

## Torunlar GYO

AL

## Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 43%

Güncellenmiş makro varsayımlarımız, 9A24 gerçekleştirmeleri ve Torunlar GYO'nun güçlü operasyonel performansını yansıtarak, şirket için hedef fiyatımızı hisse başına 86,35 TL olarak revize ediyor ve hisse için AL tavsiyemizi koruyoruz. Değerli varlık portföyü ile desteklenen güçlü kira geliri tabanına ek olarak, devam eden konut ve ticari gayrimenkul projelerinde teslimatların 2025 yılında gerçekleşmeye başlamasıyla Şirket'in gelir yaratımının önemli ölçüde artmasını bekliyoruz. Şirketin, yeni yatırımların önünü açabilecek ve yüksek temettü ödeme hikayesini güçlendirebilecek güçlü nakit pozisyonu göz önüne alındığında cazip bir yatırım teması sunduğuna inanıyoruz. Ayrıca, Şirket'in yüksek tekrarlayan gelir yaratma kapasitesi ve güçlü nakit pozisyonu sayesinde 2025 yılında yürürlüğe girmesi beklenen GYO'lara yönelik yeni vergi rejimine uyum sağlamak için uygun bir konumda bulunduğuna inanıyoruz. Torunlar GYO şu anda net aktif değerine göre %37 iskonto ile işlem görmektedir.

## Çeyrekte Öne Çıkan Gelişmeler

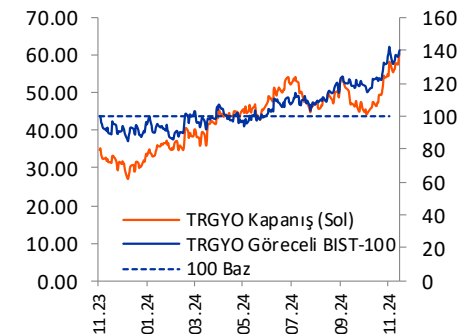
Torunlar GYO, 3Ç24'te toplam 1.619mn TL gelir elde ederek yıllık bazda %6'lık bir düşüş kaydetmiştir. Kira gelirleri, 2Ç24'te Torun Tower'ın satışı nedeniyle yıllık bazda %10 gerilemiştir. Bununla birlikte, konut satışları 3Ç23'teki 38mn TL seviyesinden 3Ç24'te 83mn TL'ye yükselmiştir. Brüt kâr, artan satış maliyetleri nedeniyle yıllık bazda %12 azalarak 1.162mn TL'ye gerilemiş, brüt kâr marjı ise 5 puanlık bir düşüşle %71,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Brüt kârdaki bu gerilemeye rağmen, faaliyet giderlerindeki yıllık %58'lik düşüş, FAVÖK üzerindeki baskıyı hafifletmiş ve bu kalem yalnızca %5 azalarak 1.100mn TL olmuştur. Net kâr, 3Ç23'teki 1.838mn TL seviyesinden yıllık %19 artışla 2.194mn TL'ye ulaşmıştır. Bu artış, büyük ölçüde 3Ç24'te 1.579mn TL olarak kaydedilen (3Ç23: -188mn TL) net finansal gelirlerdeki güçlü toparlanmadan kaynaklanmıştır. Ancak, 3Ç23'teki 574mn TL'lik net parasal gelire karşılık 3Ç24'te 855mn TL net parasal gider kaydedilmesi, net dönem kârındaki artış sınırlamıştır. Çeyreksel bazda, gelirler %17 artış göstermiştir. Kira gelirlerindeki %12'lik artış, 3Ç24'te çeyreksel bazda net kâr artışının ana itici gücü olmuştur. Brüt kâr marjı, bir önceki çeyreğe göre sabit kalırken, FAVÖK gelir artışının desteğiyle çeyreksel bazda %20 büyümüştür. Net kârdaki çeyreksel bazda kaydedilen önemli artışta, Torun Tower'ın satışı nedeniyle 2Ç24'te kaydedilen 3,3 milyar TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul satış zararının 3Ç24'te olmaması belirleyici olmuştur.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	60.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	86.35
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	86.35
Piyasa Değeri (mn)	60,500
Halka Açık PD (mn)	12,772
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	108.1
Hisse sayısı (Adet mn)	1,000
Takas Saklama Oranı (%)	21
Yabancı Oranı (%)	12

