

Torunlar GYO

TMS-29 sunum etkisi kaynaklı marj sapması

Torunlar GYO'nun (TRGYO; EÜG; 12A HF: 126 TL), daha yüksek parasal kayıp ve vergi yükünün etkisiyle net karı yıllık %27 düşerek 2,1 milyar TL'ye (AK: 1,95 milyar TL; Konsensüs: 2,76 milyar TL) indi. Gelirler 2,57 milyar TL ile beklentilere paralel ve yıllık %15 arttı; artışın ana kaynakları kira gelirlerinde %5,7'lik reel büyüme (2Ç25'te %4,7) ve daha yüksek konut teslimatları (331 milyon TL; yıllık +%198) oldu. FAVÖK 1,54 milyar TL (AK: 1,69 milyar TL; Kons.: 1,85 milyar TL) ile yıllık %12 yükseldi; bunda ciro artışı ve satışlara oranla faaliyet giderlerinde yıllık 1 puan düşüş etkili oldu. Konut teslimatlarında brüt marj ~%34 olarak gerçekleşti ve TMS-29'un yarattığı sunum etkisi nedeniyle yaklaşık 44 puan gerilemiş görüldü; buna karşılık tekrarlayan gelirlerde brüt marj 0,6 puan genişledi. **Tahminlerimizden sapmalar:** (i) Kira operasyonları ve konut teslimatlarında beklenenden düşük brüt marj; (ii) Beklenenden düşük parasal kayıp

Güçlü operasyonel görünürlük; yüksek finansal gelir sağlayan sağlam nakit rezervi: Düzeltilmiş net nakit (net nakit + uzun vadeli finansal yatırımlar – ertelenmiş gelirler) bir önceki çeyrekteki ~17,5 milyar TL'den ~21,0 milyar TL'ye (piyasa değerinin ~%27'si) yükseldi. Ertelenmiş gelirler düşülmemiş haliyle net nakit ~26,5 milyar TL (~%33,5 PD). Ertelenmiş gelirler ~5,5 milyar TL (tamamı kısa vadeli) ve 3Ç25'in çeyreklik hasılatının ~2,1 katı, bu da önümüzdeki dönemde anlamlı hasılat kaydediş potansiyeline işaret ediyor. Şirket, ~2,23 milyar TL net finansal gelir (3Ç25 çeyreklik hasılatının ~0,9 katı) kaydetti.

AVM ciroları artan ziyaretçi trafiğiyle desteklendi: Kiracı ciroları reel bazda yıllık %1,3 arttı; %3'lük ziyaretçi trafiği (footfall) artışı, ziyaret başına harcamadaki (ARPV) %1,7 düşüşe rağmen büyümeyi sağlayan faktör oldu. Alışveriş günü eşdeğeri (SDE) etkisine göre düzelttiğimizde 3Ç25'te yıllık ciro ivmesi daha güçlü görünüyor: %1,9 (düzeltilmemiş %1,3'e göre 0,6 puan daha yüksek). Aynı zamanda şirket kira maliyeti oranını (OCR) yıllık 0,6 puan artırarak %14,1'e yükseltti.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü ~17 milyar TL'ye ulaştı (~%21,5 PD). GYO'lara getirilen vergi düzenlemelerinin dikkatli bir şekilde yorumlanması gerektiğini düşünüyoruz ve iki önemli hususu vurgulamak istiyoruz. İlk olarak, yasal vergi oranı temettü dağıtımın için %30, temettü dağıtımın için %10 iken, ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 vergi oranı varsayımıyla kaydediliyor. İkinci olarak, ticari GYO'lar kira getirili gayrimenkulleri portföylerinde uzun vadeli tutmaktadır, bu da ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin ancak satış durumunda gerçekleşeceği anlamına gelmektedir. Bu tür satışların gerçeğe uygun değerinden önemli iskontolarla gerçekleşmesi mümkün olmayacağından, ilgili vergi yükümlülüklerinin NAD iskontosunda daralma olmaksızın nakit çıkışı ile sonuçlanmasını beklemiyoruz (güncel iskonto bizim NAD hesabımıza göre ~%43 seviyesinde).

