

Torunlar GYO

Torunlar GYO, konut teslimatlarının katkısıyla 4Ç24'te 9,97 milyar TL net kâr elde etti.

Torunlar GYO 4Ç24'te 9,97 milyar TL (AK: 6,5 milyar TL) net kar açıklarken, yatırım amaçlı gayrimenkullerden elde edilen yeniden değerlendirme kazancının bir önceki yıla kıyasla daha düşük olması nedeniyle net kar yıllık bazda %22 düşüş gösterdi. Hasılat yıllık bazda %365 artışla 7,4 milyar TL'ye (AK: 5,5 milyar TL) yükselirken, FAVÖK yıllık bazda %238 artışla 3,7 milyar TL'ye (AK: 2,7 milyar TL) ulaştı. FAVÖK marjı, (i) ev ve ofis teslimatlarının toplam gelir içindeki payının artmasıyla brüt marjdeki 18,7 y.p.'lik düşüştü dolay 18,9 y.p. gerileyerek %50 (AK: %50) olarak gerçekleşti.

Tekrarlayan gelirlerdeki yıllık daralma, 4Ç24'te ev ve ofis teslimatlarındaki artışla telafi edildi. Ev ve ofis teslimatları gelirlerin %80'ini oluştururken (4Ç23: %2), tekrar eden gelirler %20'lik bir katkı sağladı (4Ç23: %98). Perakende ve ofis segmentlerinden elde edilen kira gelirleri yıllık bazda %5 oranında gerilerken, otel segmentinde %20'lik keskin bir düşüş yaşandı. Ancak, ev teslimatlarından elde edilen gelir 5,9 milyar TL'ye yükselerek (4Ç23: 36 milyon TL) tekrarlayan gelirlerdeki düşüşü fazlasıyla telafi etti.

AVM ciroları yıllık bazda %54,4 artarak çeyreklik yıllık ortalama enflasyonun 7,8 y.p. üzerinde gerçekleşti. 4Ç24'te Torunlar GYO'nun AVM varlıkları, ziyaretçi başına ortalama gelirdeki (ARPV) %1,1'lik reel büyüme ve ziyaretçi sayısındaki %4,1'lik artışın desteğiyle enflasyondan arındırılmış cirolarda %5,3'lük bir büyüme kaydetti.

Düzeltilmiş net nakit (Net Nakit + UV Finansal Yatırımlar - Ertelenmiş Gelirler) 15,4 milyar TL (piyasa değerinin %28'i) seviyesinde gerçekleşerek bir önceki çeyreğe göre reel olarak %99 artış kaydetti. Torunlar GYO'nun UV Finansal Yatırımlar dahil net nakdi 18,2 milyar TL'ye (piyasa değerinin %33'ü) ulaşarak bir önceki çeyreğe göre reel olarak %16 artış gösterdi. Bu arada, ertelenmiş gelirler, konut teslimatlarının ertelenmiş gelirlerin gelir tablosuna aktarılmasına yol açması nedeniyle bir önceki çeyreğe göre reel olarak %69 azalarak 2,8 milyar TL'ye (piyasa değerinin %5'i) geriledi.

2024 sonu itibarıyla kayıtlarda 12,9 milyar TL ertelenmiş vergi yükümlülüğü (piyasa değerinin %23'ü) bulunuyor. Bu kayıt, GYO'ların yasal ve TFRS finansalları arasındaki zamanlama farklarına dayalı olarak ertelenmiş vergileri muhasebeleştirilmelerini gerektiren yeni vergi kurallarının bir sonucu. **Yeni getirilen GYO vergi kurallarına ilişkin düşüncelerimizi sunmak istiyoruz. İlk olarak,** yeni vergi kuralları temettü ödemeyen GYO'lar için %30, temettü ödeyen GYO'lar için ise %10'luk bir yasal vergi oranı getirirken, yıl sonu ertelenmiş vergi hesaplamaları %30'luk dilim üzerinden yapılıyor. **İkinci olarak,** yatırım amaçlı gayrimenkullerden tekrarlayan gelir elde eden ticari GYO'lar, varlıklarını satmadıkları sürece bu ertelenmiş vergi yükümlülükleri realize olmayacak. **Üçüncü olarak,** temettü ödeyen GYO'ların önümüzdeki çeyreklerde bu yükümlülüklerin tersine çevrilmesinden önemli kazanç katkıları görmelerini bekliyoruz, çünkü vergi dilimleri %10'a düşecek.

