

Torunlar GYO

Güçlü tekrarlayan ve finansal gelirler, marj artışı

Torunlar GYO (TRGYO; EÜG; 12A HF: 107 TL), 2Ç25'te **3,46 milyar TL net kâr** açıkladı (AK: 4,22 milyar TL; Kons.: 4,26 milyar TL). Geçen yılın aynı döneminde şirket, **Torun Tower satışından kaynaklanan 4,47 milyar TL'lik tek seferlik zarar** nedeniyle **5,79 milyar TL net zarar** açıklamıştı. **Hasılat yıllık bazda %15 artışla 2,10 milyar TL'ye yükseldi** (AK: 1,96 milyar TL; Kons.: 3,29 milyar TL). Bu büyüme, **%17,5 yıllık artışla 2,06 milyar TL'ye ulaşan tekrarlayan gelirler** ve **2,6 puanlık OCR artışı** ile desteklendi. **FAVÖK %35 yıllık artışla 1,58 milyar TL** seviyesinde gerçekleşti (AK: 1,29 milyar TL; Kons.: 2,74 milyar TL). **Tahminlerimizden ana sapmalar şunlar oldu:** (i) **yaya trafiğinde %8,5 yukarı yönlü sapma (+)**, (ii) **OCR'da 1,7 puanlık yukarı yönlü sapma (+)**, (iii) **modelimize dahil etmediğimiz konut & ofis teslimatlarından 50 milyon TL hasılat kaybı (+)**, (iv) **kira operasyonlarında brüt marjda 10,3 puanlık yukarı yönlü sapma (+)**, ve (v) **daha düşük yeniden değerlendirme kazançları (-)**. **Düzeltilmiş net nakit (net nakit + uzun vadeli finansal yatırımlar – ertelenmiş gelirler)** çeyreklik bazda yatay kalarak **17,55 milyar TL** oldu (**2,1x S12A FAVÖK'ün**). Şirketin bu çeyrekte **3,9 milyar TL'lik temettü ödemesi** yaptığını hatırlatmak isteriz. **Ertelenmiş gelirler hariç net nakit 22,32 milyar TL** seviyesinde (**piyasa değerinin ~%31'i**). **Ertelenmiş gelirler 4,77 milyar TL'ye** (tamamı kısa vadeli) yükselerek, **2Ç25 hasılatının yaklaşık 2,3 katına** ulaştı ve önümüzdeki dönem için önemli bir hasılat kaybı potansiyelini işaret etti. Şirket ayrıca **2,16 milyar TL net finansal gelir** kaydetti; bu rakam **2Ç25 hasılatının yaklaşık 1,0 katına** denk geliyor ve güçlü net nakit pozisyonunu yansıtır.

Normalize rakamlara baktığımızda (bkz. sayfa 2), normalize net kâr 2Ç24'teki 108 milyon TL'den 2Ç25'te 1,79 milyar TL'ye yükseldi. Bu güçlü artış, daha yüksek FAVÖK, sağlam net finansal gelir ve daha düşük parasal kayıplar ile desteklendi.

Alışveriş merkezi (AVM) ciroları reel bazda yıllık %5,5 daraldı; bu düşüşte **ziyaretçi trafiğindeki (%-3,2)** ve **ARPV'deki (%-2,4)** gerileme etkili oldu. Ancak, **alışveriş günü eşdeğerine (SDE)** göre düzelttiğimizde –biz 2Ç25'te **yıllık %2,6 daha düşük** hesaplıyoruz– altta yatan daralma daha sınırlı görünüyor. Bu baskıya rağmen şirket, **kira gelirlerini 2,6 puanlık OCR artışıyla büyümeyi** başardı. AYD verilerine göre, Türkiye AVM cirolarındaki **%7,6'lık düşüşe** (ziyaretçi trafiği: %-5,6; ARPV: %-2,1) kıyasla daralmanın daha ılımlı olması, **sektöre göre pozitif ayrışmaya** işaret ediyor.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü 2Ç25 itibarıyla 15,68 milyar TL'ye ulaştı (piyasa değerinin ~%22'si). Yeni vergi düzenlemeleri, GYO'ların yasal ve TFRS finansalları arasındaki geçici zaman farkları nedeniyle ertelenmiş vergi kaydetmesine neden oldu. (i) **yasal vergi oranı temettü dağıtmayanlar için %30, temettü dağıtanlar için %10** iken, ertelenmiş vergi yükümlülükleri %30 vergi oranı varsayımıyla kaydedilmiştir. (ii) **ticari GYO'lar kira getirili gayrimenkulleri uzun vadeli olarak portföylerinde 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 olmadan nakit çıkışı ile sonuçlanmasını beklemiyoruz.

