

Torunlar GYO

Yüksek karlılık artışı potansiyeli & güçlü bilanço

- Ana Yatırım Tezi:** Torunlar GYO'yu ("TRGYO", "Şirket") sürdürülebilir kira geliri tabanı, yüksek net nakit pozisyonu, güçlü bilanço yapısı ve temettü ödeme geleneği sayesinde beğeniyoruz ve mevcut hisse seviyelerini cazip değerlendiriyoruz. 1Ç26'da güçlü finansallar açıklayan Şirket'in 2026'nın geri kalanında da karlılığı, ilk çeyrekte satın alınan AVM'ler ve kurumlar vergisi avantajıyla desteklenecek. Halihazırda yıl başından bugüne XU100'ün %10 üzerinde performans gösteren hisseyi halen beğeniyoruz ve aşağı yönlü riskleri sınırladığını düşünüyoruz.
- Kısaca TRGYO:** %40'ı ve %39'u sırasıyla Aziz Torun ve Mehmet Torun'a ait olan Şirket, 1996 yılında kuruldu ve 2010 yılında halka açıldı. TRGYO 696 bin metrekare kiralanabilir alana sahip ve Türkiye'nin en büyük yerli AVM yatırımcısı. Portföyünün %84'ü AVM ve ticari gayrimenkullerden oluşmaktadır. Gelirlerinin yaklaşık %70'i kira gelirinden oluşan Şirket'in piyasa değeri 97 milyar TL ve serbest dolaşım oranı %21'dir.
- 1Ç26 Sonuçlar & 2026 Beklentiler:** TRGYO, ilk çeyrekte (TMS-29 dahil) 3.3 milyar TL gelir (%40 yıllık artış), 2.6 milyar TL VAFÖK (%76 artış) ve 1.6 milyar TL net kâr (%64 artış) elde etti. Şirket 19 milyar TL net nakit pozisyonuna sahip (piyasa değerinin %20'si). **2026 yılı için Şirket yönetimi 19 milyar TL gelir (%31 artış), 13 milyar TL VAFÖK (%25 artış) ve 20 milyar TL net kar (%153 artış) hedefliyor. İlk çeyrekte güçlü karlılık gelişimi, bu hedeflerin ulaşılma olasılığını güçlendirmektedir.**
 - Şubat'ta toplam 350 milyon Avro'ya satın alınan Forum Mersin ve Forum Kayseri AVMlerinin yılın geri kalanında kira katkısı artarak devam edecek.
 - Şirket 2025 vergi finansallarına göre %64'lük temettü dağıtım oranıyla temettü dağıtımını gerçekleştirdi. Temettü dağıtım oranı %50 eşliğinin üzerinde olması sayesinde 2026 yılında %30 yerine %10 kurumlar vergisine tabi olacak ve bu durum da kârlılığı destekleyecek.
- Cazip çarpanlar:** TRGYO hisseleri, son 12 ay finansallarına göre 0.7x F/DD, 6.7x FD/VAFÖK ve 11.3x F/K çarpanlarıyla ve net aktif değerine (özkaynaklar) göre %33'lük iskontoyla işlem görüyor. **Şirketin hedefleriyle 2026 tahmini çarpanlar 0.6x F/DD, 5.1x FD/VAFÖK ve 5x F/K seviyelerine gerilemektedir ve özkaynak karlılığı %12.9 seviyesine iyileşecektir (2025: %5.7). Güçlü özkaynak karlılığı potansiyeli ve gerileyen çarpanlar sayesinde mevcut hisse seviyelerini cazip olarak değerlendiriyoruz.**

Güçlü Yönler: i) Sürdürülebilir kira geliri yaratması ve güçlü nakit yaratımı, ii) kuvvetli karlılık gelişimi, iii) yüksek net nakit pozisyonu, iv) temettü dağıtım geleneği

Riskler: i) Ticari kiralalarda olumsuz düzenleyici adım, ii) Düşük filli hisse dolaşım (Adet: 207 milyon; Oran: %21), iii) Yüksek net nakit pozisyonunun karlı projelere yönlendirilememesi

Katalistler: i) 2026 hedefleriyle uyumlu 2Ç26 finansalları (Ağustos ilk yarı) ii) Faiz indirim döngüsü (2Y26), iii) Devam eden projelerde (Paşabağçe) yeni anlaşmalar ve ön satışların başlaması