Değerlendirme: Güçlü sonuçlara olumlu piyasa tepkisi bekliyoruz. Modelimizi en son makro varsayımlarımızla güncelledik. Tavsiyemizi "Endeks Üzerinde Getiri" olarak koruyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı 93 TL'ye yükseltiyoruz.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		
	3Ç24	3Ç23	y/y	9A24	9A23	y/y
Net Satışlar	7,379	1,587	365%	12,511	7,177	74%
FAVÖK	3,691	1,093	238%	7,143	4,867	47%
FAVÖK Marjı	50.0%	68.9%	-1887 bps	57.1%	67.8%	-1072 bps
Net Kar	9,969	12,731	-22%	8,611	18,248	-53%

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	93.00 (önceki 90.00)
Güncel Fiyat, TL	55.00
Getiri Potansiyeli	69%
Halka Açıklık Oranı	21%
Piyasa Değeri, mn TL	55,000

Finansal Veriler	2023	2024	2025T	2026T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,971	12,511	13,455	18,157
FAVÖK, mn TL	3,371	7,143	8,283	11,288
Net Kâr, mn TL	12,639	8,611	13,713	18,963

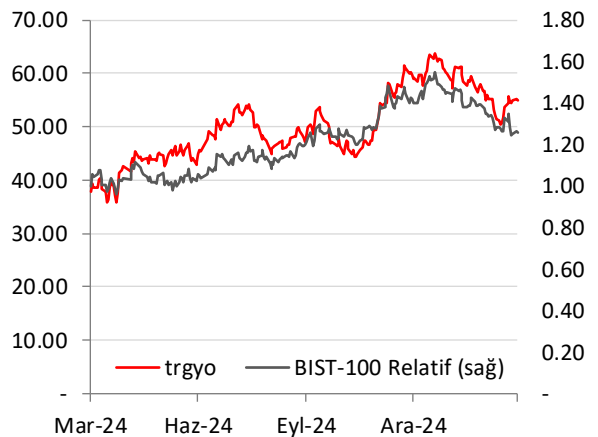
Borçluluk	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç, mn TL	91	-18,166	-25,795	-36,690
Net Borç/FAVÖK	0.0	-2.5	-3.1	-3.3

Kârlılık	2023	2024	2025T	2026T
FAVÖK Marjı	67.8%	57.1%	61.6%	62.2%
Net Marj	254.3%	68.8%	101.9%	104.4%
Temettü Verimi	0.9%	5.0%	5.1%	7.7%

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T
Ciro, y/y	86.7%	151.7%	7.5%	34.9%
FAVÖK, y/y	85.4%	111.9%	16.0%	36.3%
Net Kâr, y/y	-31.4%	-31.9%	59.2%	38.3%

Değerleme Verisi	2023	2024	2025T	2026T
F/K	1.8	5.4	4.0	2.9
FD/FAVÖK	7.6	4.4	3.9	1.9
FD/Ciro	5.1	2.5	2.4	1.2

Hisse Verileri	1H	1A	3A	12A
Nominal Getiri	-1.3%	-3.2%	-7.7%	38.4%
BİST-100 Relatif	-6.4%	-8.3%	-11.1%	21.0%
AOİH, mn TL	71	68	78	103



NAD Hesaplamamızda Ertelenmiş Vergi Yükümlülüklerini Nasıl Hesaba Kattığımıza İlişkin Ayrıntılar:

Ön sayfada belirtildiği gibi, Torunlar GYO 2024 sonu itibarıyla 12,9 milyar TL (piyasa değerinin %23'ü) ertelenmiş vergi yükümlülüğü kaydetti. Bu tutar, yatırım amaçlı gayrimenkullerin birikmiş yeniden değerlendirme kazançlarından kaynaklanan 14,5 milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi yükümlülüğünü içermekte olup; stoklar, dava karşılıkları, ertelenmiş gelir ve diğer kalemlerle ilgili 1,7 milyar TL tutarındaki ertelenmiş vergi varlığı ile kısmen karşılanmaktadır.