Yorum: Güçlü tekrarlayan gelirler, marj iyileşmesi, sağlam net finansal gelir ve yüksek nakit/ertelenmiş gelir bakiyesi olumlu unsurlar olarak öne çıkıyor. Öte yandan, **zayıf yaya trafiği (footfall)** ve **ARPV, tekrarlayan gelirlerdeki reel büyümenin sürdürülebilirliği** açısından sektör genelinde risk oluşturuyor. 2025 yıl sonu itibarıyla **net nakdin yaklaşık 30,3 milyar TL ile piyasa değerinin ~%42'sine** ulaşmasını bekliyoruz.

Değerlendirme: "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyor ve **12 aylık hedef fiyatımızı 107 TL'ye** (önceki: 95 TL) yükseltiyoruz. Hisse şu anki NAD hesabımıza göre **0,62x PD/NAD** çarpanı ile işlem görüyor. **Yakın vadede, ağırlıklı olarak agresif konut teslimi varsayımları nedeniyle fazla iyimser konsensüs tahminleri** (biz dahil üç katılımcı) nedeniyle **satış baskısı** görülebilir; ancak biz **temel dinamiklerin sağlam olduğunu** değerlendiriyoruz.

Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre		AK		Piyasa	
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark
Net Satışlar	2,104	1,832	15%	1,949	8%	1,955	8%	3,286	-36%
FAVÖK	1,585	1,174	35%	1,224	30%	1,290	23%	2,741	-42%
FAVÖK Marjı	75.3%	64.0%	11.3 ppt	62.8%	12.6 ppt	66.0%	9.4 ppt	83.4%	-8.1 ppt
Net Kar	3,464	-5,789	-160%	803	332%	4,221	-18%	4,261	-19%

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	107.00 (önceki 95.00)
Güncel Fiyat, TL	72.50
Getiri Potansiyeli	48%
Halka Açıklık Oranı	21%
Piyasa Değeri, mn TL	72,500

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	12,511	13,831	18,180	21,655
FAVÖK, mn TL	7,143	8,440	11,259	13,347
Net Kâr, mn TL	8,611	9,508	15,232	20,694

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-18,166	-30,319	-45,442	-59,485
Net Borç/FAVÖK	-2.5	-3.6	-4.0	-4.5

Kârlılık

FAVÖK Marjı	57.1%	61.0%	61.9%	61.6%
Net Marj	68.8%	68.7%	83.8%	95.6%
Temettü Verimi	5.0%	4.8%	7.2%	10.7%

Büyüme

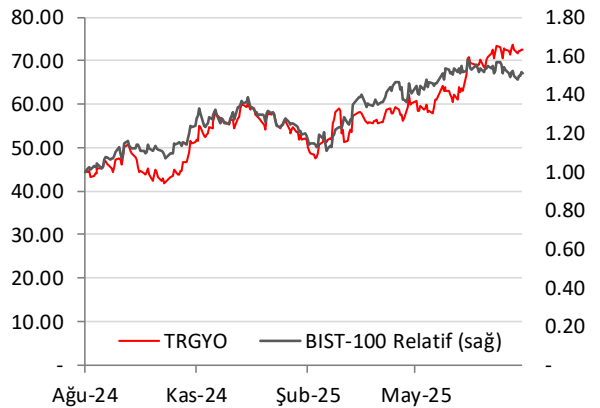
Ciro, y/y	151.7%	10.6%	31.4%	19.1%
FAVÖK, y/y	111.9%	18.2%	33.4%	18.5%
Net Kâr, y/y	-31.9%	10.4%	60.2%	35.9%

Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

F/K	5.4	7.6	4.8	3.5
FD/FAVÖK	4.7	5.6	2.8	1.3
FD/Ciro	2.7	3.4	1.8	0.8

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	5.8%	20.8%	66.6%	20.4%
BİST-100 Relatif	-0.4%	6.0%	53.0%	8.9%
AOİH, mn TL	101	106	103	106



Piyasa verileri 15 Ağustos 2025 tarihlidir.

