

TORUNLAR GYO

Birinci sınıf gayrimenkul portföyünde yüksek kira verimi

Torunlar GYO'yu "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ve %77,9 getiri potansiyeline işaret eden hisse başına 55TL hedef fiyat ile takip listemize ekliyoruz. Hisse, hedef NAD hesabımıza göre yaklaşık %50 iskontolu işlem görüyor. Kira ve otel gelirleri sayesinde güçlü ve sürdürülebilir nakit yaratma kapasitesi, hızlı borçsuzlaşma, iyi konumlandırılmış varlık portföyüne sahip olması ve kur riski olmaması nedeniyle söz konusu iskontonun yüksek olduğunu düşünüyoruz. TRGYO hisseleri ayrıca, daha iyi bir bilanço, daha kaliteli bir kâr ve nakit akışı profiline rağmen, yurt içi benzerlerine göre Standardize F/K ve PD/DD açısından %28,9 ve %26,6 iskontolu işlem görmektedir.

Operasyonel varlıklardan elde edilen güçlü ve tekrar eden gelir: Torunlar GYO'nun tekrar eden gelirleri (oteller, alışveriş merkezleri ve ofisler) 2022 yılında 2,08 milyar TL'ye yükselmiş ve 2019-2022 döneminde %40'lık bir YBBO ile aynı dönemdeki yıllık ortalama %32'lik enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu artış, perakende fiyatlarındaki reel büyümeyi yansıtan alışveriş merkezlerindeki kiralardan ciroya bağlı kısmı ve yüksek doluluk oranlarına sahip iyi konumlandırılmış varlık portföyü sayesinde gerçekleşmiştir. Toplam yinelenen gelirin 2023 yılında 3,3 milyar TL olan yönetim beklentisinin %10 üzerinde 3,6 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Şirket'in 2022 ve 2027 yılları arasında kira ve otel gelirlerinde %49 YBBO sağlamasını bekliyoruz. Kira büyümesinde, i) her beşinci ve onuncu yılda gerçekleşen sözleşme yenilemeleri ve ii) TÜFE'nin üzerinde artan perakende fiyatları nedeniyle reel büyüme öngörüyoruz.

Üst düzey konut portföyü orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir: Konut ve ofis satışlarının 2023 ve 2027 yılları arasında toplam gelirin %33'ünü oluşturmalarını bekliyoruz. Beklenen konut ve ofis satışları 5. Levent - 2. faz ve Torun Center'daki konut stoklarından gerçekleşecektir. Şirket'in Torun Center'da 2017 yılından bu yana satılmamış 298 adet konut stoku bulunmaktadır. Şirket, 110 üniteyi Embassy Suites by Hilton adı altında otele dönüştüreceğini açıklamış olup, bu da tekrar eden gelirlere katkıda bulunacaktır. Otel projesinin Torun Center'da bulunan varlıklar için sinerji yaratması ve potansiyel olarak daha iyi değerlemesini de muhtemel görüyoruz.

1Ç24 itibarıyla beklenen net nakit pozisyonu ileriye dönük temettü ödemelerine olanak sağlayacaktır: Şirket'in 1Ç24 sonunda net nakit pozisyonuna ulaşmasını bekliyoruz. 2023 kazançlarından (yeniden değerlendirme kazançları hariç) %30'luk bir kar payı dağıtım oranı bekliyoruz ve bu da %5,6'lık bir temettü getirisine karşılık geliyor. i) Güçlü nakit üretimi, ii) iyileşen finansal pozisyon, iii) konut portföyünün beklenen satışı ve sınırlı kısa vadeli yatırım harcaması ihtiyacı göz önüne alındığında daha yüksek temettüller göz ardı edilmemelidir. Artan kısa vadeli borç maliyeti ise temkinli yaklaşımımızın ana nedeni.

Endeks Üzeri Getiri

12A Hedef Fiyat: 55TL
12A Getiri Potansiyeli: %78

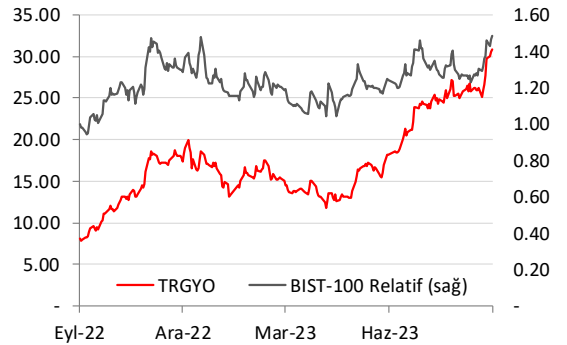
Analistler: Kayahan Azmi Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	TRGYO TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	55.00			
Güncel Fiyat, TL	30.92			
Getiri Potansiyeli	78%			
Halka Açıklık Oranı	21%			
Piyasa Değeri, mn TL	30,920			
Firma Değeri, mn TL	34,903			
Finansal Veriler	2021	2022	2023F	2024F
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,484	2,662	4,247	7,905
FAVÖK, mn TL	1,064	1,818	2,709	5,160
Net Kâr, mn TL	5,307	18,436	25,844	37,797
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	4,790	3,479	700	-1,500
Net Borç/FAVÖK	4.5	1.9	0.3	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	71.7%	68.3%	63.8%	65.3%
Net Marj	357.7%	692.6%	608.5%	478.1%
Temettü Verimi	-	-	0.6%	5.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	34.2%	79.4%	59.6%	86.1%
FAVÖK, y/y	79.0%	70.9%	49.0%	90.5%
Net Kâr, y/y	1711.2%	247.4%	40.2%	46.3%
Değerleme Verisi	2021	2022	2023F	2024F
F/K	0.7	0.5	1.2	0.8
FD/FAVÖK	9.7	7.9	12.3	6.0
FD/Ciro	6.9	5.4	7.9	3.9
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	22.2%	70.5%	271.2%	62.5%
BİST-100 Relatif	14.8%	19.5%	47.6%	9.0%
AOİH, mn TL	93	90	78	76



Piyasa verileri 27 Eylül 2023 tarihli dir.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

İÇİNDEKİLER

YATIRIM TEMASI	3
RİSKLER.....	8
Yukarı Yönlü Riskler	8
Aşağı Yönlü Riskler	8
DEĞERLEME	9
Aktif Bazlı Değerleme Yöntemi.....	10
Tarihsel NAD İskontosu	11
Benzer Şirketler Analizi	12
PROFORMA FİNANSALLAR.....	13
TORUNLAR GYO	14
Tanıtıcı Bilgi	14
Gayrimenkul Portföyü	14
Otel Portföyüne İlişkin Projeksiyonlar ve Değerleme.....	15
AVM Portföyüne İlişkin Projeksiyonlar ve Değerleme.....	16
Ofis Portföyüne İlişkin Projeksiyonlar ve Değerleme	17
Diğer gayrimenkullerin değerlemesi	18
İştirakler.....	18
Ortaklık yapısı	18

YATIRIM TEMASI**Operasyonel varlıklardan elde edilen güçlü tekrarlayan gelir**

Torunlar GYO'nun tekrarlayan gelirleri (oteller, alışveriş merkezleri ve ofisler) 2022 yılında 2,08 milyar TL'ye yükselmiş ve 2019-2022 döneminde %40'lık bir YBBO ile aynı dönemdeki %32'lik yıllık ortalama enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu, perakende fiyatlarındaki reel büyümeyi yansıtan alışveriş merkezlerindeki ciro kiralari ve yüksek doluluk oranlarına sahip iyi konumlandırılmış bir varlık portföyü neticesinde gerçekleşti. Şirket'in tekrarlayan gelirlerinin 2023 yılında 3,3 milyar TL olan yönetim beklentisinin %10 üzerinde 3,6 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Şirket'in 2022-2027 yılları arasında kira ve otel gelirlerinde %49 YBBO elde etmesini bekliyoruz. Kira gelirlerindeki son toparlanmaya rağmen, uzun vadeli TÜFE'ye bağlı sözleşme koşulları, özellikle 12 aylık ortalama TÜFE'ye doğrudan bağlı olan ofisler için eski kiracılar ile piyasa fiyatları arasındaki fiyat farkını artırmaktadır. Bu nedenle, i) 5. ve 10. yıllarda beklenen sözleşme yenilemeleri ve ii) TÜFE'nin üzerinde artan perakende fiyatları göz önüne alındığında, enflasyonun üzerinde kira büyümesi yukarı yönlü risk görüyoruz. 2014'te faaliyete geçen Mall of İstanbul'da önümüzdeki yıl önemli oranda kira sözleşmesi yenilemeleri gerçekleşmesi muhtemel. Torun Tower'ın kira sözleşmesi de Kasım 2024'te sona ermektedir.