Şirketin iş modelini göz önünde bulundurduğumuzda, yatırım amaçlı gayrimenkullerin önemli oranda elden çıkarılmasını beklemiyoruz, bu da bizi 14,5 milyar TL'lik ertelenmiş vergi yükümlülüğünü NAD düzeltmelerimizin bir parçası olarak iptal etmemize yol açıyor. Öte yandan, Torunlar GYO'nun 2025 yılında temettü ödeyen GYO'lar grubunda olmasını beklediğimiz için 1,7 milyar TL'lik ertelenmiş vergi varlığının üçte ikisini (1,1 milyar TL) indiriyoruz. Sonuç olarak, NAD hesaplamamıza 0,5 milyar TL'lik net ertelenmiş vergi varlığını dikkate alıyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri	2,064	1,679	1,738	1,587	1,782	1,571	1,779	7,379	7,177	12,511
Brüt Kar	1,532	1,289	1,312	1,112	1,299	1,152	1,242	3,785	5,327	7,478
Operasyonel Giderler	144	171	173	69	74	142	100	117	567	433
Faaliyet Karı	1,388	1,118	1,139	1,043	1,225	1,010	1,143	3,668	4,759	7,045
FAVÖK	1,414	1,142	1,146	1,093	1,289	998	1,166	3,691	4,867	7,143
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	659	395	704	11,689	69	-5,971	1,168	6,976	13,490	2,242
Vergi Öncesi Kar	2,046	1,513	1,843	12,731	1,293	-4,962	2,311	10,645	18,249	9,287
Vergi Geliri / (Gideri)	0	-1	-1	0	0	0	0	-676	-1	-676
Vergi Sonrası Net Kar	2,047	1,513	1,842	12,731	1,293	-4,962	2,311	9,969	18,248	8,611
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	2,047	1,513	1,842	12,731	1,293	-4,962	2,311	9,969	18,248	8,611
Büyüme (Yıllık)	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Satış Gelirleri					-13.6%	-6.5%	2.4%	364.9%		74.3%
Operasyonel Giderler					-48.3%	-16.7%	-42.4%	69.0%		-23.7%
Faaliyet Karı					-11.7%	-9.7%	0.3%	251.9%		48.0%
FAVÖK					-8.9%	-12.6%	1.8%	237.6%		46.8%
Net Kar					-36.8%	-428.0%	25.4%	-21.7%		-52.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
Brüt Kar Marjı	74.2%	76.8%	75.5%	70.0%	72.9%	73.3%	69.8%	51.3%	74.2%	59.8%
Operasyonel Gider Marjı	7.0%	10.2%	9.9%	4.3%	4.2%	9.1%	5.6%	1.6%	7.9%	3.5%
Faaliyet Kar Marjı	67.2%	66.6%	65.6%	65.7%	68.7%	64.3%	64.2%	49.7%	66.3%	56.3%
FAVÖK Marjı	68.5%	68.0%	65.94%	68.89%	72.3%	63.5%	65.6%	50.0%	67.82%	57.10%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	0.0%	7.3%
Net Kar Marjı	99.2%	90.1%	106.0%	802.1%	72.5%	-315.9%	129.9%	135.1%	254.3%	68.8%
Parasal Kazanç (Kayıp)	34.0%	22.8%	34.2%	6.0%	-17.1%	-129.3%	-51.2%	-1.4%	25.2%	-26.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	55.7%	115.5%	95.7%	-19.1%	89.1%	-395.9%	-9.1%	-10.9%	62.0%	-44.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	73.0%	116.4%	93.7%	-24.9%	84.0%	501.7%	19.9%	-12.4%	65.4%	70.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	81%	170%	145%	-28%	123%	-623%	-14%	-22%	91%	-78%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.0%	1.1%	0.7%	-1.7%	5.0%	-5.5%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Geli	-9.9%	20.0%	48.8%	-112.1%	5.9%	-371.5%	-135.6%	-55.2%	-11.1%	-97.6%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,149	1,940	1,663	-304	1,589	-6,218	-161	-807	4,449	-5,597
Düzeltilme Öncesi Kar	2,051	1,507	1,958	12,731	1,332	-5,001	2,311	9,969	18,248	8,611
Amortisman ve İtfa Payları	27	23	6	51	64	-12	23	22	108	98
İşletme Sermayesindeki Değişim	-204	336	847	-1,779	106	-5,834	-2,412	-4,071	-799	-12,212
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-725	73	-1,149	-11,307	87	4,629	-83	-6,728	-13,108	-2,094
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	356	15	-35	-92	-92	14,097	515	-106	245	14,414
Sabit Sermaye Yatırımları	0	-18	-12	27	-89	87	-2	-14	-3	-17
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	357	33	-23	-119	-3	14,010	517	-93	248	14,431
Serbest Nakit Akımı	1,506	1,955	1,629	-395	1,497	7,879	354	-913	4,694	8,817
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,477	498	-858	-1,128	-1,423	713	-1,788	1,030	-2,966	-1,468
Finansal Borçlardaki Değişim	-1,165	1,120	-933	-1,278	-1,409	-285	-113	-84	-2,255	-1,891
Temettü	0	-432	0	0	0	0	-3,176	0	-433	-3,176
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-313	-191	75	150	-14	998	1,500	1,114	-278	3,598
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	28	2,452	771	-1,523	73	8,592	-1,434	117	1,728	7,349