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	30.1	99.5	93.4
ABD \$	28.6	69.3	60.9
BIST-100 Relatif	14.0	50.7	57.6

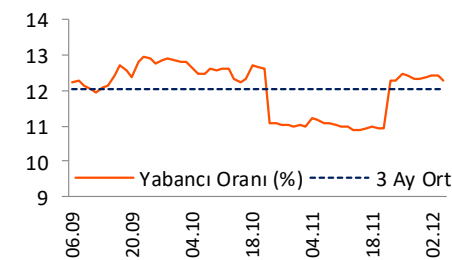
Çarpanlar (\$)	2023	2024	2025
F/K	1.5	162.5	5.5
PD/DD	0.6	0.6	0.5
FD/FAVÖK	11.2	15.2	7.4

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 27.00 60.50

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 12.27



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Torunlar GYO

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Aziz Torun	39.5 Gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul
Mehmet Torun	39.35 projelerine ve gayrimenkullere dayalı haklara yatırım yapmak .
Diğer	15.14
Torunlar Gıda Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi	6.01

Gelir Tablosu (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	Bilanço (m n ₺)	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>7,639</b>	<b>7,183</b>	<b>6,594</b>	<b>12,316</b>	<b>12,242</b>	<b>11,699</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>8,756</b>	<b>11,456</b>	<b>15,645</b>	<b>17,729</b>	<b>19,204</b>	<b>19,793</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>5,297</b>	<b>5,331</b>	<b>4,131</b>	<b>8,003</b>	<b>7,906</b>	<b>7,829</b>	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,203	3,080	9,797	10,397	10,891	10,362
Operasyonel Giderler	-608	-568	-625	-654	-663	-667	Ticari Alacaklar	1,198	2,014	697	1,301	1,294	1,236
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>4,689</b>	<b>4,763</b>	<b>3,506</b>	<b>7,349</b>	<b>7,244</b>	<b>7,163</b>	Stoklar	5,015	4,055	4,060	4,872	5,847	7,016
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	21,209	13,171	-4,829	3,248	3,291	1,399	Diğer Dönen Varlıklar	340	2,308	1,090	1,158	1,173	1,178
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (	502	910	185	201	199	208	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>90,150</b>	<b>104,999</b>	<b>106,494</b>	<b>111,903</b>	<b>117,186</b>	<b>120,324</b>
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0	0	Maddi Duran Varlıklar	85,186	98,170	94,581	99,293	104,095	106,678
Net Finansman Gelir (Gideri)	-2,746	-579	1,407	1,550	546	38	Maddi Olmayan Duran Varlık	4	3	2	2	2	1
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>23,655</b>	<b>18,265</b>	<b>269</b>	<b>12,349</b>	<b>11,280</b>	<b>8,808</b>	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,439	3,676	8,110	8,045	8,485	9,063
Vergi Giderleri (Gelirleri)	5	1	1	1,235	1,128	881	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükle</b>	<b>8,029</b>	<b>8,627</b>	<b>15,124</b>	<b>11,690</b>	<b>11,824</b>	<b>11,098</b>
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	Finansal Borçlar	6,184	2,867	3,828	1,930	5,064	5,313
<b>Net Kar</b>	<b>23,649</b>	<b>18,263</b>	<b>268</b>	<b>11,114</b>	<b>10,152</b>	<b>7,927</b>	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülük	1,845	5,722	11,264	9,701	6,701	5,729
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>23,649</b>	<b>18,263</b>	<b>268</b>	<b>11,114</b>	<b>10,152</b>	<b>7,927</b>	<b>Özkaynaklar</b>	<b>85,588</b>	<b>104,386</b>	<b>104,980</b>	<b>115,776</b>	<b>122,422</b>	<b>126,898</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,675	2,210	2,039	1,685	1,700	1,690	Ana Ortaklığa Ait Özkaynakla	85,588	104,386	104,980	115,776	122,422	126,898