Yüksek kaliteli konut portföyü orta vadede kârlılığı ve nakit üretimini destekleyecektir:

Torunlar GYO, 2019-2022 yılları arasında gelirlerinin %69'unu kira ve otel gelirlerinden elde ederken, konut ve ofis satışları toplam gelirlerin yalnızca %31'ini oluşturmuştur. Konut ve ofis satışlarının 2023-2027 yılları arasında toplam gelirin %33'ünü oluşturmasını bekliyoruz. Beklenen konut ve ofis satışları 5. Levent - 2. faz ve Torun Center'daki konutlardan oluşmaktadır. Şirketin Torun Center'da 2017 yılından bu yana satılmamış 298 adet konut stoku bulunmaktadır. Şirket, 110 üniteyi Embassy Suites by Hilton adı altında otele dönüştüreceğini açıklamıştır. Torun Center'daki konut satışlarının yavaş ilerlemesi, büyük olasılıkla Şirket'in konutları gerçeğe uygun değer varsayımlarının altında satmamayı tercih etmesinden kaynaklanmaktadır. Şirketin sağlıklı bilançosu, nakit akışı profili ve kısa vadeli sınırlı yatırım harcaması ihtiyacı, konut satışlarının hızlı bir şekilde gerçekleşmesini gerektirmemektedir.

Hızla azalan borçluluk, ortadan kalkan kur riski ve güçlü nakit akışı daha düşük bir NAD iskontosunu hak ediyor.

Torunlar GYO hisseleri son 5 yıllık dönemde NAD'ine göre ortalama %56 iskonto ile işlem görmekte. Şirketin güçlü nakit yaratma kapasitesi, azalan borçluluğu, iyi konumlandırılmış varlık portföyü ve kur riskine maruz kalmaması nedeniyle ileriye dönük olarak daha düşük bir NAV iskontosunu hak ettiğini düşünüyoruz. Şirket yılda bir kez yeniden değerlendirme çalışması yaptığından yüksek enflasyon da son dönemde NAV iskontolarını yapay olarak daraltmıştır. Şirketin Düzeltilmiş Net Borç/FAVÖK oranı 2019'daki 7,14x seviyesinden 2Ç23'te 1,79x seviyesine gerilerken, döviz pozisyonu 2019'daki 341mn ABD\$ kısa pozisyonundan 10mn ABD\$ uzun pozisyona dönmüştür. Bu nedenle, iyileşen finansal kaldıraç, kur riski ve sağlam bir tekrarlayan gelir akışı sayesinde NAV iskontosunun ileriye dönük olarak daralması gerektiğini düşünüyoruz. Ayrıca, Şirket'in Paşabahçe Projesi ve 5. Levent - 2. Faz dışında büyük bir yatırım planı olmadığı için bu faktörlerin orta vadede artan temettü ödemesine imkân izin vermesini bekliyoruz.

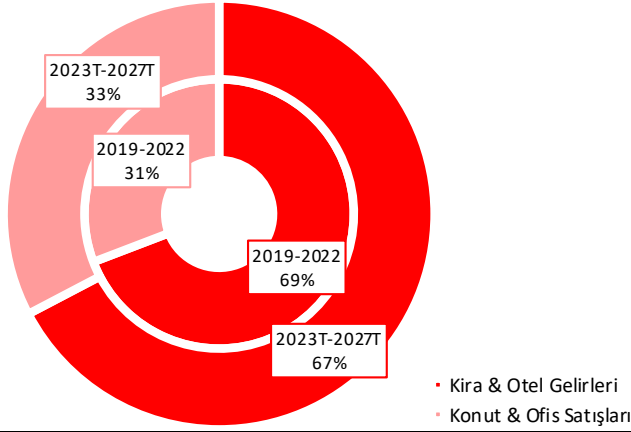
Temettü hissesi olmaya hazırlanıyor.

Torunlar GYO, dağıtılabilir gelirin %50'sini dağıtmayı hedeflemektedir. Şirket 2023 yılında Net Karının (Yeniden Değerleme Kazançları hariç) %6,3'ünü dağıtmıştır. Şirket 2024 yılı sonunda net nakit pozisyonuna geçmeyi öngörüyor. Kısa vadede pozitif finansal gelire izin veren uygun borç maliyeti ve belirtilen diğer faktörler neticesinde şirketin 1Ç24 sonunda net nakit pozisyonuna sahip olacağını öngörüyoruz. 2023 net karından (yeniden değerlendirme gelirleri hariç) %30'luk bir dağıtım oranı öngörüyoruz. i) güçlü nakit üretimi, ii) iyileşen finansal pozisyon ve iii) konut portföyünün beklenen kademeli satışı göz önüne alındığında daha yüksek temettü dağıtımı da olası. Bu durum, özellikle Paşabahçe projesi olmak üzere Şirket'in yatırım harcaması takvimine, konut satışlarının hızına ve Şirket'in öngördüğü optimal borç/özkaynak oranına bağlı olacaktır. Yükselen faiz oranları göz önüne alındığında, Şirket'in kısa vadede özkaynak finansmanı kullanmaya daha istekli olacağını düşünüyoruz.

Şirketin benzerlerine göre yüksek iskonto ile işlem gördüğünü düşünüyoruz.

Torunlar GYO, daha iyi bir bilanço yapısı, daha kaliteli net kâr ve nakit akışı profiline rağmen, yurt içi benzerlerine göre düzeltilmiş F/K ve PD/DD açısından %28,9 ve %26,6 gibi yüksek bir iskonto ile işlem görmektedir. Ayrıca, değerlendirme raporlarında kullanılan varsayımlarının sektör için standart olmadığını ve değerlendirme uzmanının yaklaşımına bağlı olarak anlamlı bir şekilde farklılaşma eğiliminde olduğunu belirtmek isteriz. Torunlar GYO'nun son değerlendirme raporlarındaki (2022 sonu) mevcut değerlendirme ve varsayımların görece muhafazakâr olduğunu düşünüyoruz. Şirket, son değerlendirme raporuna göre 30,9 milyar TL değer biçilen operasyonel varlıklarından 2023 yılında 3,3 milyar TL tekrarlayan gelir elde etmeyi planlamaktadır.

Gelir kırılımı



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Şirket

Tarihsel NAD iskontosu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Benzer şirketler analizi

Benzer Şirketler Analizi:	Hisse Kodu:	Düz. Net Borç*	Standardize F/K**:	Standardize PD/DD**:
Atakule GYO:	AGYO	(0.96 x)	1.60 x	1.06 x
Akmerkez GYO:	AKMGY	(0.71 x)	3.74 x	1.51 x
Akis GYO:	AKSGY	3.66 x	3.52 x	0.99 x
Alarko GYO:	ALGYO	(3.24 x)	2.28 x	1.09 x
Deniz GYO:	DZGYO	(3.17 x)	3.21 x	1.36 x
İs GYO:	ISGYO	8.08 x	2.71 x	1.62 x
Kiler GYO:	KLGYO	31.65 x	1.74 x	0.85 x
Kizilbuk GYO:	KZBGY	n.m.	2.07 x	1.21 x
Marti GYO:	MRGYO	44.20 x	2.11 x	0.65 x
Mistral GYO:	MSGYO	(4.03 x)	1.67 x	1.02 x
Nurol GYO:	NUGYO	1.22 x	3.81 x	2.06 x
Ozderici GYO:	OZGYO	0.18 x	1.11 x	0.62 x
Ozak GYO:	OZKGY	(1.47 x)	1.62 x	0.67 x
Panora GYO:	PAGYO	(1.25 x)	1.82 x	1.17 x
Pera GYO:	PEGYO	n.m.	2.03 x	1.67 x
Reysas GYO:	RYGYO	2.33 x	1.50 x	0.97 x
Seker GYO:	SEGYO	4.93 x	2.83 x	1.58 x
Sinpas GYO:	SNGYO	n.m.	1.15 x	0.54 x
Servet GYO:	SRVGY	1.76 x	4.08 x	2.07 x
T.S.K.B. GYO:	TSGYO	(1.99 x)	2.61 x	1.79 x
Vakif GYO:	VKGYO	1.46 x	3.34 x	1.30 x
Yeni Gimat GYO:	YGGYO	(1.43 x)	3.04 x	1.65 x
Ziraat GYO:	ZRGYO	7.65 x	2.25 x	1.25 x

Torunlar GYO: TRGYO 1.79 x 1.60 x 0.89 x

Piyasa Medyanı: 2.25 x 1.21 x

Benzer Şirketler Medyanına Göre Prim / (İskonto) (28.9%) (26.6%)

* Ertenilmiş gelir dahil edilmştir.

** S12A. 2023 ara dönem değerleme etkileri çıkarılarak standardize edilmştir.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT

2Y23 ile 2026 arasında 6,5 milyar TL yatırım planlanıyor.

Şirket yönetimi, Torun Center, Karaköy Otel, 5. Levent - 2. Etap ve Paşabahçe Projesi'ndeki geliştirme çalışmaları için toplam 6,5 milyar TL yatırım planlamıştır. Faz, MOA Otel ve Paşabahçe Projesi için toplam 6 milyar TL yatırım planlamıştır. Güçlü nakit üretimi ve 2024 yılına kadar beklenen net nakit pozisyonu göz önüne alındığında, Şirket bu yatırımları öz kaynakla finanse edebilir.

Paşabahçe Projesi, satın alma değerine göre derin bir iskonto ile değerlendirilmiştir.

