

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı **RAPORU**

Türkiye — Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Torunlar GYO

Net nakit pozisyona geçiş planları güven aşıyor

TRGYO'yu 50 TL Hedef Fiyat ve %65 getiri potansiyeli ile Öneri Listemize ekliyoruz. Torunlar GYO, değerlememizde hedef NAD hesabımıza göre yaklaşık %39 iskontolu işlem görüyor. Torunlar'ın güçlü kira gelirleri ve 2023 sonunda net nakit pozisyona geçme beklentisiyle birlikte oluşan cazip çarpanlar önemli bir faktör oluşturuyor. Şirket AVM ve ofis kiralari odaklı düzenli gelir modelinin yanı sıra üst segment otel ve konut projeleri ile gayrimenkul sektöründe fark yaratıyor. Enflasyon üzeri yıllık %86 artışla nakit akışını destekleyen kira gelirlerinin yaklaşık %40'ı AVM'lerden, yaklaşık %20'si ofislerden kaynaklanıyor. 5. Levent 2. Etap'ın ön satışları, Torun Center'da kalan konut stoklarının otele dönüşümüyle düzenli nakit akışı imkanı ve Paşabahçe'de geliştirilen proje ile şirketin 2023 yıl sonunda net nakit pozisyona geçme planları önümüzdeki dönemde potansiyel vad ediyor. 2022 yılından itibaren düzenli olarak azalmakta olan net borcun olumlu seyrinin devam etmesiyle finansman maliyetlerinin önem kazandığı son dönemde şirketin net finansal gelir elde etmesine olanak sağlarken temettü dağıtma ihtimalini de artırıyor.

Brüt kiralanabilir alanın (BKA) 2024 ve 2025'te artışı planlanıyor. Torun Center'daki konutların otel olarak kullanıma açılmak üzere Embassy Suits by Hilton ile anlaşılmasını, nakit akışı düzenliliğini artırmak üzere olumlu bir hamle olarak değerlendiriyoruz. Otelin 2024'te operasyona başlaması bekleniyor. 2024'te Torun Center ve Karaköy'deki otellerden toplamda yaklaşık 17bin 500 m2 ilave, 2025'te Paşabahçe Otel ve Villa projesi ve Mall of Antalya Otel projesinden toplamda yaklaşık 34 bin m2 BKA artış planı söz konusu (mevcut BKA: 599bin 932 m2). Paşabahçe projesinden 2024'te yaklaşık 80 milyon dolar ciro katkısı bekliyoruz. Torun Tower'da kiracı olan Denizbank'ın 2024'te 10. yılı tamamlanmış oluyor. 2024 yılında yeniden düzenlenecek kira sözleşmesiyle kira bedelinin rayiç değerlere göre güncellenmesini ise bir diğer pozitif katkı olarak görüyoruz. Torunlar'ın gayrimenkullerini kira elde etmek üzere dönüştürme ve stoklarını eriterek nakit akışı sağlama, akabinde borçlarını azaltma stratejisi şirket için gelecekte güçlü bir mali yapı potansiyeli sağlıyor.

2023 9 aylık periyotta yıllık %86 kira geliri artışıyla enflasyonun üzerinde artış sağlandı. Önümüzdeki dönemde benzer şekilde nakit akışlarına olan katkının devamını bekliyoruz. Şirketin cirosunun yaklaşık %70'ini oluşturan kira gelirleri, ağırlıklı olarak alışveriş merkezlerinden ve Torun Tower ofislerinden elde ediliyor. Varlıkların %40'ını ise başta Mall of İstanbul olmak üzere AVM'ler oluşturuyor. Ortalama Kira/Ciro oranı %8,1 seviyesinde. Torunlar'ın, doluluk oranı %86 olan Torium dışındaki AVM'lerinin doluluk oranları %100'e yakın seviyede. AVM kiralari, minimum sabit kiranın üzerine mağaza cirolarına orantılı olarak artış modeliyle çalışıyor. Yabancı tüketici ağırlıklı olan Mall of İstanbul, ofisler ve otellerin de katkısıyla birlikte kira gelirlerinin enflasyon üzeri büyümesinin devamını ve 2023 yıl sonu toplamda yaklaşık 2,5 milyar TL kira geliri bekliyoruz.