Yorum: Tekrarlayan gelirlerin güçlü seyri ve ziyaretçi trafiğinin artması, buna ek olarak sağlam net finansal gelir ile yüksek nakit/ertelenmiş gelir bakiyesi, operasyonel ve finansal görünürlüğü artırıyor. Sektör geneli olan ARPV zayıflığı tekrarlayan büyümeyi sınırlayabilir. TMS-29 sunum etkisinin konut teslimatlarındaki raporlanan brüt marjı olumsuz etkilediğini not ediyoruz. 2025 yıl sonu net nakdi yaklaşık 30,3 milyar TL (~%38 PD).

Değerlendirme: 12A HF seviyemizi 107 TL'den 126 TL'ye yükseltiyor ve tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak devam ettiriyoruz. Değerlememize göre hisseler, 138,15 TL/pay NAD (NAVPS)'e (toplam ~138,15 milyar TL NAD) karşılık 0,57x PD/NAD çarpanıyla işlem görüyor.

Finansal Özet	TMS29			AK		Piyasa (4 Kat.)	
	3Ç25	3Ç24	y/y	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	2,572	2,231	15%	2,565	0%	2,572	0%
FAVÖK	1,543	1,381	12%	1,687	-9%	1,849	-17%
FAVÖK Marjı	60.0%	61.9%	-1.9 ppt	65.8%	-5.8 ppt	71.9%	-11.9 ppt
Net Kar	2,114	2,898	-27%	1,953	8%	2,757	-23%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TRGYO TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	126.00 (önceki 107.00)
Güncel Fiyat, TL	79.10
Getiri Potansiyeli	59%
Halka Açıklık Oranı	21%
Piyasa Değeri, mn TL	79,100
Firma Değeri, mn TL	58,098

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	12,511	15,129	17,439	20,859
FAVÖK, mn TL	7,143	8,112	10,043	12,445
Net Kâr, mn TL	8,611	13,080	15,011	17,413

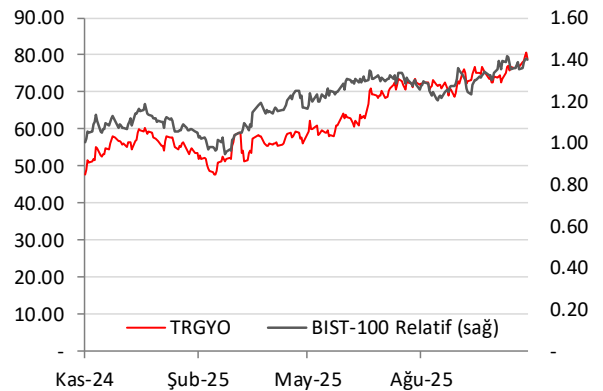
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-18,166	-30,319	-45,192	-62,318
Net Borç/FAVÖK	-2.5	-3.7	-4.5	-5.0

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	57.1%	53.6%	57.6%	59.7%
Net Marj	68.8%	86.5%	86.1%	83.5%
Temettü Verimi	5.0%	4.4%	6.6%	9.8%

Büyüme				
Ciro, y/y	151.7%	20.9%	15.3%	19.6%
FAVÖK, y/y	111.9%	13.6%	23.8%	23.9%
Net Kâr, y/y	-31.9%	51.9%	14.8%	16.0%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	5.4	6.0	5.3	4.5
FD/FAVÖK	4.8	6.7	3.9	1.8
FD/Ciro	2.7	3.6	2.3	1.1

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	6.9%	7.5%	76.6%	31.4%
BİST-100 Relatif	5.8%	7.8%	44.6%	18.2%
AOİH, mn TL	114	131	111	115



