

Torunlar GYO

Net kârdaki sapmaya karşın güçlü nakit birikimi

Torunlar GYO 1Ç25'te yıllık %48 düşüşle 757 milyon TL net kâr açıkladı (AK: 1,10 milyar TL). Hasılat 1,84 milyar TL (AK: 1,70 milyar TL) ile yıllık %6 gerilerken, FAVÖK 1,15 milyar TL (AK: 1,15 milyar TL) oldu ve yıllık bazda %19 düşüş gösterdi. FAVÖK marjı %62,8 ile (AK: %67,6) yıllık bazda 9,5 puan geriledi. Yıllık hasılat düşüşü, 2Ç24 başında gerçekleşen Torun Tower satışıyla ilişkiliydi. **Normalize rakamlar dikkate alındığında (bkz. sayfa 2)**, net kâr yıllık bazda %6,1, FAVÖK ise %9,1 geriledi; bu düşüşte yeni yıl maaş artışları etkili oldu. Tahminlerimizden sapma, beklentilerin üzerinde gerçekleşen parasal kayıplar ve vergi giderlerinden kaynaklandı.

Alışveriş merkezi (AVM) ciro artışı %41,2 ile yıllık ortalama enflasyonu 1,5 puan aştı. Torunlar GYO'nun AVM varlıkları, 1Ç25'te ziyaretçi sayısındaki %4,5 artışın etkisiyle enflasyondan arındırılmış bazda %1,1 ciro büyümesi kaydetti.

Düzeltilmiş net nakit pozisyonu (Net Nakit + Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar – Ertelenmiş Gelirler), nominal bazda çeyreklik %15 artışla 17,69 milyar TL'ye (piyasa değerinin %29'u) ulaştı. Uzun vadeli yatırımlar dahil net nakit çeyreklik bazda nominal %19 büyümeyle 21,59 milyar TL'ye yükseldi (piyasa değerinin %35'i). Öte yandan, ertelenmiş gelirler çeyreklik bazda nominal %41 artışla 3,91 milyar TL'ye çıktı (piyasa değerinin %6'sı).

1Ç25 itibarıyla ertelenmiş vergi yükümlülüğü 14,53 milyar TL seviyesine ulaştı (piyasa değerinin yaklaşık %23'ü). Yeni vergi düzenlemeleri nedeniyle GYO'lar, yasal ve TFRS finansalları arasındaki zamanlama farkı nedeniyle ertelenmiş vergi karşılığı ayırmak durumunda kaldı. Torunlar GYO da bu kapsamda 14,53 milyar TL'lik bir yükümlülük açıkladı. **Bu konuda iki kritik noktanın altını çiziyoruz: İlki,** temettü ödemeyen GYO'lar için %30, ödeyenler için ise %10 kurumlar vergisi oranı geçerlidir; ancak 1Ç25 finansallarında ertelenmiş vergiler %30 oranıyla hesaplandı. **İkincisi,** ticari GYO'lar gayrimenkulleri uzun vadeli gelir amaçlı tuttukları için, bu yükümlülükler ancak satış durumunda nakit çıkışı yaratacaktır. Ayrıca, bu tür satışların piyasa rayicinin önemli seviyede aşağısında gerçekleşmesi beklenmeyeceğinden, bu yükümlülüklerin nakit çıkışına dönüşmesi NAD iskontosunun da daralması gerektiği anlamına gelecektir. Şirketin hisseleri halihazırda hesapladığımız NAD'sine göre yaklaşık %41 iskontolu işlem görmektedir.

Yorum: Operasyonel sonuçların piyasa tarafından hafif olumsuz karşılanmasını bekleriz; ancak güçlü nakit yaratımı pozitif tarafta öne çıkıyor. Şirketin yılı yaklaşık 33,5 milyar TL seviyesinde net nakitle kapatmasını bekliyoruz, bu da mevcut piyasa değerinin yaklaşık %54'üne karşılık gelmektedir. Makro varsayımlarımızı güncelleyip modelimizi bir çeyrek ilerlettik. Risksiz faiz oranı varsayımımızı 10 yıllık vadede 400bp, uç dönemde 50bp artırdık. Bu doğrultuda 12 aylık hedef fiyatımızı 93 TL'den 95 TL'ye yükselttik ve "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruduk. Hisse, hesapladığımız net aktif değerine göre 0,59x PD/NAD çarpanından işlem görmektedir.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre	
	1Ç25	1Ç24	y/y	4Ç24	ç/ç
Net Satışlar	1,839	1,962	-6%	8,121	-77%
FAVÖK	1,154	1,418	-19%	4,062	-72%
FAVÖK Marjı	62.8%	72.3%	-952 bps	50.0%	1276 bps
Net Kar	757	1,466	-48%	10,972	-93%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Analist: Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TRGYO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	95.00 (önceki 93.00)
Güncel Fiyat, TL	62.00
Getiri Potansiyeli	53%
Halka Açıklık Oranı	21%
Piyasa Değeri, mn TL	62,000