AL

Fiyat: TL30,28

Hedef Fiyat: TL50,00

Hedef Getiri: 65,13%

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	TRGYO
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	50,00
Hedef Getiri	65,1%
Hisse Fiyatı (TL)	30,28
52 hafta fiyat aralığı	12 - 38
Hisse Adedi (mn)	1.000
HAO%	21,12
Piyasa Değeri (TL mn)	30.700
Piyasa Değeri (USD mn)	1.035
Net Borç (TL mn)	917
3A OİH (USD mn)	3,3
3A OİH/Piyasa Değeri (%)	0,30%
PD / DD	
Güncel	0,86
1 Yıllık Ortalama	0,64
3 Yıllık Ortalama	0,55

Özet Finansallar

TRGYO	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar (mn TL)	5.307	18.436	32.833	40.490
Net Satışlar (mn TL)	1.484	2.662	4.136	5.997
FAVÖK (mn TL)	1.098	1.945	3.255	4.540
Net Borç/FAVÖK (x)	4,4	1,8	-0,1	-1,5
NAD (mn TL)	14.519	33.795	66.628	107.118

Değerleme Çarpanları

	2021	2022	2023T	2024T
PD/DD (x)	0,27	0,57	0,45	0,28
F/K (x)	0,68	1,00	0,92	0,75

INFO Araştırma Bölümü

Araştırma: +90 (212) 700-2625
arastirma@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

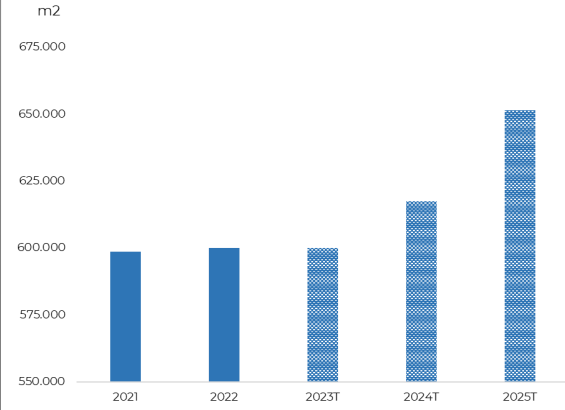
Stokların büyük kısmını oluşturan 5. Levent 2. Etap projesinin büyük kısmının ön satışlarla 2024 yılında satılmasını bekliyoruz. Torunlar'ın toplam projelerinin % 43'ünü 5. Levent 2. Etap projesi oluşturuyor. 744 birim olarak planlanan projenin ön satışlarla önemli bir bölümünün 2023 yılında satılmasıyla 2025'e kadar satışlarının büyük ölçüde tamamlanacağını bekliyoruz.

Şirketin yabancı para pozisyonu ve net borç seviyesindeki olumlu gidişat risk azaltan faktörler arasında. 2023 6 aylık finansalları ile birlikte, Torunlar'ın yabancı para pozisyonu pozitifte geçmiş durumda ve 2022'den beri azalmakta olan Net Borcun 2023 yıl sonunda negatif olarak gerçekleşmesi muhtemel görünüyor. Mali yapı itibarıyla şirketin konjonktürde riskten korunduğunu düşünüyoruz.

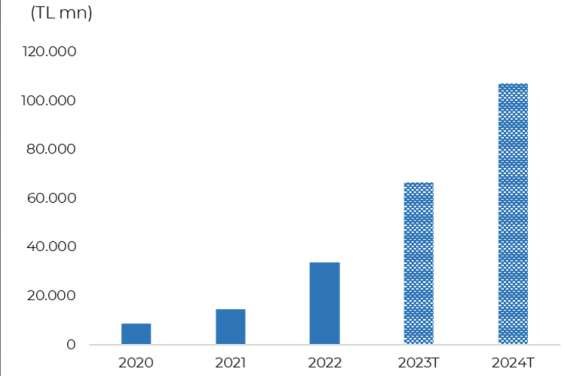
AVM cirolarında 2023 Eylül ayından itibaren ivme kaybı olmakla birlikte, 2024'te yüksek faizlerin etkisiyle tüketimin törpülenmesi muhtemel riskler arasında. Buna karşın AVM kompozisyonunda gelirlerinin önemli bir kısmına etki eden yabancı tüketici profilinin de katkısıyla AVM kira gelirlerinde enflasyonun üzerinde bir artış bekliyoruz.