Bilanço (milyon TL)	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24
Dönen Varlıklar	4,988	7,893	8,119	11,447	10,470	22,378	19,715	22,630
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,952	4,366	4,750	3,077	2,724	12,142	9,605	9,686
Finansal Yatırımlar	176	224	318	1,770	1,676	0	0	5,392
Ticari Alacaklar	1,191	1,204	1,118	2,012	1,566	1,018	571	966
Stoklar	984	911	729	4,052	3,978	8,142	8,463	6,132
Diğer Dönen Varlıklar	861	1,412	1,522	2,306	2,202	1,076	1,077	5,846
Duran Varlıklar	78,925	74,403	59,753	104,911	105,206	89,080	91,435	92,801
Finansal Yatırımlar	0	0	0	283	0	7,234	9,224	5,091
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2,132	1,976	1,736	3,075	3,106	3,125	3,163	2,952
Maddi Duran Varlıklar	3,237	3,029	2,416	4,606	4,629	4,173	4,283	4,217
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	3	2	3	3	4	3	3
Diğer Duran Varlıklar	73,552	69,395	55,600	96,944	97,468	74,545	74,761	80,537
Toplam Varlıklar	83,914	82,296	67,872	116,357	115,676	111,458	111,149	115,431
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,267	4,606	3,877	3,440	1,972	10,240	10,698	4,126
Finansal Borçlar	3,655	3,878	2,984	2,398	1,015	1,397	1,222	872
Ticari Borçlar	231	285	345	496	277	224	203	291
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	381	443	549	546	680	8,619	9,273	2,963
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6,997	8,548	7,481	8,620	8,073	971	938	14,066
Finansal Borçlar	4,394	5,062	3,532	2,864	1,990	906	898	1,130
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,603	3,485	3,949	5,755	6,083	65	40	12,936
Özkaynaklar	72,650	69,143	56,514	104,298	105,631	100,248	99,514	97,239
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	72,650	69,143	56,514	104,298	105,631	100,248	99,514	97,239
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	83,914	82,296	67,872	116,357	115,676	111,458	111,149	115,431
Yatırım Sermayesi (IC)	81,350	77,203	62,229	112,239	111,994	90,474	92,069	102,491
İşletme Sermayesi	1,944	1,830	1,502	5,568	5,266	8,937	8,831	6,807
Net Borç / (Nakit)	5,920	4,351	1,447	415	-1,396	-9,839	-7,485	-13,075
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-850	521	345	1,954	2,466	8,160	9,312	10,158

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.