<b>FAVÖK</b>	<b>4,724</b>	<b>4,871</b>	<b>3,588</b>	<b>7,421</b>	<b>7,310</b>	<b>7,225</b>	Rezerv ve Diğer Kalemler	60,493	84,678	103,712	103,869	111,600	118,398
<b>Büyümler &amp; Opr. Perf.</b>	<b>2022G</b>	<b>2023G</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	Dönem Net Karı (Zararı)	23,649	18,263	268	11,114	10,152	7,927
<b>Büyümler</b>							Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	-6.0%	-8.2%	86.8%	-0.6%	-4%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>98,907</b>	<b>116,455</b>	<b>122,138</b>	<b>129,632</b>	<b>136,390</b>	<b>140,117</b>
Faaliyet Karı	-	2%	-26%	110%	-1%	-1%	<b>Nakit Akım (m n ₺)</b>	<b>2022G</b>	<b>2023G</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>
FAVÖK	-	3%	-26%	107%	-1%	-1%	<b>İşletme Faal. Kay. Net Naki</b>	<b>24,145</b>	<b>17,747</b>	<b>1,226</b>	<b>13,568</b>	<b>12,346</b>	<b>10,378</b>
Net Kar	-	-23%	-99%	4042%	-9%	-22%	Düzeltilme Öncesi Kar	23,649	18,263	268	11,114	10,152	7,927
<b>Operasyonel Performans</b>							Amortisman & İfa Payları	34	108	82	72	66	62
Brüt Marj	69.3%	74.2%	62.7%	65.0%	64.6%	66.9%	İşletme Sermayesindeki Değ.	281	-800	660	2,140	1,863	2,104
Faaliyet Kar Marjı	61.4%	66.3%	53.2%	59.7%	59.2%	61.2%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akı	180	176	216	242	264	283
FAVÖK Marjı	61.8%	67.8%	54.4%	60.3%	59.7%	61.8%	<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>524</b>	<b>555</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Efektif Vergi Oranı	0.0%	0.0%	-0.4%	7.9%	6.7%	5.7%	Sabit Sermaye Yatırımları	-145	-309	-1,352	-1,489	-1,624	-1,940
Net Kar Marjı	-	-	4.1%	90.2%	82.9%	67.8%	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Karlılığı	-	19.2%	0.3%	10.1%	8.5%	6.4%	<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>24,524</b>	<b>17,992</b>	<b>-125</b>	<b>12,078</b>	<b>10,721</b>	<b>8,438</b>
Aktif Karlılığı	-	17.0%	0.2%	8.8%	7.6%	5.7%	Finansman Faal. Kay.Nakit	-915	-5,221	1,063	-1,031	248	-2,169
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	6.8%	6.0%	4.7%	4.5%	4.3%	Finansal Borçlardaki Değişim	-915	-5,221	1,429	-910	3,636	1,190
Operasyonel Nakit Akışı / Satı	-	-	18.6%	-	-	88.7%	Temettü Ödemeleri	0	0	-366	-120	-3,388	-3,359
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-	-	-1.9%	98.1%	87.6%	72.1%	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	24424	2,036	-4044	11,285	12,101	9,095
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2022G</b>	<b>2023G</b>	<b>2024T</b>	<b>2025T</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>-</b>	<b>11,908</b>	<b>7,685</b>	<b>2,621</b>	<b>2,117</b>	<b>1,054</b>
Düzeltilmiş F / K (x)	2.6	3.4	a.d	5.6	6.1	7.8							
FD / FAVÖK (x)	11.6	11.2	15.2	7.4	7.5	7.6							
FD / Satışlar (x)	7.2	7.6	8.3	4.4	4.5	4.7							
PD / Defter Değeri (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5							
Hisse Başı Kazanç (₺)	23.65	18.26	0.27	11.11	10.15	7.93							
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	0.37	0.15	5.06	5.87							
Temettü Verimi	0.0%	0%	1%	0%	5.8%	5.9%							
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	6,847	2,989	919	-241	-1,266	-1,562							
Net Borç / FAVÖK (x)	1.45	0.61	0.26	a.d	a.d	a.d							
Net Borç / Özsermaye (x)	0.08	0.03	0.01	a.d	a.d	a.d							

Kaynak: İş Yatırım

Not: Rasyolar dolar bazında hesaplanmıştır.