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	12,511	12,458	18,275	21,765
FAVÖK, mn TL	7,143	7,720	11,325	13,424
Net Kâr, mn TL	8,611	12,759	23,534	31,249

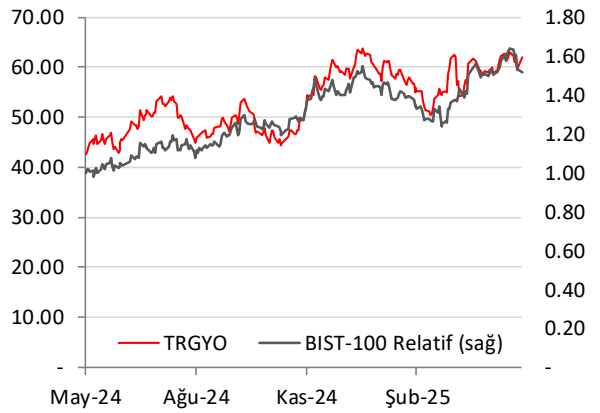
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-18,166	-33,546	-52,631	-75,985
Net Borç/FAVÖK	-2.5	-4.3	-4.6	-5.7

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	57.1%	62.0%	62.0%	61.7%
Net Marj	68.8%	102.4%	128.8%	143.6%
Temettü Verimi	5.0%	5.6%	7.3%	8.8%

Büyüme				
Ciro, y/y	151.7%	-0.4%	46.7%	19.1%
FAVÖK, y/y	111.9%	8.1%	46.7%	18.5%
Net Kâr, y/y	-31.9%	48.2%	84.5%	32.8%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	5.4	4.9	2.6	2.0
FD/FAVÖK	4.5	4.2	1.2	n.m.
FD/Ciro	2.6	2.6	0.7	n.m.

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	4.7%	12.7%	37.9%	-2.7%
BİST-100 Relatif	0.8%	13.1%	44.5%	-1.9%
AOİH, mn TL	124	115	103	104



Piyasa verileri 12 Mayıs 2025 tarihlidir.

Normalize Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y
Net Satışlar	1,962	1,729	1,958	8,121	1,839	-6.3%
Torun Tower	201	0	0	0	0	
Normalize Net Satışlar	1,761	1,729	1,958	8,121	1,839	4.4%
Brüt Kâr	1,430	1,268	1,367	4,166	1,242	-13.2%
Torun Tower	148	0	0	0	0	
Normalize Brüt Kâr	1,282	1,268	1,367	4,166	1,242	-3.1%
Normalize Brüt Kar Marjı	72.8%	73.3%	69.8%	51.3%	67.5%	-526bps
FAVÖK	1,418	1,098	1,283	4,062	1,154	-18.6%
Torun Tower	148	0	0	0	0	
Normalize FAVÖK	1,270	1,098	1,283	4,062	1,154	-9.1%
Normalize FAVÖK Marjı	72.1%	63.5%	65.6%	50.0%	62.8%	-935bps
Net Kâr	1,466	-5,461	2,543	10,972	757	-48.4%
Torun Tower	148	0	0	0	0	
Vergi Gideri	0	0	0	-744	-481	
Normalize Net Kâr	1,318	-5,461	2,543	11,716	1,238	-6.1%
Normalize Net Satışların Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y
Konut & Ofis Satış	35	79	97	6,510	15	-56.7%
Kira & Ortak Alan	1,725	1,649	1,860	1,611	1,823	5.7%
Diğer	0	0	0	0	0	0.0%
Normalize Net Satışlar	1,761	1,729	1,958	8,121	1,839	4.4%
Normalize Brüt Kârın Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y
Konut & Ofis Satış	34	17	76	3,022	12	-65.7%
Kira & Ortak Alan	1,248	1,251	1,292	1,433	1,230	-1.4%
Diğer	0	0	0	-289	0	0.0%
Normalize Brüt Kâr Marjı	1,282	1,268	1,367	4,166	1,242	-3.1%
Normalize Net Kârın Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y
FAVÖK	1,270	1,098	1,283	4,062	1,154	-9.1%
Finansal Gelirler	328	1,505	1,846	1,280	2,089	536.4%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-335	-2,236	-1,003	-116	-1,979	491.5%
Diğer Gelirler / (Giderler)	55	-5,828	417	6,490	-26	-148.3%
Normalize Net Kâr	1,318	-5,461	2,543	11,716	1,238	-6.1%
Kaynak: AK Yatırım, Şirket Verileri						
Normalize Net Kârın Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	y/y
Ciro	8,801	11,490	11,754	13,265	12,428	41.2%
Ziyaretçi (mn)	14	15	14	15	14	4.5%
Ziyaret Başına Ciro	647	782	816	915	874	35.1%

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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 Internet 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.