Faizlerin beklenenden yüksek tempoda ilerlemesi ve tüketim talebinin beklenenden fazla yavaşlaması, şirketin faaliyetleri üzerindeki riskler olarak değerlendirilebilir. Talebin makro faktörler sebebiyle veya başka etkenlerden dolayı beklenti üstü yavaşlaması senaryosunda, şirketin konut satışları tempo kaybedebilir ve AVM cirolarının ivme kaybetmesiyle kira gelirleri etkilenebilir. Bu kanallardan sağlanan nakit akışının sekteye uğraması halinde, şirketin net borç pozisyonunda ve projelerin temposunda bozulmalar gözlenebilir. Buna karşın, AVM'lerdeki en büyük kiracıların çoğunlukla temel ihtiyaç sağlayan perakendeciler olması, ofislerdeki kurumsal talebinin stabil kalması olasılığı ve projelerin üst segment hedefliyor olması itibarıyla, kötü senaryolarda talep kırılması etkisinin aşırı olması ihtimalini kuvvetli bulmuyoruz.

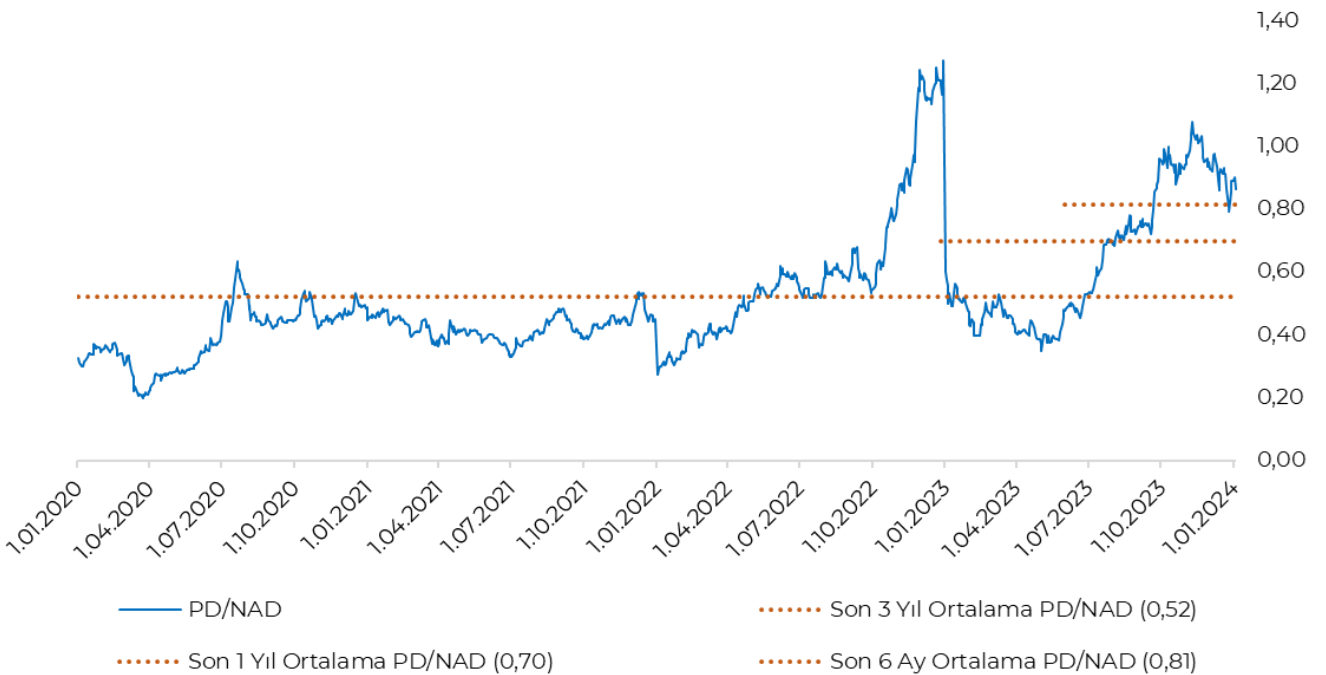
Brüt Kiralanabilir Alan (m2)



Net Aktif Değeri (mn TL)