Not: Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2024 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenbilir.

2024: 1.44

2025: 1.8

2026: 2.13

**Nakit Pozisyonunda Güçlü İyileşme:** Şirketin nakit pozisyonu, önemli ölçüde iyileşerek güçlü bir performans sergilemiştir. Bu yılın başlarında borç pozisyonunu kapatarak net nakit pozisyonuna geçen Torunlar GYO, 4Ç23'teki 404mn TL net borç pozisyonundan 3Ç24 itibarıyla 15.723mn TL net nakit pozisyonuna ulaşmıştır. Söz konusu iyileşmede, 2Ç24'te Torun Tower binasının 12,2 milyar TL bedelle satışı temel etken olmuştur.

**Gelirlerin 2025 yılında artması beklenmektedir.** 3Ç24 itibarıyla, toplam konut/ofis satış gelirleri kümülatif bazda 182mn TL'ye ulaşmıştır. Toplam konut satış gelirlerinin büyük bir kısmı Torun Center projesinden elde edilmiştir. Devam eden konut projelerinden 5. Levent 2. Etap ve Torun Center projelerinde ön satışlar devam etmekte olup, Mall of İstanbul High Residence projesi tamamlanmış ancak 2024 yılında stoklardan satış gerçekleşmemiştir. Bu bağlamda, devam eden projelerin tamamlanması ve teslimatların hız kazanmasıyla konut satış gelirlerinin 2025 ve 2026 yıllarında güçlü bir şekilde artmasını bekliyoruz. 3Ç24 itibarıyla ertelenmiş gelirler olarak sınıflandırılan 8,4 milyar TL tutarındaki konut satış gelirleri, satışı gerçekleşmiş ancak teslimatı yapılmamış konutların satışını içermekte olup, bu gelirlerin 2025 yılından itibaren finansal tablolara yansımalarını beklemekteyiz. Ayrıca, 2Y25'te Torun Center'da Embassy Suites Hilton otelinin açılmasıyla otel gelirlerinin artması beklenirken, Paşabahçe ve Karaköy otel projelerinin 2026 yılında faaliyete geçmesi ve şirketin tekrar eden gelirlerine daha fazla katkı sağlaması öngörülmektedir. Paşabahçe arazisinde inşaat faaliyetleri devam etmekte olup, otel projesi için potansiyel işletmeciler ile görüşmeler sürmektedir.

**Cazip temettü ödeme kapasitesi, yeni vergi mevzuatına uyumu kolaylaştırabilir.** Torunlar GYO, güçlü kira gelirleri, değerli varlık portföyü ve sağlam nakit pozisyonu ile temettü ödemek için iyi bir konuma sahiptir. Şirket tarafından daha önce açıklandığı üzere, düzenli bir temettü hissesi konumunu yeniden kazanma niyetindedir. Bu nedenle, şirketin en az %50 temettü dağıtacak alana sahip olduğuna ve 2025 yılında yürürlüğe girecek olan yeni GYO vergi düzenlemesinin gerekliliklerini karşılayacağına inanıyoruz.

**Parasal genişleme döngüsünün başlaması katalizör olabilir.** TCMB'nin 2025 yılında faiz oranlarını düşürmeye başlaması durumunda, konut projelerine olan talebin hızlanması muhtemeldir ve bu durum şirketin gelirlerini artırmak için potansiyel bir katalizör görevi görebilir. Ayrıca, Şirket'in 3Ç24 itibarıyla ağırlıklı olarak ABD Doları ve Avro cinsinden nakit pozisyonu, kur riskine daha az maruz kalmasını sağlayarak benzerleri arasında öne çıkmasını sağlamaktadır.