Torunlar GYO, Paşabahçe'deki 70,6 bin m²'lik araziye 2012 yılında 355 milyon TL'ye satın aldı. Bu ortalama 1,80 ABD\$/TL paritesinden yaklaşık 197 milyon ABD\$ satın alma değerine işaret ediyor. Proje, 2022 yılı ekspertiz raporuna göre 2,7 milyar TL ve ortalama 21,42 ABD\$/TL paritesiyle yaklaşık 126 milyon ABD\$ değerindedir. Aynı değerlendirme raporunda arazinin tek başına 1,8 milyar TL (yaklaşık 84 milyon ABD\$) değerinde olduğunu belirtmek isteriz. Projenin değerlendirilmesi metrekare başına 38,2 bin TL (metrekare başına yaklaşık 1,78 bin ABD\$) değerlemeye işaret ederken, arsa tek başına metrekare başına 25,5 bin TL (metrekare başına 1,19 bin ABD\$) olarak değerlendirilmiştir. Değerlemeyi muhafazakâr bulmamıza rağmen, bu projenin uzun süredir devam etmekte olduğu göz önünde bulundurulduğunda, bu varlığın mevcut değerlemesini NAD öngörülerimizde kullandık.

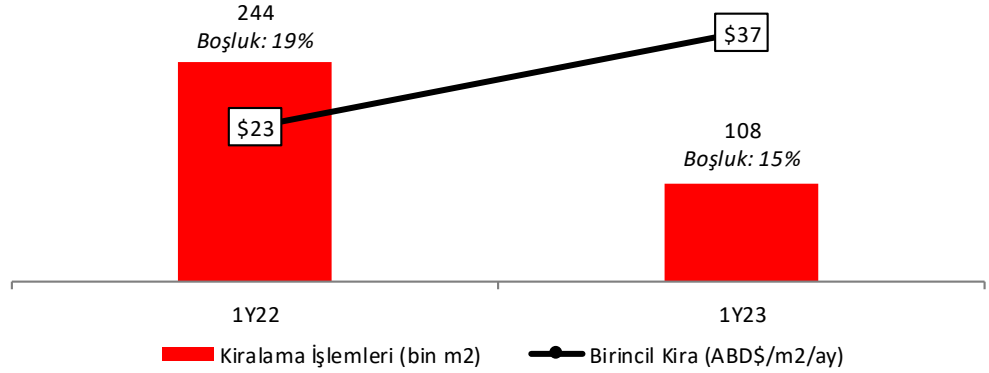
Torun Center'daki 110 daire Embassy Suites by Hilton'a dönüştürülüyor.

Torunlar GYO, Torun Center'da 2017 yılından bu yana satılamayan 298 adet konut stokuna sahiptir. Şirket, 110 konutu Embassy Suites by Hilton adı altında otele dönüştüreceğini açıklamıştır. Embassy Suites'in Ortalama Günlük Fiyatlarının Hilton-MOI'nin biraz üzerinde olması beklenmektedir. Torun Center'da kalan konutların ise kademeli olarak satılması beklenmektedir. Otel projesinin, Torun Center'daki diğer varlıklar için bir sinerji yaratmasını ve potansiyel olarak daha iyi değerlendirilmesini de muhtemel öngörüyoruz.

Depreme dayanıklı binaların sınırlı arzı göz önüne alındığında, birinci sınıf ofis kiralari ABD\$ bazında tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaştı.

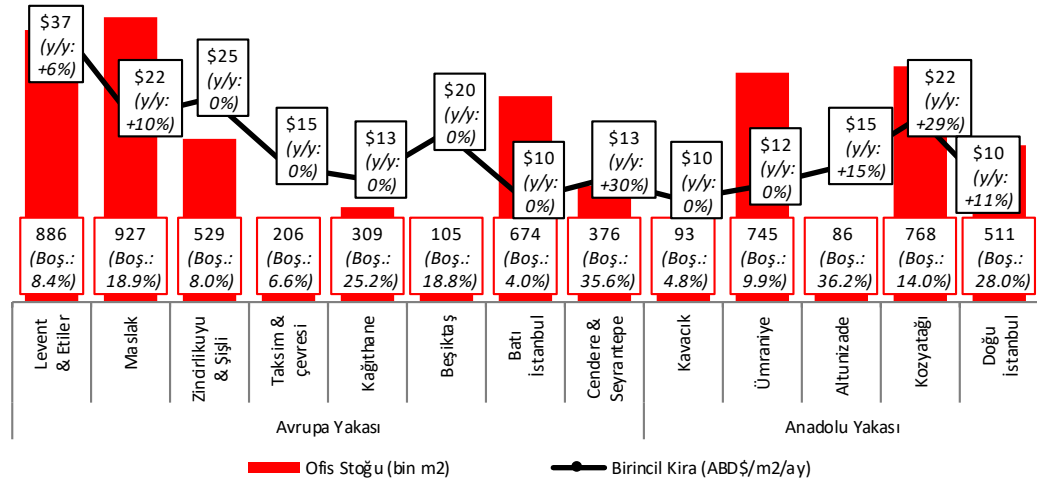
Açıklanan ofis kiralama işlemleri 1Y23'te bir önceki yıla göre %56 düşüş göstererek 108 bin m² olarak gerçekleşti. Boşluk oranları, sabit ofis stoku ve devam eden projelerdeki yavaş ilerleme nedeniyle 1Y22'deki %19 seviyesinden 1Y23'te %15'e geriledi. Sonuç olarak, İstanbul'daki premium bölge kiralari, 1Y23'te bir önceki yılın aynı dönemine göre %60 artarak 37 ABD\$/metrekare/ay'a yükseldi ve ofis piyasası için tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştı. Torunlar GYO'nun en önemli ofis gayrimenkulleri Zincirlikuyu & Şişli bölgesinde yer almaktadır.

İşlemler ve boşluk oranları



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Cushman & Wakefield

İstanbul ofis pazarı

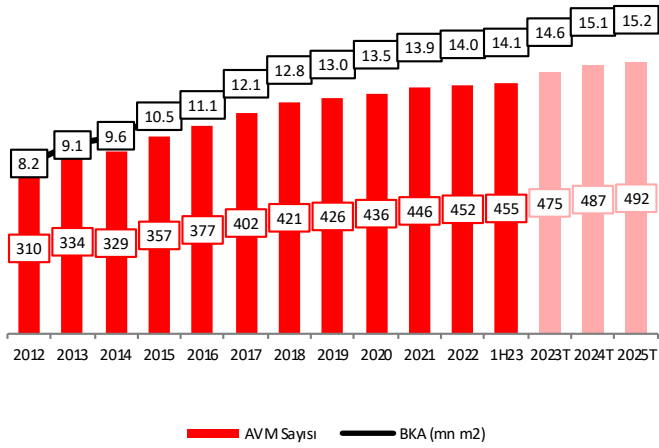


Kaynak: AK Yatırım Araştırma, Cushman & Wakefield

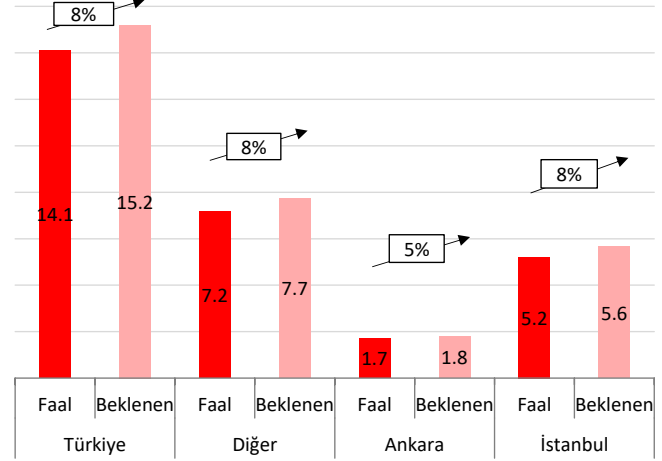
AVM arzının sınırlı kalması bekleniyor.

Türkiye'deki alışveriş merkezlerinde kiralanabilir alanlar 1Y23'te 14,1 milyon m2 'ye ulaşmıştır ve 2023 sonunda 14,6 milyon m2 'ye ulaşması beklenmektedir. 2025 projeksiyonları kiralanabilir alanlarda %2'lik bir YBBO'ya işaret etmektedir. Bu durum, sektörün sınırlı uzun vadeli finansman opsiyonları ve genel borç yükü göz önüne alındığında, ileriye dönük çok sınırlı bir arz anlamına gelmektedir. Özellikle sektörün yüksek borçluluğu, şirket için uygun koşullarda satın alma fırsatları da sağlayabilir. İstanbul, Türkiye'deki toplam GLA'nın %37,0'ını oluşturmaktadır. Genel olarak, Türkiye'de bin kişi başına düşen GLA 165'tir. Bu rakam İstanbul'da 328 m²'ye, Ankara'da 296 m²'ye çıkarken, Türkiye'nin geri kalanında 113 m²'dir.