Tarihsel Piyasa Değeri / Net Aktif Değeri Dağılımı



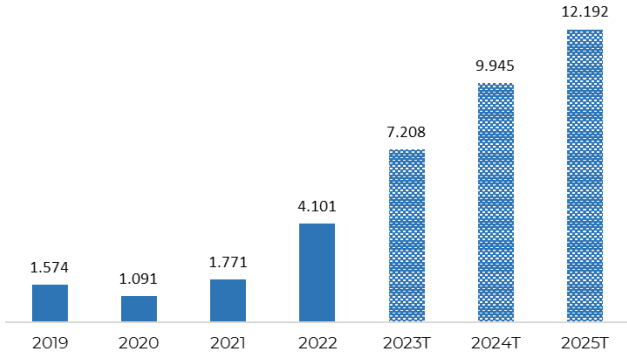
Benzer Şirket Metrikleri

Hisse Kodu	Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)	Net Borç (mn TL)	F/K
AKFGY	Akfen GMYO	1,69	1,10	6.591	1.509	2,84
AKSGY	Akiş GMYO	9,83	0,64	7.913	2.584	1,47
ALGYO	Alarko GMYO	34,36	0,78	4.979	-780	1,67
HLYO	Halk GMYO	3,45	0,47	5.675	2.990	1,15
ISGYO	İş GMYO	17,49	0,89	16.769	3.475	1,29
KLYO	Kiler GMYO	2,77	0,53	3.864	-1.041	1,03
NUGYO	Nuroi GMYO	5,77	1,49	1.935	17	3,08
OZKGY	Özak GMYO	7,02	0,39	10.221	-1.427	0,83
PAGYO	Panora GMYO	35,08	0,99	3.052	-237	1,55
PSGYO	Pasifik GYO	4,48	1,33	7.347	2.452	4,45
SNGYO	Sinpaş GMYO	2,68	0,52	4.020	3.812	1,00
TRGYO	Torunlar GMYO	28,18	0,79	28.180	917	1,37
VKGYO	Vakıf GMYO	1,67	0,81	4.927	-1.178	2,22
YGGYO	Yeni Gimat GMYO	36,12	1,36	8.738	-1.295	2,29
ZRGYO	Ziraat GMYO	5,36	1,26	25.158	2.243	2,18

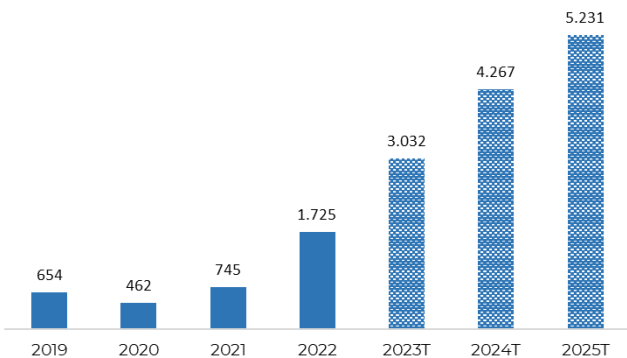
AVM Kira Gelirleri Performansı

AVM Kira ve Ortak Alan Gelirleri (mn TL)	2019	2020	2021	2022	2023/9
Mall of İstanbul	288	235	353	831	971
Bursa Korupark	158	112	168	354	433
Mall of Antalya	61	17	69	192	226
İstanbul Torium	66	44	65	156	201
Antalya Deepo	46	32	56	140	162
Zafer Plaza	35	23	34	52	74
Toplam	654	462	745	1.725	2.067

AVM'ler m2 Başına Kira Geliri (TL)



AVM Kira Gelirleri (mn TL)



Şirket Bilgileri

Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, ilk adı Toray İnşaat olarak kuruldu. Borsa İstanbul'a kote olan Yeni GİMAT GYO şirketine de %14,83 oranında iştirak eden Torunlar; İstanbul, Bursa ve Antalya illerinde AVM, ticari alan, otel, konut ve arsa tipinde gayrimenkuller üzerinde kiralama, proje geliştirme ve yatırım faaliyetleri yürütmektedir. İştirak Yeni Gimat'ın ise Ankara, Muğla ve Samsun'da gayrimenkulleri mevcuttur.

Küçük ölçekli konut projeleri ile hayata başlayan Torunlar, önce Bursa, ardından Antalya'da AVM faaliyetlerini başlattı. 2010 yılındaki halka arzına kadar geçen süreçte AVM ve konut geliştirme projelerini genişletirken, Marmaris'te Netsel Marina'ya ortaklığı da gerçekleştiren şirket, ardından Ali Sami Yen arsası üzerindeki Torun Center projesine ortak olarak İstanbul'a açıldı. Şirketin en büyük gelir kalemlerinden olan Mall of İstanbul; AVM, konut ve iş yeri karma projesi 2014 yılında 1,3 milyar TL'lik yatırımın ardından hayata geçti.