Normalize Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	y/y
Net Satışlar	2,080	1,832	2,075	8,609	1,949	2,104	14.8%
Torun Tower	213	0	0	0	0	0	n.m.
Normalize Net Satışlar	1,866	1,832	2,075	8,609	1,949	2,104	14.8%
Brüt Kâr	1,516	1,344	1,449	4,416	1,316	1,675	24.6%
Torun Tower	157	0	0	0	0	0	n.m.
Normalize Brüt Kâr	1,358	1,344	1,449	4,416	1,316	1,675	24.6%
Normalize Brüt Kar Marjı	72.8%	73.3%	69.8%	51.3%	67.5%	79.6%	6.3 ppt
FAVÖK	1,503	1,174	1,351	4,306	1,224	1,585	35.1%
Torun Tower	157	0	0	0	0	0	n.m.
Normalize FAVÖK	1,346	1,174	1,351	4,306	1,224	1,585	35.1%
Normalize FAVÖK Marjı	72.1%	64.0%	65.1%	50.0%	62.8%	75.3%	11.3 ppt
Net Kâr	1,509	-5,789	2,696	11,631	803	3,464	n.m.
Torun Tower	157	0	0	0	0	0	n.m.
Vergi Gideri	0	-1,425	0	7,027	0	1,669	n.m.
Torun Tower Satışından Muhasebesel Zarar	0	-4,472	0	0	0	0	n.m.
Normalize Net Kâr	1,352	108	2,696	4,604	803	1,795	n.m.
Normalize Net Satışların Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	y/y
Konut & Ofis Satış	38	84	103	6,901	16	50	-40.9%
Kira & Ortak Alan	1,829	1,748	1,972	1,708	1,933	2,055	17.5%
Diğer	0	0	0	0	0	0	n.m.
Normalize Net Satışlar	1,866	1,832	2,075	8,609	1,949	2,104	14.8%
Normalize Brüt Kârın Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	y/y
Konut & Ofis Satış	36	18	80	3,204	12	15	-17.5%
Kira & Ortak Alan	1,323	1,326	1,369	1,519	1,304	1,660	25.2%
Diğer	0	0	0	-306	0	0	n.m.
Normalize Brüt Kâr	1,358	1,344	1,449	4,416	1,316	1,675	24.6%
Normalize Net Kârın Mutabakatı	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	y/y
FAVÖK	1,346	1,174	1,351	4,306	1,224	1,585	35.1%
Finansal Gelirler	349	1,595	1,957	1,357	2,215	2,157	35.2%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-355	-2,370	-1,063	-123	-2,067	-1,618	-31.7%
Vergi Gideri	0	0	0	-788	-509	-468	n.m.
Diğer Gelirler / (Giderler)	11	-291	451	-147	-59	139	n.m.
Normalize Net Kâr	1,352	108	2,696	4,604	803	1,795	n.m.
AVM Operasyonel Sonuçları	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	y/y
Ciro	8,801	11,490	11,754	13,265	12,428	14,780	28.6%
Ziyaretçi (mn)	14	15	14	15	14	14	-3.2%
Ziyaret Başına Ciro	647	782	816	915	874	1,039	32.9%
Kira/Ciro Rasyosu	14.2%	11.3%	13.5%	11.0%	14.7%	13.9%	2.6 ppt