AVM istatistikleri



Devam eden projeler sonrası beklenen BKA'lar



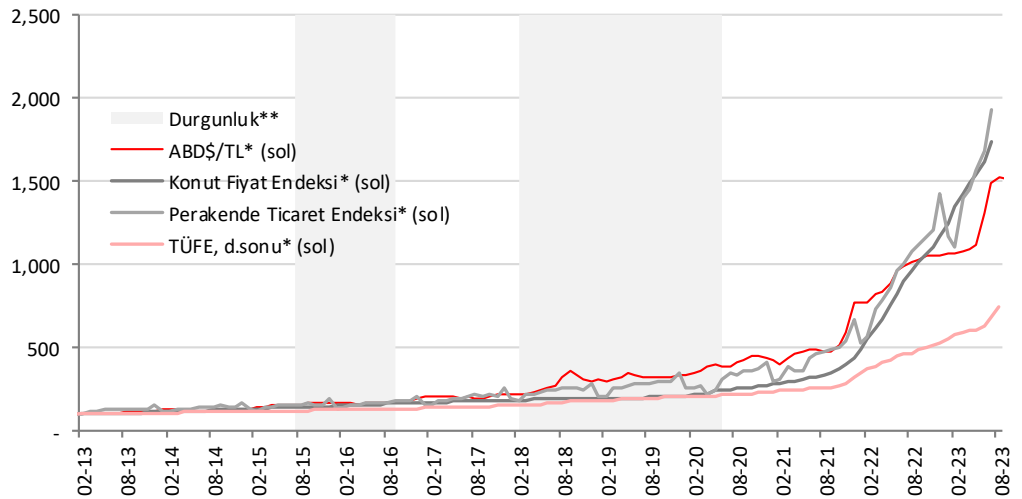
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, GYODER

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, GYODER

Perakende ticaret ve konut fiyatları tarihsel olarak ABD\$/TL'ye ayak uyduruyor.

GYO performansları için iki önemli gösterge olan perakende ticaret ve konut fiyat endeksi tarihsel olarak ABD\$/TL'ye ayak uydurmuş ve TÜFE'nin üzerinde seyretmiştir. Bu ilişkinin orta vadede de devam etmesini bekliyoruz.

ABD\$/TL ve TÜFE karşısında perakende ticaret ve konut fiyat endeksleri



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, TÜİK, TCMB, St. Louis Fed

RİSKLER

Yukarı Yönlü Riskler

- Kira bedelleri her beş-on yılda bir piyasa rayicine göre yeniden düzenlenebiliyor.
- İstanbul'un yakın coğrafyada artan önemi, daha fazla şirket ve turisti Türkiye'nin kalbine çekebilir.
- Türkiye'deki AVM arzının, sektörün finansman sorunları ve genel borç problemi nedeniyle çok sınırlı kalması muhtemeldir. Bu durum, uygun koşullarda satın alma fırsatları da sağlayabilir.
- İstanbul'un seçkin lokasyonlarında ofis kiralari pandemi öncesi seviyeleri yakalıyor.
- Artan genç nüfusun harcama alışkanlıkları, perakendecilerin cirolarını artırmasını sağlayarak alışveriş merkezi sahibi GYO'lar için daha yüksek kira gelirleri elde edilmesini sağlamaktadır.

Aşağı Yönlü Riskler

- İstanbul Deprem bölgesindedir.
- Sıkı para politikaları ve güçlü baz hane halkı harcamalarını sekteye uğratabilir.
- Jeopolitik gerilimler ve salgın hastalıklar turizm faaliyetlerine zarar verebilir.
- Kira sözleşmelerine ilişkin potansiyel olarak olumsuz düzenlemeler gündeme gelebilir.

DEĞERLEME

Torunlar GYO'yu "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ve %77,9 getiri potansiyeline işaret eden hisse başına 55TL hedef fiyat ile takip listemize ekliyoruz.

Şirket değerlemesinde Varlık Bazlı NAD Analizi kullandık.

Değerleme özeti

Değerleme Özeti:	Ağırlık (%)	Hesaplanan Özsermaye Değeri: (mn TL)	No of Shares:	Hesaplanan Hisse Fiyatı: (TL)
Aktif Bazlı Değerleme Yöntemi:		NAD (mn TL):		NAD İskontosu:
NAD Analizi	100.0%	62,033	30.0%	43,423*
12A Hedef Fiyat*:			1,000	55.00*
Güncel:			1,000	30.92
12A Getiri Potansiyeli*:				77.9%*

* 12 ay vadelidir. En yakın tam sayıya yuvarlanmıştır.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

AOSM Varsayımları

AOSM'yi projeksiyon dönemi için %26,4, uç dönem için %18,2 olarak hesapladık.

Projeksiyon dönemi/Uç dönem için Borçlanma Maliyeti'ni %26,0 / %16,5 ve Özsermaye Maliyeti'ni %26,5 / %18,5 olarak hesapladık.

Sermaye maliyeti

AOSM	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Uç
Risksiz Getiri Oranı	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	13.0%
Hisse Senedi Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye Maliyeti	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	18.5%
Borçlanma Maliyeti, Vergi Öncesi	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	16.5%
Etkin Vergi Oranı	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Borçlanma Maliyeti, Vergi Sonrası	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	16.5%
Borç/Kaynak	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
AOSM	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	18.2%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Aktif Bazlı Değerleme Yöntemi

Şirket makul değerine göre derin iskontolu durumdadır.

Hisse değerini belirlerken muhafazakar tarafta olmak için %30'luk bir NAD iskontosu kullanırken, hızlı borçsuzlaşma trendi ve ihmal edilebilir kur riskinin daha düşük bir NAD iskontosunu hak ettiğini düşünüyoruz. NAD analizimiz, TRGYO hisselerinin NAD hesaplamamıza göre yaklaşık %50 ve makul değerine göre %28,8 iskontolu olduğunu göstermektedir (NAD hesaplamamıza %30 iskonto uyguladıktan sonra).

NAD analizi

NAD Analizi:	Kapasite:	Değerleme Yöntemi:	Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:				Kapasite Başına Makul Değer:	Makul Değer (mn TL):
			FY24	FY25	FY26	Uç		
Oteller:	402 oda	İNA	6.4%	14.9%	19.7%	9.8%	12 mn TL/oda	4,699
Hilton MOI:	199 oda	İNA					14 mn TL/oda	2,839
Hilton Torun Center*:	110 oda	İNA					13 mn TL/oda	1,467
Karaköy Hotel*:	93 oda	İNA					4 mn TL/oda	393
AVM'ler:	405.10 bin m2	İNA	8.1%	13.1%	17.1%	9.1%	95 bin TL/m2	38,466
MOI:	158.51 bin m2	İNA					118 bin TL/m2	18,707
MOA:	43.71 bin m2	İNA					99 bin TL/m2	4,318
Deepo:	21.59 bin m2	İNA					146 bin TL/m2	3,158
Korupark:	71.35 bin m2	İNA					112 bin TL/m2	7,968
Torium:	88.85 bin m2	İNA					36 bin TL/m2	3,159
Zafer Plaza:	21.09 bin m2	İNA					55 bin TL/m2	1,156
Ofisler:	118.25 bin m2	İNA	7.9%	12.6%	16.2%	9.1%	95 bin TL/m2	11,189
Torun Tower:	66.29 bin m2	İNA					66 bin TL/m2	4,391
Torun Center Office & Commercial Units:	51.97 bin m2	İNA					131 bin TL/m2	6,798
Diğer:	Ekspertiz Değeri (dönem farklarına göre düzeltilmiş)							16,106
(+) Toplam Gayrimenkul Portföyü:								70,460
(+) İştirakler:	Hisse Değeri							2,197
Yeni Gimat GYO (YGGYO)	Pay: 14.83%	Piyasa Değeri						1,449
Netsel Marina	Pay: 44.60%	22 Ekspertiz Değeri * (1+Özserm. Mal.) ^ (3/4)						571
Bulvar Samsun Mall	Pay: 40.00%	22 Ekspertiz Değeri * (1+Özserm. Mal.) ^ (3/4)						177
(-) Düzeltilmiş Net Borç****:	Defter Değeri**							(3,983)
(-) Genel Operasyonel Giderlerin Bugünkü Değeri:								(6,642)
Net Aktif Değeri:								62,033
Piyasa Değeri:								30,920
PD/NAD:								0.50 x
Güncel NAD İskontosu:								50.2%
Uygulanan NAD İskontosu:								30.0%
Hesaplanan Özsermaye Değeri:								43,423
Pay Adedi								1,000
12A Hedef Fiyat (TL/pay):								43.42
Güncel Fiyat (TL/pay):								30.92
Makul Değerine Göre Prim / (İskonto):								(28.8%)