Torunlar GYO Sahiplik Yapısı

Ortağın Adı Soyadı / Ticari Ünvanı	Sermayedeki Payı (bin TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı
Aziz Torun	394.999	39,50%	39,50%
Mehmet Torun	393.524	39,35%	39,35%
Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	60.097	6,01%	6,01%
Diğer	151.380	15,14%	15,14%
Toplam	1.000.000	100%	100%

Bağlı Ortaklar ve İştirakler

Ticaret Ünvanı	Ödenmiş Sermayesi (bin TL)	Şirketin Sermayedeki Payı (bin TL)	Şirketin Sermayedeki Payı (%)
TRN Otel İşletmeciliği ve Yatırımları	500	500	100%
TTA GM Yatırım Geliştirme ve Yönetim	5.500	2.200	40%
Netsel Turizm Yatırımları	50	22	44,60%
Yeni Gimat GYO	161.280	23.923	14,83%

Torunlar GYO Portföy Tablosu

mn TL	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
Binalar	12.464	18.589	36.430	36.430
Zafer Plaza Alışveriş ve Yaşam Merkezi (Bursa / Osmangazi)	379	457	567	567
KoruparkAVM (Bursa / Emek, Osmangazi)	1.785	2.150	3.782	3.782
Torium AVM (İstanbul / Esenyurt)	630	750	1.150	1.150
Deepo Outlet Center (Antalya)	350	694	1.615	1.615
Mall of Antalya (Antalya)	730	1.035	2.088	2.088
Korupark Evleri (Bursa)	36	59	155	155
Niş İstanbul - İstanbul - 4 adet işyeri	8	0	0	0
Torium Evleri (İstanbul / Esenyurt)	1	2	4	4
Torium Yurt (İstanbul)	44	50	109	109
Mall of İstanbul AVM (İstanbul / Başakşehir)	3.135	4.800	9.115	9.115
Mall of İstanbul Ofis ve Konut (İstanbul / Başakşehir)	42	82	136	136
Torun Tower (İstanbul / Esentepe)	2.000	2.700	6.000	6.000
Torun Center - Konut (İstanbul / Mecidiyeköy)	1.170	1.936	3.840	3.840
Torun Center - Ofis ve Ticari Alanlar (İstanbul / Mecidiyeköy)	1.105	2.147	4.452	4.452
5. Levent 1.Etap - Konut + Ticari Alanlar (İstanbul / Alibeyköy)	312	274	514	514
Mall of İstanbul 2.Etap - Hilton Mall of İstanbul Otel-Kongre Merkezi (İstanbul / Başakşehir İkitelli)	280	724	1.508	1.508
Mall of İstanbul Projesi 2.Etap - Ofis - Ticari Alan - (Kiralanan alan - 18.755 m ²) İstanbul	238	372	544	544
Mall of İstanbul 2.Etap - High Residence (İstanbul / Başakşehir İkitelli)	219	359	850	850
Arsa ve Araçlar	248	910	846	867
Kayabaşı Arsalar (İstanbul)	91	249	429	429
Beyoğlu Parsel	0	0	0	0
Kepez Arsası (Antalya)	66	98	240	261
Mall of İstanbul 3. Etap (İstanbul)	85	117	177	177
İstanbul Eyüpsultan Arsası (1.035 m ²)	7	446	0	0
Projeler	1.012	1.783	5.983	5.983
5. Levent 2.Etap Projesi (İstanbul)	0	0	2.610	2.610
Paşabahçe Projesi (İstanbul)	891	1.430	2.700	2.700
Karaköy Otel Projesi (İstanbul)	121	353	673	673
İştirakler	418	567	1.358	1.358
Yeni Gimat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (%14,83 hissesi) (Ankara)	275	334	731	731
Netsel Turizm Yatırımları A.Ş. (%44,60 hissesi) (Muğla)	70	127	478	478
TTA. Gayrimenkul Yat. ve Yönetim A.Ş. (%40 hissesi) (Samsun)	73	105	149	149
TRN Otel İşletmeciliği ve Yatırımları A.Ş. (%100 hissesi) (İstanbul)	0	0	0	0
Toplam Gayrimenkuller	14.142	21.848	44.617	44.638
Nakit ve Nakit Benzerleri	143	248	925	2.992
Finansal Yatırımlar	30	0	0	200
Diğer varlıklar (yükümlülükler)	-601	-2.189	-6.261	-5.077
Borç	-4.945	-5.388	-5.485	-7.154
Net Aktif Değer (NAD) (mn TL)	8.770	14.519	33.795	35.599

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri, EquityRT, Finnet

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.