,229 | -37,729 | -49,747 | |
| Net Borç/FAVÖK | -3.1 | -2.1 | -2.3 | -2.5 | |
| Kârlılık | | | | | |
| FAVÖK Marjı | 68.0% | 59.9% | 63.5% | 67.6% | |
| Net Marj | 52.0% | 86.0% | 91.2% | 97.0% | |
| Temettü Verimi | 5.3% | 4.8% | 7.2% | 9.5% | |
| Büyüme | | | | | |
| Ciro, y/y | 18.7% | 39.9% | 22.1% | 14.6% | |
| FAVÖK, y/y | 41.3% | 23.3% | 29.5% | 21.9% | |
| Net Kâr, y/y | -10.2% | 131.1% | 29.5% | 21.9% | |
| Değerleme Verisi | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T | |
| F/K | 8.6 | 5.9 | 4.5 | 3.7 | |
| FD/FAVÖK | 3.8 | 6.5 | 4.3 | 2.9 | |
| FD/Ciro | 2.6 | 3.9 | 2.7 | 2.0 | |
| Hisse Verileri | 1A | 3A | 12A | YBG | |
| Nominal Getiri | 15.7% | 24.6% | 84.4% | 41.6% | |
| BİST-100 Relatif | 7.6% | 13.5% | 14.4% | 5.4% | |
| AOİH, mn TL | 122 | 124 | 129 | 137 | |



Piyasa verileri 11 Mayıs 2026 tarihli dir.

| Finansal Özet | TMS29 | | | | Tahminlerle Karşılaştırma | | | | |
|---------------|-------|-------|----------|-------|---------------------------|-------|---------|--------|----------|
| | 1Ç26 | 1Ç25 | y/y | 4Ç25 | ç/ç | AK | Fark | Piyasa | Fark |
| Net Satışlar | 3,357 | 2,406 | 40% | 8,390 | -60% | 3,300 | 2% | 3,289 | 2% |
| FAVÖK | 2,453 | 1,511 | 62% | 5,871 | -58% | 2,321 | 6% | 2,479 | -1% |
| FAVÖK Marjı | 73.1% | 62.8% | 10.3 ppt | 70.0% | 3.1 ppt | 70.3% | 2.7 ppt | 75.4% | -2.3 ppt |
| Net Kar | 1,627 | 991 | 64% | 811 | 101% | 1,793 | -9% | 2,068 | -21% |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

| Gelir Tablosu (milyon TL) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|----------------|
| Satış Gelirleri | 2,406 | 2,598 | 2,953 | 8,390 | 3,357 |
| Brüt Kar | 1,625 | 2,068 | 1,931 | 6,039 | 2,609 |
| Operasyonel Giderler | 153 | 144 | 137 | 256 | 188 |
| Faaliyet Karı | 1,472 | 1,924 | 1,794 | 5,782 | 2,422 |
| FAVÖK | 1,511 | 1,957 | 1,772 | 5,871 | 2,453 |
| Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider) | 148 | 2,931 | 1,023 | 1,464 | -132 |
| Vergi Öncesi Kar | 1,620 | 4,854 | 2,816 | 7,246 | 2,290 |
| Vergi Geliri / (Gideri) | -629 | -578 | -389 | -6,435 | -663 |
| Vergi Sonrası Net Kar | 991 | 4,277 | 2,428 | 811 | 1,627 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net Kar | 991 | 4,277 | 2,428 | 811 | 1,627 |
| Büyüme (Yıllık) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 |
| Satış Gelirleri | -6.3% | 14.8% | 15.3% | -21.1% | 39.5% |
| Operasyonel Giderler | 42.4% | -29.7% | -4.4% | 52.7% | 22.8% |
| Faaliyet Karı | -16.5% | 32.3% | 9.0% | 9.4% | 64.5% |
| FAVÖK | -18.6% | 35.1% | 11.7% | 8.8% | 62.4% |
| Net Kar | -46.8% | -159.8% | -27.1% | -94.4% | 64.2% |
| Karlılık / Rasyo Analizi | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 |
| Brüt Kar Marjı | 67.5% | 79.6% | 65.4% | 72.0% | 77.7% |
| Operasyonel Gider Marjı | 6.4% | 5.6% | 4.6% | 3.1% | 5.6% |
| Faaliyet Kar Marjı | 61.2% | 74.1% | 60.7% | 68.9% | 72.1% |
| FAVÖK Marjı | 62.8% | 75.3% | 60.0% | 70.0% | 73.1% |
| Efektif Vergi Oranı | 38.8% | 11.9% | 13.8% | 88.8% | 29.0% |
| Net Kar Marjı | 41.2% | 164.6% | 82.2% | 9.7% | 48.5% |
| Parasal Kazanç (Kayıp) | -107.6% | -76.9% | -63.6% | -18.9% | -70.5% |
| Operasyonel Nakit Akımı Marjı | 38.9% | 127.2% | -19.2% | 22.3% | 274.6% |
| Serbest Nakit Akımı Marjı | 36.1% | 139.7% | -22.5% | 21.0% | -258.5% |
| Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK | 62% | 169% | -32% | 32% | 376% |
| Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.0% | 0.1% |
| İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri | -38.9% | 17.6% | -122.2% | -22.5% | 160.0% |
| Nakit Akım Tablosu (milyon TL) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 |
| İşletme Faaliyetlerinden Nakit | 937 | 3,305 | -568 | 1,871 | 9,218 |
| Düzeltilme Öncesi Kar | 991 | 4,277 | 2,428 | 811 | 1,627 |
| Amortisman ve İtfa Payları | 39 | 33 | -22 | 88 | 31 |
| İşletme Sermayesindeki Değişim | -936 | 458 | -3,608 | -1,885 | 5,370 |
| Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit | 844 | -1,463 | 634 | 2,857 | 2,190 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Nakit | -67 | 323 | -96 | -110 | -17,896 |
| Sabit Sermaye Yatırımları | -1 | -1 | -8 | 0 | -4 |
| Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit | -66 | 324 | -88 | -110 | -17,892 |
| Serbest Nakit Akımı | 870 | 3,628 | -664 | 1,761 | -8,678 |
| Finansman Faaliyetlerinden Nakit | 1,141 | -3,575 | 1,166 | 1,640 | 11,599 |
| Finansal Borçlardaki Değişim | -374 | -130 | -448 | -181 | 11,431 |
| Temettü | 0 | -4,818 | -30 | -17 | 0 |
| Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit | 1,515 | 1,373 | 1,644 | 1,838 | 168 |
| Çevrim Farkları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nakit ve Benzerlerindeki Değişim | 2,011 | 53 | 503 | 3,401 | 2,920 |