Göstergeler	2023	2024	2025	1Ç26	2026T
Özkaynak Karlılığı	17.5%	9.7%	5.7%	4.5%	12.9%
Aktif Karlılığı	15.7%	8.4%	4.8%	3.5%	
FD/VAFÖK	0.7	0.8	2.7	6.8	5.1
F/K	1.2	4.1	8.6	11.5	5.0
PD/DD	0.2	0.4	0.5	0.7	0.6
Temettü Verimliliği	1%	5%	5%		5%

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

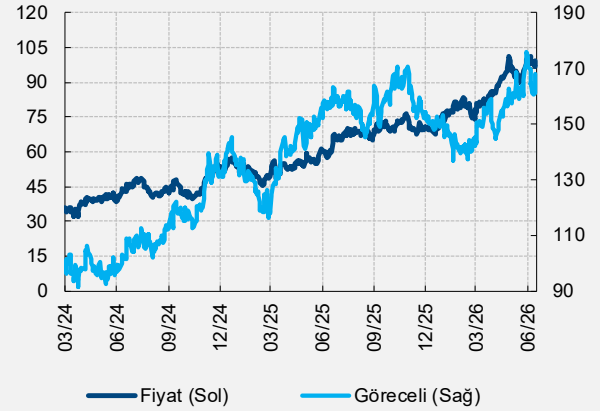
Fiyat Bilgileri

Kodu	TRGYO.TI / TRGYO.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL99.15
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	99,150 / 2,135
Hisse Sayısı (mn)	1000
Saklama Oranı	21%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	171.08 / 3.77

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	101.40 / 89.85
1 Yıllık	101.40 / 59.66
Sene başından itibaren	101.40 / 70.30

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	6%	3%
3 Aylık	20%	8%
1 Yıllık	66%	8%
Sene başından itibaren	41%	10%



(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaisistanbul.com.tr/sayfa/506/pazarlar

Oguzhan Vural

oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 65

Tablo 1: Özet Finansallar – TMS-29 Dahil

Kar & Zarar Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025	1Ç26	2026T
Net Gelirler	7,177	16,375	14,856	3,357	19,398
yıllık gelişim		128%	-9%	40%	31%
Satışların Maliyeti	-1,850	-6,587	-4,258	-748	
yıllık gelişim		256%	-35%	-4%	
Faaliyet Giderleri	-567	-567	-628	-188	
yıllık gelişim		0%	11%	23%	
VAFÖK	4,950	9,740	10,642	2,570	13,294
yıllık gelişim		97%	9%	76%	25%
VAFÖK marjı	69%	59%	72%	77%	69%
Net Finansal Gelir/Gider	1,231	1,512	1,916	-226	
Parasal Kayıp/Kazanç	1,810	-4,387	-7,281	-2,367	
Diğer Gelir/Gider	12,259	1,423	3,141	95	
Vergi Öncesi Kar	18,249	12,157	15,028	2,290	
Net Kar (Zarar)	18,248	11,272	7,730	1,627	19,542
yıllık gelişim		-38%	-31%	64%	153%
Net marj	254%	69%	52%	48%	101%

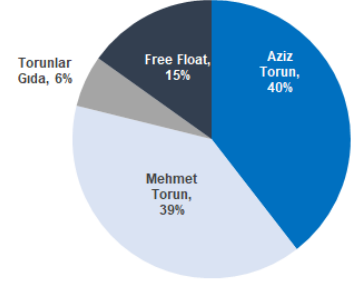
Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025	1Ç26	2026T
Toplam Aktifler	116,357	151,090	172,635	186,690	
Nakit ve benzerleri & Finansal Yatırımlar	24,582	41,295	38,610	30,839	
Gayrimenkul Yatırımlar	93,481	105,329	118,488	127,903	
Stoklar	4,052	8,026	7,487	7,315	
Toplam Yükümlülükler	12,059	23,812	28,952	41,380	
Toplam Finansal Borç	5,262	2,621	837	12,016	
Özkaynak	104,298	127,278	143,683	145,310	158,225
Net Borç (nakit)	-19,321	-38,674	-37,773	-18,822	-30,809