* Planlanan kapasite

** Defter değerinin piyasa değerine yakınsadığı varsayılmıştır

*** 10 Temmuz 2023 tarihinde 18,7 mn TL bedelle satın alınmıştır

**** Ertelenmiş gelir borç olarak dahil edilmiştir

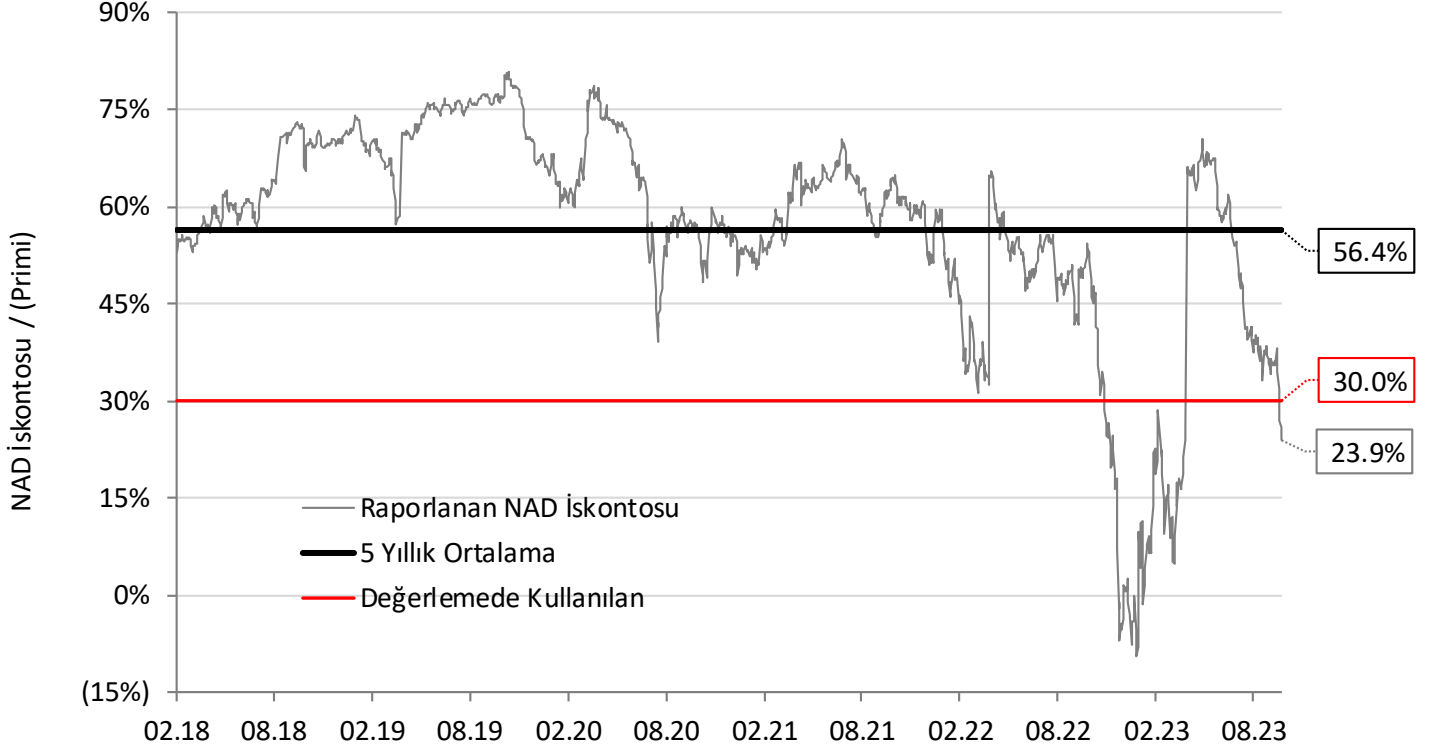
Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Tarihsel NAD İskontosu

TRGYO son 5 yıldır ortalama NAD %56,4 iskontosu ile işlem görmektedir.

Hızlı borçsuzlaşma ve ihmal edilebilir kur riskinin daha düşük bir NAD iskontosunu hak edeceğini düşünmekle beraber %30 NAD iskontosu kullandık.

Tarihsel NAD iskontosu



Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Benzer Şirketler Analizi

Torunlar GYO'yu Standardize F/K ve Standardize PD/DD çarpanları açısından benzer şirketler ile karşılaştırdık. TRGYO hisselerinin hem Standardize F/K hem de Standardize PD/DD katsayılarında benzerlerine göre önemli iskontolarla işlem gördüğünü gözlemledik. Standardize F/K için emsal medyanı 2,25x iken TRGYO hisseleri 1,60x'ten işlem görmektedir. Benzer şekilde, Standardize F/K için benzer şirketler medyanı 1,21x iken TRGYO hisseleri 0,89x'ten işlem görmektedir.

Gayrimenkullerini ara dönemlerde yeniden değerleyen GYO'ları değerlemeyenlerle karşılaştırmak için 2023 yılında raporlanan ara dönem yeniden değerlendirme kazançlarını/(kayıplarını) gelir tabloları ve bilançolardan rakamlarından temizledik.

Benzer şirketler analizi

Benzer Şirketler Analizi:	Hisse Kodu:	PD: (mn TL)	GM Portföyü / Aktif Toplamı (%)	Düz. Net Borç* / FAVÖK (x)	Std. DD** (mn TL)	Std. Net Kar** (mn TL)	Std. F/K** (x)	Std. PD/DD** (x)
Atakule GYO:	AGYO	1,920	95.7%	(0.96 x)	1,804	1,197	1.60 x	1.06 x
Akmerkez GYO:	AKMGY	4,941	94.9%	(0.71 x)	3,278	1,320	3.74 x	1.51 x
Akis GYO:	AKSGY	9,660	91.1%	3.66 x	9,744	2,746	3.52 x	0.99 x
Alarko GYO:	ALGYO	6,642	80.8%	(3.24 x)	6,109	2,911	2.28 x	1.09 x
Deniz GYO:	DZGYO	1,980	38.8%	(3.17 x)	1,458	616	3.21 x	1.36 x
Is GYO:	ISGYO	23,087	78.6%	8.08 x	14,270	8,526	2.71 x	1.62 x
Kiler GYO:	KLGYO	5,078	36.2%	31.65 x	6,003	2,910	1.74 x	0.85 x
Kizilbuk GYO:	KZBGY	6,522	70.5%	n.m.	5,398	3,145	2.07 x	1.21 x
Marti GYO:	MRGYO	2,993	97.1%	44.20 x	4,628	1,419	2.11 x	0.65 x
Mistral GYO:	MSGYO	1,314	73.5%	(4.03 x)	1,285	785	1.67 x	1.02 x
Nurol GYO:	NUGYO	2,723	81.0%	1.22 x	1,319	715	3.81 x	2.06 x
Ozderici GYO:	OZGYO	1,445	86.6%	0.18 x	2,337	1,302	1.11 x	0.62 x
Ozak GYO:	OZKGY	13,701	54.6%	(1.47 x)	20,596	8,444	1.62 x	0.67 x
Panora GYO:	PAGYO	3,506	91.4%	(1.25 x)	3,007	1,928	1.82 x	1.17 x
Pera GYO:	PEGYO	1,079	67.7%	n.m.	648	531	2.03 x	1.67 x
Reysas GYO:	RYGYO	13,070	83.4%	2.33 x	13,538	8,711	1.50 x	0.97 x
Seker GYO:	SEGYO	3,645	85.5%	4.93 x	2,314	1,290	2.83 x	1.58 x
Sinpas GYO:	SNGYO	5,160	71.0%	n.m.	9,525	4,502	1.15 x	0.54 x
Servet GYO:	SRVGY	15,912	93.1%	1.76 x	7,670	3,900	4.08 x	2.07 x
T.S.K.B. GYO:	TSGYO	4,277	97.6%	(1.99 x)	2,385	1,638	2.61 x	1.79 x
Vakif GYO:	VKGYO	7,139	38.6%	1.46 x	5,472	2,139	3.34 x	1.30 x
Yeni Gimat GYO:	YGGYO	9,774	76.9%	(1.43 x)	5,912	3,216	3.04 x	1.65 x
Ziraat GYO:	ZRGYO	24,876	90.6%	7.65 x	19,833	11,065	2.25 x	1.25 x

Torunlar GYO:	TRGYO	30,920	82.4%	1.79 x	34,811	19,335	1.60 x	0.89 x
---------------	-------	--------	-------	--------	--------	--------	--------	--------

Piyasa Medyanı:							2.25 x	1.21 x
-----------------	--	--	--	--	--	--	--------	--------

Benzer Şirketler Medyanına Göre Prim / (İskonto)							(28.9%)	(26.6%)
--	--	--	--	--	--	--	---------	---------

* Ertelenmiş gelir dahil edilmiştir.