## Değerleme

Değerlememizde, kira getirisi sağlayan gayrimenkullerin ve konut projelerinin gelecekteki nakit yaratımını doğru bir şekilde yansıtmak amacıyla indirgenmiş nakit akışı (İNA) yöntemi ile her bir varlığı ayrı ayrı toplamın parçaları (SOTP) olarak dahil ettik. Mevcut varlıklara ek olarak, Şirket'in yeni projeleri olan Karaköy Otel, Paşabahçe Otel ve Torun Center Embassy Suites by Hilton projelerini de İNA analizi ile değerlememize ekledik. Diğer yandan, Antalya Kepez arazisinde yapılması planlanan otel projesi henüz ruhsat aşamasında olduğundan bu varlığı ekspertiz değeri ile modelimize dahil ettik.

Projeksiyon dönemi için on yıllık ortalama %18 TL bazlı risksiz faiz oranı ve %6 özkaynak risk primi varsayarak on yıllık ortalama %23 AOSM hesapladık. Ayrıca projeksiyon dönemi sonrası nakit akışı üretimi için %10 nihai (terminal) büyüme varsayımında bulunduk.

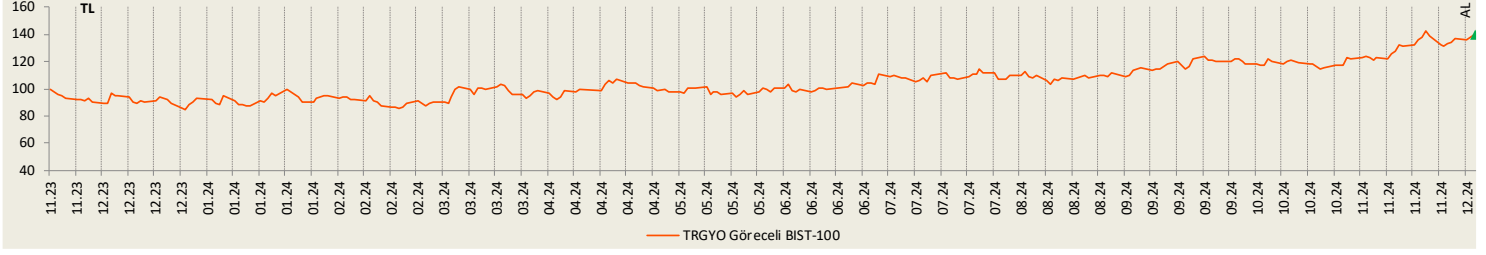
Değerlememizde, şirketin 3Ç24 itibarıyla 15,7 milyar TL olan net nakit pozisyonu eklendikten sonra elde edilen bir yıllık hedef NAD'ye %25 net aktif değer iskontosunu uygulayarak %43 artış potansiyeline işaret eden 83 TL'lik hedef fiyatımıza ulaştık. Torunlar GYO şu anda net aktif değerine göre %37 iskonto ile işlem görürken, tarihsel ortalama iskontosunu %46 civarındadır.