| Bilanço (milyon TL) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Dönen Varlıklar | 33,723 | 32,380 | 32,347 | 30,489 | 27,555 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 15,184 | 14,521 | 14,033 | 16,835 | 17,726 |
| Finansal Yatırımlar | 7,129 | 6,405 | 6,903 | 4,726 | 93 |
| Ticari Alacaklar | 1,515 | 1,443 | 1,261 | 976 | 1,317 |
| Stoklar | 8,931 | 9,147 | 9,384 | 7,487 | 7,315 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 8,093 | 7,269 | 7,669 | 5,192 | 1,198 |
| Duran Varlıklar | 134,436 | 136,134 | 138,187 | 142,145 | 159,135 |
| Finansal Yatırımlar | 8,085 | 8,219 | 10,375 | 13,273 | 13,020 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 4,309 | 4,047 | 4,203 | 4,965 | 4,942 |
| Maddi Duran Varlıklar | 6,037 | 5,618 | 5,221 | 5,305 | 5,309 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 5 | 12 | 12 | 8 | 7,846 |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller | 115,970 | 118,184 | 118,288 | 118,488 | 127,903 |
| Diğer Duran Varlıklar | 30 | 55 | 87 | 107 | 114 |
| Toplam Varlıklar | 168,159 | 168,514 | 170,534 | 172,635 | 186,690 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 6,920 | 7,617 | 7,922 | 4,443 | 6,927 |
| Finansal Borçlar | 1,065 | 829 | 601 | 701 | 1,803 |
| Ticari Borçlar | 278 | 299 | 259 | 330 | 611 |
| Ertelenmiş Gelirler | 5,112 | 5,893 | 6,333 | 1,502 | 2,350 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 466 | 596 | 729 | 1,910 | 2,162 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 20,191 | 20,230 | 19,845 | 24,509 | 34,453 |
| Finansal Borçlar | 1,076 | 762 | 258 | 136 | 10,213 |
| Ertelenmiş Gelirler | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri | 19,010 | 19,351 | 19,467 | 24,274 | 24,215 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 105 | 116 | 119 | 99 | 25 |
| Özkaynaklar | 141,047 | 140,667 | 142,767 | 143,683 | 145,310 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 141,047 | 140,667 | 142,767 | 143,683 | 145,310 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Toplam Kaynaklar | 168,159 | 168,514 | 170,534 | 172,635 | 186,690 |
| Yatırım Sermayesi | 147,119 | 147,205 | 149,180 | 152,058 | 163,840 |
| Toplam Borç | 2,141 | 1,591 | 859 | 837 | 12,016 |
| Düz. Net Borç (NB) | -28,257 | -27,553 | -30,451 | -33,997 | -18,822 |
| NB / S12A FAVÖK | -2.8 | -2.6 | -2.9 | -3.1 | -1.6 |
| NB / Özkaynaklar | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.1 |
| Kısa Vadeli Net Borç (KV NB) | -21,248 | -20,097 | -20,335 | -20,859 | -16,015 |
| KV ND / S12A FAVÖK | -2.1 | -1.9 | -1.9 | -1.9 | -1.3 |
| YPP (Türev Korunma Dahil) | 15,175 | 15,980 | 17,540 | 18,312 | 1,014 |

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.