Göstergeler	2023	2024	2025	1Ç26	2026T
Özkaynak Karlılığı	17.5%	9.7%	5.7%	4.5%	12.9%
Aktif Karlılığı	15.7%	8.4%	4.8%	3.5%	
FD/VAFÖK	0.7	0.8	2.7	6.8	5.1
F/K	1.2	4.1	8.6	11.5	5.0
PD/DD	0.2	0.4	0.5	0.7	0.6
Temettü Verimliliği	1%	5%	5%		5%

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

2026 tahminleri
Şirket hedeflerinden oluşmaktadır

Ortaklık Yapısı



Hisse Performansı (XU100'a Görece)

	YBB	Son 1 yıl
EKGYO	-17%	-16%
AKFGY	-15%	-23%
AKSGY	8%	6%
ALGYO	-25%	1%
ISGYO	-6%	0%
OZKGY	-16%	-11%
RYGYO	13%	15%
TRGYO	10%	10%
SNGYO	-34%	-37%
HLGYO	36%	50%
AVPGY	-6%	-29%
XGMYO	-8%	8%

YBB: Yıl başından bugüne

Tablo 2: GYO Karşılaştırma Tablosu

	Emlak Konut	Akfen	Akiş	Alarko	İş	Özak	Reysaş	Torunlar	Sinpaş	Halk	Avrupakent
Temel Göstergeler	EKGYO	AKFGY	AKSGY	ALGYO	ISGYO	OZKGY	RYGYO	TRGYO	SNGYO	HLGYO	AVPGY
Piyasa Değeri (milyar TL)	79,268	10,803	23,498	8,094	23,451	22,088	61,040	98,000	15,280	25,037	23,300
Net Aktif Değer İskontosu	-59%	-70%	-52%	-54%	-57%	-69%	-36%	-33%	-71%	-66%	-48%
Özkaynak Karlılığı (son 12 ay)	2%	6%	7%	-12%	-1%	-1%	22%	6%	1%	27%	4%
PD / DD (x)	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6	0.7	0.3	0.4	0.5
F / K (x)	24.4	5.4	6.7				3.3	11.5	39.4	1.7	14.2
Net Borç (Nakit)	49,748	4,625	-828	4,456	838	-5,523	2,774	-18,800	5,317	5,240	-1,596
Net Nakit / Piyasa Değeri			-4%			-25%		-19%			-7%
Net Borç / VAFÖK (x)	2.4	2.8		19.6	0.7		0.7		2.2	4.1	
VAFÖK (son 12 ay)	20,589	1,667	3,390	227	1,276	1,409	3,826	11,711	2,431	1,275	3,031
Firma Değeri / VAFÖK (x)	6.3	9.3	6.7	55.3	19.0	11.8	16.7	6.8	8.5	23.8	7.2

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

Kaynak: YKY Araştırma, KAP

Tablo 3: Torunlar GYO Portföy Bilgileri

Gayrimenkul	Konum	Ekspertiz Değeri (milyar TL)	Toplam İçinde Payı
Mall of İstanbul AVM	İstanbul	39	26%
Korupark AVM	Bursa	17	11%
Forum Mersin AVM	Mersin	11	7%
Torun Center Ticari	İstanbul	10	7%
Forum Kayseri AVM	Kayseri	7	5%
Diğer		41	28%
Toplam AVM & Bina		125	84%
Devam Eden Projeler		16	11%
Toplam Arsa		3	2%
İştirakler Portföyü		5	3%
Toplam		149	100%

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Tablo 4: Segment Bazlı Beklentiler

mn TL	2025	2026T	2027T	yıllık gelişim		toplam içinde % payı		
				2026T	2027T	2025	2026T	2027T
Konut & ticari satış	4,703	5,826	4,552	24%	-22%	32%	30%	21%
Kira	8,089	10,990	13,422	36%	22%	54%	57%	62%
Diğer	1,614	2,018	2,462	25%	22%	11%	10%	11%
Otel	450	564	1,062	25%	88%	3%	3%	5%
Toplam Gelirler	14,856	19,398	21,498	31%	11%	100%	100%	100%
VAFÖK	10,642	13,294	15,116	25%	14%			
VAFÖK marjı	72%	69%	70%					

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.