** S12A. 2023 ara dönem değerlendirme etkileri çıkarılarak standardize edilmiştir.

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

PROFORMA FİNANSALLAR

Proforma finansallar

Özet Konsolide Gelir Tablosu:	Birim	Geçmiş:			Projeksiyon:		
		FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
(+) Hasılat:	mn TL	1,106	1,484	2,662	4,247	7,905	14,913
Otel:	mn TL	4	58	164	272	507	1,209
AVM:	mn TL	462	745	1,725	2,967	4,450	7,176
Ofis:	mn TL	112	125	177	408	947	1,528
Diğer:	mn TL	528	556	595	600	2,000	5,000
(-) Varlık Düzeyinde Giderler:	mn TL	(430)	(308)	(632)	(1,198)	(2,192)	(4,239)
Otel:	mn TL	(2)	(22)	(67)	(109)	(208)	(508)
AVM:	mn TL	(132)	(162)	(480)	(890)	(1,335)	(2,153)
Ofis:	mn TL	(4)	(4)	(8)	(24)	(66)	(122)
Diğer:	mn TL	(292)	(120)	(77)	(175)	(582)	(1,456)
Net Operasyonel Gelir:	mn TL	676	1,176	2,030	3,049	5,713	10,675
(-) Genel Operasyonel Giderler:	mn TL	(83)	(129)	(235)	(382)	(632)	(1,119)
Operasyonel Kar (FVÖK):	mn TL	593	1,047	1,795	2,667	5,081	9,556
(+) Amortisman:	mn TL	2	17	24	42	79	149
FAVÖK:	mn TL	595	1,064	1,818	2,709	5,160	9,705
(+/-) Finansal Gelir / (Gider):	mn TL	(1,044)	(1,332)	(926)	(277)	(150)	100
(+/-) Diğer Gelir / (Gider):	mn TL	744	5,592	17,570	23,456	32,868	27,381
(+/-) Değerleme Kazançları / (Kayıpları):	mn TL	744	5,448	17,014	22,757	32,169	26,682
(+/-) Vergi Geliri / (Gideri):	mn TL	-	-	(2)	(1)	(2)	(2)
(-/+) Azınlık Payı:	mn TL	-	-	-	-	-	-
Net Kar:	mn TL	293	5,307	18,436	25,844	37,797	37,036
Düzeltilmiş Net Kar (Değerleme Etkisi Hariç):	mn TL	(451)	(142)	1,422	3,087	5,628	10,353
Kar Payı Ödemesi:	mn TL	-	-	-	200	1,688	3,106
Hasılat Büyümesi:	%	11.6%	34.2%	79.4%	59.6%	86.1%	88.7%
Net Operasyonel Gelir Büyümesi:	%	(1.0%)	73.9%	72.7%	50.2%	87.4%	86.8%
FVÖK Büyümesi:	%	(2.1%)	76.7%	71.4%	48.6%	90.5%	88.1%
FAVÖK Büyümesi:	%	(2.0%)	79.0%	70.9%	49.0%	90.5%	88.1%
Düzeltilmiş Net Kar Büyümesi:	%	410.4%	(68.6%)	n.m.	117.0%	82.3%	84.0%
Kar Payı Büyümesi:	%	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	745.2%	84.0%
Net Operasyonel Gelir Marjı:	%	61.1%	79.2%	76.3%	71.8%	72.3%	71.6%
Genel Operasyonel Gider Marjı:	%	7.5%	8.7%	8.8%	9.0%	8.0%	7.5%
FVÖK Marjı:	%	53.6%	70.6%	67.4%	62.8%	64.3%	64.1%
Operasyonel Kaldıraç:	%	(11.0%)	120.3%	63.4%	55.0%	66.0%	63.9%
Amortisman Marjı:	%	0.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
FAVÖK Marjı:	%	53.8%	71.7%	68.3%	63.8%	65.3%	65.1%
Düzeltilmiş Net Marj:	%	(40.8%)	(9.5%)	53.4%	72.7%	71.2%	69.4%
Temettü Oranı (Düzeltilmiş Net Kar'a Göre):	%	-	-	-	6.5%	30.0%	30.0%
Özkaynak Karlılığı (Düzeltilmiş NK'ya Göre):	%	n.m.	n.m.	4.2%	4.9%	5.4%	7.3%
Toplam Sermaye Karlılığı (FVÖK / Net Borç & Özkaynak):	%	4.5%	5.4%	4.7%	4.1%	4.8%	7.0%

Özet Bilanço:	Birim:	Geçmiş:			Projeksiyon:		
		FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
(+/-) Düzeltilmiş Net Nakit / (Borç)*:	mn TL	(4,527)	(4,956)	(4,320)	(2,721)	(5)	5,467
(+/-) Ticari Alacak / (Borç):	mn TL	32	57	458	849	869	1,639
(+) Stoklar:	mn TL	923	777	904	678	508	381
(+) Gayrimenkul Yatırımları:	mn TL	11,737	17,243	34,236	56,993	89,162	115,844
(+) Maddi Duran Varlıklar:	mn TL	346	754	1,537	4,685	10,919	14,270
(+/-) Diğer Varlıklar / (Yükümlülükler):	mn TL	258	643	980	2,145	3,598	4,879
TOPLAM VARLIKLAR / (YÜKÜMLÜLÜKLER):	mn TL	8,770	14,519	33,795	62,630	105,051	142,481
TOPLAM ÖZKAYNAK:	mn TL	8,770	14,519	33,795	62,630	105,051	142,481
İşl. Serm. / Hasılat:	%	2.9%	3.8%	17.2%	20.0%	11.0%	11.0%
Δ İşl. Serm. / Δ Hasılat:	%	37.0%	6.4%	34.0%	24.7%	0.5%	11.0%
Değerleme Kazancı / Başlangıç GM Portföyü:	%	6.6%	46.4%	98.7%	66.5%	56.4%	29.9%
Düzeltilmiş Net Borç* / FAVÖK:	x	7.61 x	4.66 x	2.38 x	1.00 x	0.00 x	(0.56 x)

* Ertelenmiş gelir borç olarak dahil edilmştir

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

TORUNLAR GYO

Tanıtıcı Bilgi

Torunlar GYO, 1996 yılında bir inşaat şirketi olarak kurulmuş, 2008 yılında GYO'ya dönüştürülmüştür. Şirket, Ekim 2010'da BIST'e kote olmuştur. Ana hissedar Torun Ailesi'dir. Şirketin merkezi Beykoz/İstanbul'dadır. Torunlar GYO perakende, konut, eğlence ve ofis amaçlı gayrimenkul geliştirme projelerine yatırım yapmakta ve işletmektedir.

Gayrimenkul Portföyü

Torunlar GYO'nun 30 Haziran 2023 itibarıyla ekspertiz değeri 43,25 milyar TL olan arsaları, işletme varlıkları, satılık binaları ve devam eden projeleri bulunmaktadır (Antalya'da yeni satın alınan 21 milyon TL değerindeki arsalar dahil değildir). Son değerlendirme 2022 yılı sonunda yapılmıştır. Şirketin gayrimenkul portföyünü Eylül 2023 itibarıyla 70,46 milyar TL olarak değerlendiriyoruz.

Gayrimenkul portföyü

Gayrimenkul Portföyü:	Kapasite:	Değerleme Yöntemi:	Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:				Kapasite Başına Makul Değer:	Makul Değer (mn TL):
			FY24	FY25	FY26	Uç		
Oteller:	402 oda	İNA	6.4%	14.9%	19.7%	9.8%	12 mn TL/oda	4,699
Hilton MOI:	199 oda	İNA					14 mn TL/oda	2,839
Hilton Torun Center*:	110 oda	İNA					13 mn TL/oda	1,467
Karaköy Hotel*:	93 oda	İNA					4 mn TL/oda	393
AVM'ler:	405.10 bin m2	İNA	8.1%	13.1%	17.1%	9.1%	95 bin TL/m2	38,466
MOI:	158.51 bin m2	İNA					118 bin TL/m2	18,707
MOA:	43.71 bin m2	İNA					99 bin TL/m2	4,318
Deepo:	21.59 bin m2	İNA					146 bin TL/m2	3,158
Korupark:	71.35 bin m2	İNA					112 bin TL/m2	7,968
Torium:	88.85 bin m2	İNA					36 bin TL/m2	3,159
Zafer Plaza:	21.09 bin m2	İNA					55 bin TL/m2	1,156
Ofisler:	118.25 bin m2	İNA	7.9%	12.6%	16.2%	9.1%	95 bin TL/m2	11,189
Torun Tower:	66.29 bin m2	İNA					66 bin TL/m2	4,391
Torun Center Ofis & Ticari Üniteler:	51.97 bin m2	İNA					131 bin TL/m2	6,798
Diğer:		Ekspertiz Değeri (dönem farklarına göre düzeltilmiş)						16,106
Kayabaşı Arsası, İstanbul	45.63 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)					14 bin TL/m2	642
MOI 3. Etap	12.13 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)					22 bin TL/m2	265
Kepez Arsaları, Antalya	m.d.	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						359
Antalya Kepez'de 2 Yeni Arsa***	m.d.	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						27
Torium Yurtları	2 yurt	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						163
Torium Evleri	2 konut	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						5
	2 daire							
MOI	2 ofis	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						203
	12 ticari ünite							
Torun Center Projesi	188 konut	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						3,629
	8 daire							
5. Levent Projesi	50 ticari ünite	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)						770
	17 trafo							
MOI 2. Etap - High Residence	14.53 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)					88 bin TL/m2	1,274
MOI 2. Etap - Ofis & Ticari Üniteler	18.75 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)					43 bin TL/m2	815
5. Levent 2. Etap	43.41 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)					90 bin TL/m2	3,909
Paşabahçe Projesi	70.64 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)					57 bin TL/m2	4,044
Toplam:								70,460

* Planlanan kapasite

** 10 Temmuz 2023 tarihinde 18.7 mn TL bedelle satın alınmıştır

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Otel Portföyüne İlişkin Projeksiyonlar ve Değerleme

Otel portföyünü Eylül 2023 itibarıyla 4,69 milyar TL olarak değerliyoruz.