Piyasa verileri 7 Kasım 2025 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	2,231	9,255	2,096	2,262	2,572
Brüt Kar	1,558	4,748	1,415	1,801	1,681
Operasyonel Giderler	125	146	133	126	119
Faaliyet Karı	1,433	4,601	1,282	1,675	1,562
FAVÖK	1,381	4,701	1,316	1,704	1,543
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	1,465	8,750	128	2,552	891
Vergi Öncesi Kar	2,898	13,352	1,410	4,227	2,452
Vergi Geliri / (Gideri)	0	-848	-548	-503	-338
Vergi Sonrası Net Kar	2,898	12,504	863	3,724	2,114
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	2,898	12,504	863	3,724	2,114
Büyüme (Yıllık)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	-3.7%	364.9%	-6.3%	14.8%	15.3%
Operasyonel Giderler	-45.8%	69.0%	42.4%	-29.7%	-4.4%
Faaliyet Karı	-5.6%	251.9%	-16.5%	32.3%	9.0%
FAVÖK	-9.6%	242.7%	-18.6%	35.1%	11.7%
Net Kar	18.0%	-21.7%	-46.8%	-159.8%	-27.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	69.8%	51.3%	67.5%	79.6%	65.4%
Operasyonel Gider Marjı	5.6%	1.6%	6.4%	5.6%	4.6%
Faaliyet Kar Marjı	64.2%	49.7%	61.2%	74.1%	60.7%
FAVÖK Marjı	61.9%	50.8%	62.8%	75.3%	60.0%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	6.3%	38.8%	11.9%	13.8%
Net Kar Marjı	129.9%	135.1%	41.2%	164.6%	82.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-51.2%	-1.4%	-106.0%	-76.9%	-63.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-9.1%	-10.9%	38.9%	127.2%	-19.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	19.9%	-12.4%	36.1%	139.7%	-22.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-15%	-22%	62%	169%	-32%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.3%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-135.6%	-55.2%	-38.9%	17.6%	-122.2%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-202	-1,012	816	2,878	-495
Düzeltilme Öncesi Kar	2,898	12,504	863	3,724	2,114
Amortisman ve İtfa Payları	-52	99	34	29	-19
İşletme Sermayesindeki Değişim	-3,025	-5,106	-815	399	-3,142
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-23	-8,509	735	-1,274	553
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	646	-133	-58	282	-83
Sabit Sermaye Yatırımları	-2	-17	-1	-1	-7
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	649	-116	-57	282	-77
Serbest Nakit Akımı	444	-1,145	757	3,160	-578
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,243	1,292	994	-3,113	1,016
Finansal Borçlardaki Değişim	-141	-106	-326	-113	-390
Temettü	-3,983	0	0	-4,195	-26
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,882	1,398	1,320	1,195	1,432
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,799	146	1,751	47	438

Bilanço (milyon TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Dönen Varlıklar	24,728	28,385	29,367	28,197	28,169
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,047	12,149	13,223	12,646	12,220
Finansal Yatırımlar	0	6,763	6,208	5,578	6,011
Ticari Alacaklar	716	1,212	1,319	1,257	1,098
Stoklar	10,615	7,691	7,778	7,965	8,172
Diğer Dönen Varlıklar	1,350	7,333	7,048	6,330	6,678
Duran Varlıklar	114,686	116,400	117,071	118,550	120,338
Finansal Yatırımlar	11,569	6,386	7,041	7,157	9,035
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	3,967	3,703	3,753	3,525	3,661
Maddi Duran Varlıklar	5,373	5,290	5,257	4,893	4,547
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	4	4	10	11
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	93,222	100,933	100,990	102,918	103,009
Diğer Duran Varlıklar	551	84	26	48	76
Toplam Varlıklar	139,414	144,785	146,438	146,748	148,507
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,418	5,176	6,026	6,633	6,899
Finansal Borçlar	1,533	1,094	927	722	523
Ticari Borçlar	254	366	242	260	226
Ertelenmiş Gelirler	11,241	3,467	4,451	5,132	5,515
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	391	249	406	519	635
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,176	17,643	17,583	17,617	17,282
Finansal Borçlar	1,126	1,418	937	664	225
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	0	16,134	16,554	16,851	16,953
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	50	91	91	101	104
Özkaynaklar	124,820	121,966	122,829	122,498	124,326
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	124,820	121,966	122,829	122,498	124,326
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	139,414	144,785	146,438	146,748	148,507
Yatırım Sermayesi	115,482	128,555	128,116	128,191	129,911
Toplam Borç	2,659	2,512	1,864	1,386	748
Düz. Net Borç (NB)	-20,957	-22,785	-24,607	-23,994	-26,518
NB / S12A FAVÖK	-3.7	-2.5	-2.8	-2.6	-2.9
NB / Özkaynaklar	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	-10,514	-17,817	-18,504	-17,501	-17,708
KV ND / S12A FAVÖK	-1.9	-2.0	-2.1	-1.9	-1.9
YPP (Türev Korunma Dahil)	11,680	12,741	13,215	13,916	15,274

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.