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
Satış Gelirleri	1,832	2,075	8,609	1,949	2,104	3,912	4,054	7,919	14,738
Brüt Kar	1,344	1,449	4,416	1,316	1,675	2,860	2,992	5,784	8,857
Operasyonel Giderler	166	116	136	124	117	253	241	548	492.8
Faaliyet Karı	1,178	1,333	4,280	1,192	1,558	2,607	2,751	5,236	8,364
FAVÖK	1,174	1,351	4,306	1,224	1,585	2,677	2,809	5,373	8,466
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-6,967	1,363	8,140	120	2,374	-6,886	2,493	7,623	11,996
Vergi Öncesi Kar	-5,789	2,696	12,420	1,312	3,932	-4,280	5,244	12,859	20,360
Vergi Geliri / (Gideri)	0	0	-788	-509	-468	0	-977	-1	-1,766
Vergi Sonrası Net Kar	-5,789	2,696	11,631	803	3,464	-4,280	4,267	12,858	18,594
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-5,789	2,696	11,631	803	3,464	-4,280	4,267	12,858	18,594
Büyüme (Yıllık)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
Satış Gelirleri	-6.5%	-3.7%	364.9%	-6.3%	14.8%	-10.4%	3.6%		86.1%
Operasyonel Giderler	-16.7%	-45.8%	69.0%	42.4%	-29.7%	-31.1%	-4.9%		-10.0%
Faaliyet Karı	-9.7%	-5.6%	251.9%	-16.5%	32.3%	-10.8%	5.5%		59.7%
FAVÖK	-11.9%	-4.9%	237.6%	-18.6%	35.1%	-10.4%	4.9%		57.6%
Net Kar	-428.0%	18.0%	-21.7%	-46.8%	-159.8%	-203.1%	-199.7%		44.6%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
Brüt Kar Marjı	73.3%	69.8%	51.3%	67.5%	79.6%	73.1%	73.8%	73.0%	60.1%
Operasyonel Gider Marjı	9.1%	5.6%	1.6%	6.4%	5.6%	6.5%	5.9%	6.9%	3.3%
Faaliyet Kar Marjı	64.3%	64.2%	49.7%	61.2%	74.1%	66.6%	67.9%	66.1%	56.8%
FAVÖK Marjı	64.0%	65.1%	50.0%	62.8%	75.3%	68.43%	69.30%	67.85%	57.44%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	0.0%	6.3%	38.8%	11.9%	0.0%	18.6%	0.0%	8.7%
Net Kar Marjı	-315.9%	129.9%	135.1%	41.2%	164.6%	-109.4%	105.3%	162.4%	126.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-129.3%	-51.2%	-1.4%	-106.0%	-76.9%	-69.6%	-90.9%	-23.7%	-33.1%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-395.9%	-9.1%	-10.9%	38.9%	127.2%	-138.1%	84.8%	-48.2%	15.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	501.7%	19.9%	-12.4%	36.1%	139.7%	279.6%	89.9%	156.3%	20.3%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-618%	-14%	-22%	62%	169%	-202%	122%	-71%	27%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	-5.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-371.5%	-135.6%	-55.2%	-38.9%	17.6%	-170.8%	-9.6%	-98.1%	-53.9%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	6A24 S12A	6A25 S12A
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-7,254	-188	-941	759	2,677	-5,401	3,436	-3,814	2,307
Düzeltilme Öncesi Kar	-5,834	2,696	11,631	803	3,464	-4,280	4,267	12,859	18,594
Amortisman ve İtfa Payları	-4	17	26	31	27	70	58	137	102
İşletme Sermayesindeki Değişim	-6,807	-2,814	-4,750	-758	371	-6,684	-387	-7,771	-7,951
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	5,392	-87	-7,849	683	-1,185	5,493	-502	-9,040	-8,438
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	16,447	601	-124	-54	262	16,340	208	16,193	685
Sabit Sermaye Yatırımları	101	-2	-16	-1	-1	-2	-2	16	-20
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	16,346	603	-108	-53	263	16,342	209	16,177	705
Serbest Nakit Akımı	9,193	413	-1,065	705	2,939	10,939	3,644	12,379	2,991
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	832	-2,086	1,202	925	-2,896	-828	-1,971	-3,146	-2,856
Finansal Borçlardaki Değişim	-332	-132	-98	-303	-105	-1,976	-408	-4,556	-638
Temettü	0	-3,705	0	0	-3,903	0	-3,903	0	-7,608
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,164	1,751	1,300	1,228	1,112	1,148	2,339	1,411	5,390
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	10,025	-1,673	136	1,629	43	10,111	1,672	9,233	136

Bilanço (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Dönen Varlıklar	26,110	23,002	26,404	27,317	26,229
Nakit ve Nakit Benzerleri	14,167	11,206	11,301	12,300	11,763
Finansal Yatırımlar	0	0	6,291	5,775	5,188
Ticari Alacaklar	1,188	666	1,128	1,227	1,169
Stoklar	9,500	9,874	7,154	7,235	7,409
Diğer Dönen Varlıklar	1,255	1,256	6,821	6,556	5,888
Duran Varlıklar	103,933	106,681	108,274	108,899	110,275
Finansal Yatırımlar	8,440	10,762	5,940	6,550	6,657
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	3,646	3,691	3,445	3,491	3,279
Maddi Duran Varlıklar	4,869	4,998	4,920	4,890	4,551
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	4	4	4	10
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	86,904	86,714	93,887	93,941	95,734
Diğer Duran Varlıklar	71	513	78	24	44
Toplam Varlıklar	130,043	129,682	134,678	136,216	136,504
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11,947	12,482	4,815	5,606	6,170
Finansal Borçlar	1,630	1,426	1,018	862	672
Ticari Borçlar	261	236	340	225	242
Ertelenmiş Gelirler	9,778	10,456	3,225	4,141	4,774
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	278	364	232	377	483
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,133	1,094	16,411	16,356	16,387
Finansal Borçlar	1,057	1,048	1,319	872	617
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	0	0	15,008	15,399	15,675
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	76	46	85	85	94
Özkaynaklar	116,963	116,107	113,452	114,255	113,947
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	116,963	116,107	113,452	114,255	113,947
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	130,043	129,682	134,678	136,216	136,504
Yatırım Sermayesi (IC)	105,559	107,421	119,581	119,173	119,242
Toplam Borç	2,687	2,473	2,336	1,734	1,289
Net Borç / (Nakit)	-11,479	-8,733	-15,255	-16,340	-15,662
Net Borç / (Nakit) - UV Fin. Yat. - Ert. Gel.	-10,141	-9,038	-17,970	-18,749	-17,546
Net Borç / G12A FAVÖK	-1.9	-1.7	-2.2	-2.3	-2.1
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	9,521	10,865	11,180	12,292	12,944

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.