Otellerin İNA analizi (mevcut ve planlanan)

Otel:	Birim:	Projeksiyon:									
		FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Ortalama Oda Sayısı:	Oda	199	309	402	402	402	402	402	402	402	402
Hilton MOI:	Oda	199	199	199	199	199	199	199	199	199	199
Hilton Torun Center:	Oda	-	110	110	110	110	110	110	110	110	110
Karaköy Otel:	Oda	-	-	93	93	93	93	93	93	93	93
Müsait Oda Başına Hasılat:	TL / Gece / Oda	3,751	5,881	8,247	11,051	13,313	15,094	16,941	18,923	21,050	23,359
Hilton MOI:	TL / Gece / Oda	3,751	5,896	9,663	12,828	15,308	17,083	18,877	20,765	22,841	25,068
Hilton Torun Center:	TL / Gece / Oda	#N/A	5,799	9,351	12,705	15,499	17,938	20,529	23,360	26,553	30,082
Karaköy Otel:	TL / Gece / Oda	#N/A	#N/A	3,896	5,294	6,458	7,474	8,554	9,734	10,707	11,751
Günlük Ortalama Gelir:	TL / Gece / Oda	6,252	9,665	15,586	20,361	23,918	26,693	29,496	32,445	35,690	39,169
Büyüme:	%	72.0%	54.6%	61.3%	30.6%	17.5%	11.6%	10.5%	10.0%	10.0%	9.8%
Hasılat:	mn TL	272	507	1,209	1,622	1,953	2,221	2,486	2,777	3,089	3,437
Varlık Düzeyinde Giderler:	mn TL	(109)	(208)	(508)	(697)	(859)	(999)	(1,119)	(1,249)	(1,390)	(1,547)
Net Operasyonel Gelir:	mn TL	163	299	701	924	1,094	1,221	1,367	1,527	1,699	1,890
Marj:	%	60.0%	59.0%	58.0%	57.0%	56.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
İdame Yatırım Harcamaları:	mn TL	(14)	(25)	(60)	(81)	(98)	(111)	(124)	(139)	(154)	(172)
% Hasılat:	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Büyüme / Geliştirme Yatırım Harcamaları:	mn TL	(191)	(426)	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akışı:	mn TL	(41)	(152)	641	843	996	1,110	1,243	1,388	1,544	1,718
İskonto Dönemi:	#	0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	6.25	7.25	8.25	9.25
AOSM:	%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
Kümülatif İskonto Faktörü:	#	0.9431	0.7459	0.5900	0.4667	0.3692	0.2920	0.2310	0.1827	0.1445	0.1143
İndirgenmiş Nakit Akışları:	mn TL	(10)	(113)	378	394	368	324	287	254	223	196
İNA Toplamı:	mn TL	2,301				İNA Toplamı:			mn TL	2,301	
Uç Büyüme:	%	9.3%				Uç Kapitalizasyon Oranı*:			%	10.0%	
Uç AOSM:	%	18.2%				Uç AOSM:			%	18.2%	
Uç Değer:	mn TL	20,977				Uç Değer:			mn TL	20,652	
İndirgenmiş Uç Değer:	mn TL	2,398				İndirgenmiş Uç Değer:			mn TL	2,360	
Hesaplanan Uç Kapitalizasyon Oranı:	%	9.8%				Hesaplanan Uç Büyüme:			%	9.1%	
Hesaplanan Gayrimenkul Değeri:	mn TL	4,699				Hesaplanan Gayrimenkul Değeri:			mn TL	4,661	
Hilton MOI:	mn TL	2,839				Hilton MOI:			mn TL	2,819	
Hilton Torun Center:	mn TL	1,467				Hilton Torun Center:			mn TL	1,453	
Karaköy Otel:	mn TL	393				Karaköy Otel:			mn TL	389	
Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:	%	6.4%				Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:			%	6.4%	
% Uç Değer / GM Değeri:	%	51.0%				% Uç Değer / GM Değeri:			%	50.6%	
Piyasa Değeri:	mn TL	4,699	11,012	14,512	17,175	19,178	21,465	23,977	26,672	29,679	32,424
Kapitalizasyon Oranı:	%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Hilton MOI:	mn TL	3,978	6,392	8,338	9,776	10,745	11,840	13,024	14,327	15,767	17,225
Hilton Torun Center:	mn TL	721	3,419	4,565	5,471	6,236	7,118	8,099	9,206	10,458	11,426
Karaköy Otel:	mn TL	-	1,201	1,608	1,927	2,197	2,507	2,853	3,138	3,454	3,773

* Ekspertiz raporundan alınmıştır

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

AVM Portföyüne İlişkin Projeksiyonlar ve Değerleme

AVM portföyünü Eylül 2023 itibarıyla 38,46 milyar TL olarak değerlendiriyoruz.

AVM'lerin İNA analizi

AVM'ler:	Units:	Projeksiyon:									
		FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Brüt Kiralanabilir Alan (BKA):	m2	405,099	405,099	405,099	405,099	405,099	405,099	405,099	405,099	405,099	405,099
MOI:	m2	158,514	158,514	158,514	158,514	158,514	158,514	158,514	158,514	158,514	158,514
MOA:	m2	43,709	43,709	43,709	43,709	43,709	43,709	43,709	43,709	43,709	43,709
Deepo:	m2	21,590	21,590	21,590	21,590	21,590	21,590	21,590	21,590	21,590	21,590
Korupark:	m2	71,347	71,347	71,347	71,347	71,347	71,347	71,347	71,347	71,347	71,347
Torium:	m2	88,849	88,849	88,849	88,849	88,849	88,849	88,849	88,849	88,849	88,849
Zafer Plaza:	m2	21,090	21,090	21,090	21,090	21,090	21,090	21,090	21,090	21,090	21,090
Müsait BKA Başına Hasılat:	TL / m2	7,324	10,985	17,715	23,143	27,186	30,339	33,525	36,878	40,565	44,521
MOI:	TL / m2	9,019	13,655	22,019	28,766	33,791	37,711	41,671	45,838	50,421	55,338
MOA:	TL / m2	7,551	11,431	18,434	24,083	28,290	31,571	34,886	38,375	42,213	46,328
Deepo:	TL / m2	11,181	16,927	27,296	35,660	41,889	46,748	51,657	56,823	62,505	68,599
Korupark:	TL / m2	8,535	12,921	20,837	27,222	31,977	35,686	39,433	43,377	47,714	52,366
Torium:	TL / m2	3,012	4,108	6,624	8,653	10,165	11,344	12,535	13,789	15,168	16,647
Zafer Plaza:	TL / m2	4,240	6,343	10,229	13,364	15,698	17,519	19,359	21,295	23,424	25,708
Ortalama Hasılat:	TL / m2	7,779	12,024	19,390	25,331	29,756	33,208	36,695	40,365	44,401	48,730
Büyüme:	%	72.0%	54.6%	61.3%	30.6%	17.5%	11.6%	10.5%	10.0%	10.0%	9.8%
Hasılat:	mn TL	2,967	4,450	7,176	9,375	11,013	12,290	13,581	14,939	16,433	18,035
Varlık Düzeyinde Giderler:	mn TL	(890)	(1,335)	(2,153)	(2,813)	(3,304)	(3,687)	(4,074)	(4,482)	(4,930)	(5,411)
Net Operasyonel Gelir:	mn TL	2,077	3,115	5,023	6,563	7,709	8,603	9,507	10,457	11,503	12,625
Marj:	%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
İdame Yatırım Harcamaları:	mn TL	(30)	(45)	(72)	(94)	(110)	(123)	(136)	(149)	(164)	(180)
% Hasılat:	%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Büyüme / Geliştirme Yatırım Harcamaları:	mn TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akışı:	mn TL	2,047	3,071	4,952	6,469	7,599	8,480	9,371	10,308	11,339	12,444
İskonto Dönemi:	#	0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	6.25	7.25	8.25	9.25
AOSM:	%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
Kümülatif İskonto Faktörü:	#	0.9431	0.7459	0.5900	0.4667	0.3692	0.2920	0.2310	0.1827	0.1445	0.1143
İndirgenmiş Nakit Akışları:	mn TL	483	2,291	2,922	3,019	2,805	2,476	2,164	1,883	1,638	1,422
İNA Toplamı:	mn TL	21,104				İNA Toplamı:				mn TL	21,104
Uç Büyüme:	%	9.3%				Uç Kapitalizasyon Oranı*:				%	8.0%
Uç AOSM:	%	18.2%				Uç AOSM:				%	18.2%
Uç Değer:	mn TL	151,904				Uç Değer:				mn TL	172,405
İndirgenmiş Uç Değer:	mn TL	17,363				İndirgenmiş Uç Değer:				mn TL	19,706
Hesaplanan Uç Kapitalizasyon Oranı:	%	9.1%				Hesaplanan Uç Büyüme:				%	10.2%
Hesaplanan Gayrimenkul Değeri:	mn TL	38,466				Hesaplanan Gayrimenkul Değeri:				mn TL	40,810
MOI:	mn TL	18,707				MOI:				mn TL	19,846
MOA:	mn TL	4,318				MOA:				mn TL	4,582
Deepo:	mn TL	3,158				Deepo:				mn TL	3,351
Korupark:	mn TL	7,968				Korupark:				mn TL	8,453
Torium:	mn TL	3,159				Torium:				mn TL	3,351
Zafer Plaza:	mn TL	1,156				Zafer Plaza:				mn TL	1,227
Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:	%	8.1%				Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:				%	7.6%
% Uç Değer / GM Değeri:	%	45.1%				% Uç Değer / GM Değeri:				%	48.3%
Piyasa Değeri:	mn TL	38,466	62,030	81,037	95,194	106,236	117,391	129,130	142,043	155,892	170,312
Kapitalizasyon Oranı:	%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
MOI:	mn TL	18,709	30,170	39,414	46,299	51,670	57,095	62,805	69,085	75,821	82,835
MOA:	mn TL	4,319	6,965	9,099	10,688	11,928	13,180	14,498	15,948	17,503	19,122
Deepo:	mn TL	3,159	5,094	6,655	7,817	8,724	9,640	10,604	11,665	12,802	13,986
Korupark:	mn TL	7,969	12,850	16,788	19,720	22,008	24,319	26,751	29,426	32,295	35,282
Torium:	mn TL	3,155	5,087	6,646	7,807	8,712	9,627	10,590	11,649	12,785	13,967
Zafer Plaza:	mn TL	1,156	1,865	2,436	2,862	3,194	3,529	3,882	4,270	4,686	5,120