## Değerleme Tablosu

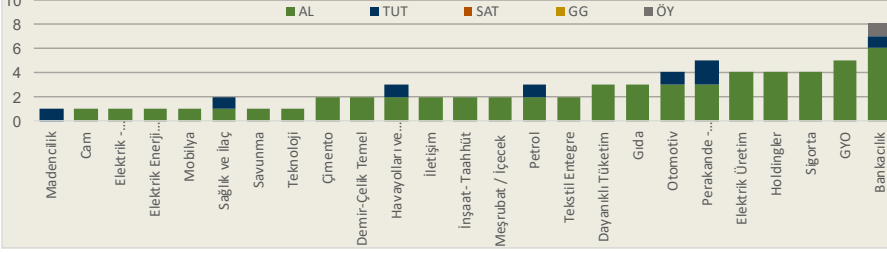
	Şirket Payı	Makul Değer	Torunlar'a Ait Değer
<b>Kira Geliri Yaratan Aktif Varlıklar</b>			<b>64,075</b>
5. Levent Çarşı	100.0%	287	287
Torun Center- Embassy Suites Hilton	100.0%	1586	1,586
Karaköy Otel	100.0%	1045	1,045
Zafer Plaza	72.3%	2363	1,707
Korupark	100.0%	12811	12,811
Antalya Depoo	100.0%	3970	3,970
Torium	100.0%	4751	4,751
Mall of Istanbul (MOI)	100.0%	27780	27,780
Mall of Antalya	100.0%	5051	5,051
Torun Tower	100.0%	63	63
Torun Center-Rental Offices	100.0%	2949	2,949
MOİ Other	100.0%	155	155
Ankamall	15%	11910	1,766
Boulevard Samsun	40%	64	26
Netsel Marina	45%	289	129
<b>Projeler</b>			<b>17,143</b>
Torun Center	100%	2145	2,145
MOI 2. Etap Hotel&Konut	100%	905	905
Pasabahce Villalar	100%	3773	3,773
Pasabahce Hotel	100%	4899	4,899
Torium Yurt	100%	86	86
5. Levent 2. Etap	100%	5334	5,334
<b>Binalar</b>			347
<b>Arsalar</b>			2,836
<b>Faaliyet Giderleri</b>			- 14,527
<b>Toplam Şirket Değeri (mnTL)</b>			<b>69,875</b>
<b>Net Borç-Nakit (mnTL) 3Ç24 itibariyle</b>			<b>15,723</b>
<b>Hedef NAD</b>			<b>115,128</b>
<b>Hedef NAD İskontosu</b>			<b>25%</b>
<b># paylar</b>			<b>1000</b>
<b>Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>86,346</b>
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>			<b>86.35</b>
<b>Cari Fiyat</b>			<b>60.50</b>
<b>Artış Potansiyeli (TL)</b>			<b>43%</b>

Torunlar GYO

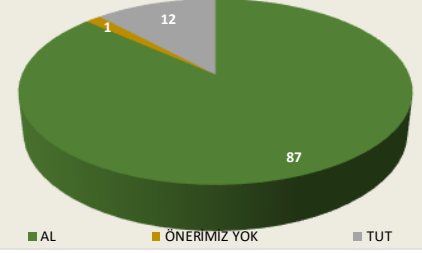
Göreceli Getiri / Öneriler



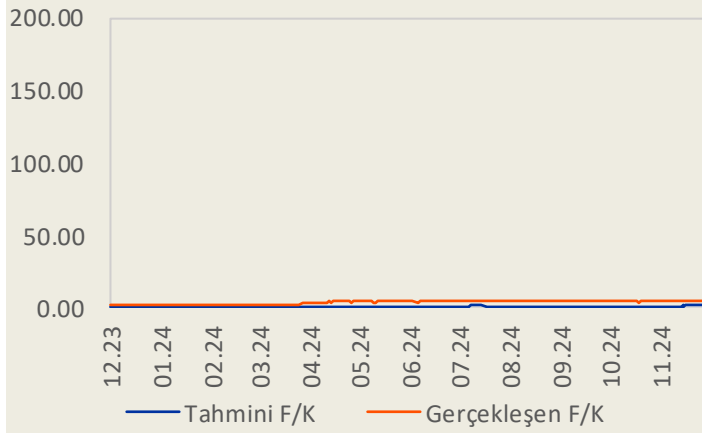
Şirket Sayısı



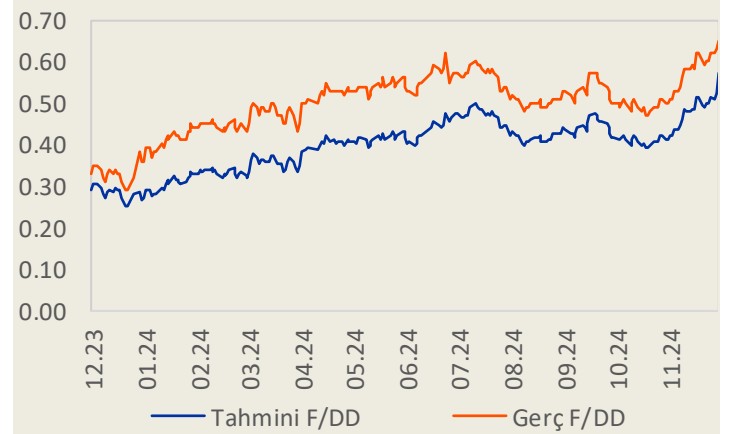
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.