* Ekspertiz raporundan alınmıştır

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Ofis Portföyüne İlişkin Projeksiyonlar ve Değerleme

Ofis portföyünü Eylül 2023 itibarıyla 11,18 milyar TL olarak değerliyoruz.

Ofislerin İNA analizi

Ofisler:	Units:	Projeksiyon:									
		FY23	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32
Brüt Kiralanabilir Alan (BKA):	m2	118,253	118,253	118,253	118,253	118,253	118,253	118,253	118,253	118,253	118,253
Torun Tower:	m2	66,286	66,286	66,286	66,286	66,286	66,286	66,286	66,286	66,286	66,286
Torun Center Ofis & Ticari Üniteler:	m2	51,967	51,967	51,967	51,967	51,967	51,967	51,967	51,967	51,967	51,967
Müsait BKA Başına Hasılat:	TL / m2	3,447	8,012	12,920	16,879	19,828	23,981	26,499	29,149	32,064	35,191
Torun Tower:	TL / m2	3,825	5,913	9,535	12,457	14,633	16,331	18,045	19,850	21,835	23,964
Torun Center Ofis & Ticari Üniteler:	TL / m2	2,964	10,690	17,238	22,520	26,454	33,740	37,283	41,011	45,112	49,511
Ortalama Hasılat:	TL / m2	4,265	6,593	10,632	13,890	16,317	18,210	20,122	22,134	24,347	26,721
Büyüme:	%	72.0%	54.6%	61.3%	30.6%	17.5%	11.6%	10.5%	10.0%	10.0%	9.8%
Hasılat:	mn TL	408	947	1,528	1,996	2,345	2,836	3,134	3,447	3,792	4,161
Varlık Düzeyinde Giderler:	mn TL	(24)	(66)	(122)	(180)	(234)	(284)	(313)	(345)	(379)	(416)
Net Operasyonel Gelir:	mn TL	383	881	1,406	1,816	2,110	2,552	2,820	3,102	3,413	3,745
Marj:	%	94.0%	93.0%	92.0%	91.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
İdame Yatırım Harcamaları:	mn TL	(4)	(9)	(15)	(20)	(23)	(28)	(31)	(34)	(38)	(42)
% Hasılat:	%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Büyüme / Geliştirme Yatırım Harcamaları:	mn TL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akışı:	mn TL	379	872	1,390	1,796	2,087	2,524	2,789	3,068	3,375	3,704
İskonto Dönemi:	#	0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25	6.25	7.25	8.25	9.25
AOSM:	%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%	26.4%
Kümülatif İskonto Faktörü:	#	0.9431	0.7459	0.5900	0.4667	0.3692	0.2920	0.2310	0.1827	0.1445	0.1143
İndirgenmiş Nakit Akışları:	mn TL	89	650	820	838	770	737	644	560	488	423
İNA Toplamı:	mn TL	6,021								mn TL	6,021
Uç Büyüme:	%	9.3%								%	5.6%
Uç AOSM:	%	18.2%								%	18.2%
Uç Değer:	mn TL	45,209								mn TL	72,548
İndirgenmiş Uç Değer:	mn TL	5,167								mn TL	8,292
Hesaplanan Uç Kapitalizasyon Oranı:	%	9.1%								%	12.5%
Hesaplanan Gayrimenkul Değeri:	mn TL	11,189								mn TL	14,313
Torun Tower:	mn TL	4,391								mn TL	5,584
Torun Center Ofis & Ticari Üniteler:	mn TL	6,798								mn TL	8,730
Hesaplanan Kapitalizasyon Oranı:	%	7.9%								%	6.2%
% Uç Değer / GM Değeri:	%	46.2%								%	57.9%
Piyasa Değeri:	mn TL	11,189	17,849	23,064	26,796	32,409	35,812	39,393	43,332	47,557	51,956
Kapitalizasyon Oranı:	%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Torun Tower:	mn TL	4,629	7,384	9,541	11,085	12,371	13,670	15,037	16,541	18,153	19,832
Torun Center Ofis & Ticari Üniteler:	mn TL	6,560	10,465	13,523	15,711	20,038	22,142	24,356	26,792	29,404	32,124

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Diğer gayrimenkullerin değerlendirilmesi

Diğer gayrimenkulleri Eylül 2023 itibarıyla 16,10 milyar TL olarak değerliyoruz.

Diğer gayrimenkullerin değerlendirilmesi

Diğer Gayrimenkuller:	Kapasite:	Değerleme Yöntemi:	Kapasite Başına Makul Değer:	Makul Değer (milyon TL):
Kayabaşı Arsası, İstanbul	45.63 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)	14 bin TL/m2	642
MOI 3. Etap	12.13 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)	22 bin TL/m2	265
Kepez Arsaları, Antalya	m.d.	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		359
Antalya Kepez'de 2 Yeni Arsa***	m.d.	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		27
Torium Yurtları	2 yurt	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		163
Torium Evleri	2 konut	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		5
MOI	2 daire 2 ofis 12 ticari ünite	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		203
Torun Center Projesi	188 konut	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		3,629
5. Levent Projesi	8 daire 50 ticari ünite 17 trafo	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)		770
MOI 2. Etap - High Residence	14.53 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)	88 bin TL/m2	1,274
MOI 2. Etap - Ofis & Ticari Üniteler	18.75 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)	43 bin TL/m2	815
5. Levent 2. Etap	43.41 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)	90 bin TL/m2	3,909
Paşabahçe Projesi	70.64 bin m2	2022 Ekspertiz Değeri * (1+ 9A enf. tahmini)	57 bin TL/m2	4,044
Toplam:				16,106

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

İştirakler

İştirakleri Eylül 2023 itibarıyla 2,19 milyar TL olarak değerliyoruz.

İştirakler için 1,35 milyar TL değer takdirinde bulunan son değerlendirme raporu 2022 yılı sonunda yayınlanmıştır.

İştirakler

İştirakler:	Değerleme Yöntemi:	Makul Değer (TRYmilyon):
Yeni Gimat GYO (YGGYO)	Pay: 14.83%	Piyasa Değeri 1,449
Netsel Marina	Pay: 44.60%	2022 Ekspertiz Değeri * (1+Özserm. Mal.) ^ (3/4) 571
Bulvar Samsun Mall	Pay: 40.00%	2022 Ekspertiz Değeri * (1+Özserm. Mal.) ^ (3/4) 177
Toplam:		2,197

Kaynak: AK Yatırım Araştırma, EquityRT, Şirket

Ortaklık yapısı

Torunlar GYO'nun hakim ortağı Torun Ailesi'dir. Halka açıklık oranı %25,16'dır ve 30 Haziran 2023 itibarıyla sadece C hisselerinden oluşmaktadır. Yıllar itibarıyla 273,3 bin adet olan hazine hissesi, bedelsiz hisselerle birlikte 610 bin TL'ye ulaşmıştır. A ve B tipi hisseler 7 Yönetim Kurulu üyesinden 4'ünü aday gösterme hakkına sahiptir.

Ortaklık yapısı

Ortaklık Yapısı	A (bin TL)	B (bin TL)	C (bin TL)	Toplam (bin TL)	Pay (%)
Aziz Torun	200,328	-	173,740	374,067	37.41%
Mehmet Torun	-	200,312	173,740	374,052	37.41%
Torunlar Gıda	142	142	-	283	0.03%
Mahmut Karabıyık	-	16	-	16	0.00%
Metin Karakoç	-	-	9	9	0.00%
Free Float	-	-	251,573	251,573	25.16%
Toplam	200,469	200,469	599,061	1,000,000	100.00%

Kaynak: Şirket

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 dayanarak 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.