

## TORUNLAR GYO

**AL**

(önceki: AL)

### Güçlü kira gelirleri ve azalan yatırım harcamaları borç azaltımını destekleyecek

Torunlar GYO için AI tavsiyemizi sürdürürken, şirket için 12 aylık toplam getiri hedefini TRY4.02/hisse (12 aylık hedef fiyat: TRY3.96, hisse başı temettü: TRY0.06) olarak belirliyoruz ki bu toplam hedef değer %31'lik 12 aylık toplam getiri hedefini işaret etmektedir. Torunlar GYO net aktif değerine göre %52 iskonto ile işlem görmektedir ve bu yüksek iskontonun en temel nedeni yüksek döviz ağırlıklı borç yapısıdır. Diğer büyük GYO şirketlerinde bu iskonto %50 seviyesindedir. Torunlar GYO hakkındaki olumlu düşüncemizin temel dayanakları: 1) Güçlü ve sürdürülebilir kira geliri sağlayan ofis ve alışveriş merkezi portföyünün olması 2) Farklılaşmış projeleri sayesinde konut piyasasında gözlemlenen yavaşlamanın olumsuz etkilerine daha az maruz kalması 3) Azalan yatırım harcamaları sayesinde düşüş beklediğimiz borç stoğudur.

**Güçlü kira gelirlerinin şirketin istikrarlı ve sürdürülebilir karlılık yaratmasını desteklemesini bekliyoruz.** Şirketin gayrimenkul portföyünün %75'i kira getirisi olan ofis ve alışveriş merkezlerinden oluşmaktadır. 2017'nin ilk 9 ayında şirket kira gelirlerini yıllık %15 büyütürken 301 milyon TL kira geliri elde etti. Bu güçlü büyümede döviz ağırlıklı kira kontratları ve Antalya alışveriş merkezinin faaliyete geçmesi önemli rol oynadı. 2018'de şirketin 483 milyon TL kira gelirin'e ulaşmasını bekliyoruz ve bu yıllık %16 büyümeye işaret etmektedir. Bu büyümede döviz bazlı kontratlar, Torun Center'dan elde edilecek kira gelirlerinde potansiyel artış ve Antalya alışveriş merkezinin düşük baz etkisinin etkili olmasını bekliyoruz. Şirketin toplam kira getirisi ise %6,7 seviyesinde (2016: %6,3).

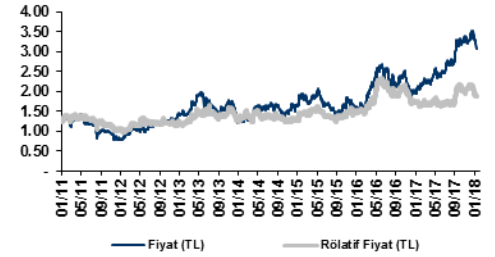
**Farklılaşmış projeleri sayesinde yavaşlayan konut piyasasının olumsuz etkilerine diğer GYO şirketlerine göre daha az maruz kalmaktadır.** Şirket 2015'te inşaatına başladığı 5.Levent projesinde %73 ön-satış rakamına ulaştı ve Aralık 2017 itibarı ile projenin 1. ve 2. fazlarında teslimatlara başladı. Bu sayede 2017'nin son çeyrek finansallarında şirket bu projenin gelirlerini ilk defa muhasebeleştirebilecek ve bu karlılığını destekleyecek. 5. Levent projesinin 3.fazının 2018'in ikinci yarısında başlamasını bekliyoruz. Ayrıca Paşabahçe projesinin inşaat ve lansman çalışmalarının da 2018'in ilk yarısında başlamasını bekliyoruz. Paşabahçe projesi 70 bin m<sup>2</sup> alan üzerinde Beykoz'da yürütülecek. Bu proje için indirgenmiş nakit akım yöntemine göre 961 milyon TL değer hesaplıyoruz (hedef net aktif değer %24'ü).

**Torun Center'da kulelerden birinin olası blok satışı önemli bir katalist olacaktır.** Şirket 3 bloktan biriyle ilgili şirket Katarlı ve Dubaili yatırımcılar ile görüşmekte ve bu bloğu blok olarak satmayı hedeflemekte (bu blok hedef net aktif değer %8'ine tekabül etmektedir). Ayrıca Torun Center'da kira gelirlerinin 2018'de ivme kazanmasını ve şirketin karlılığını olumlu etkilemesini bekliyoruz.

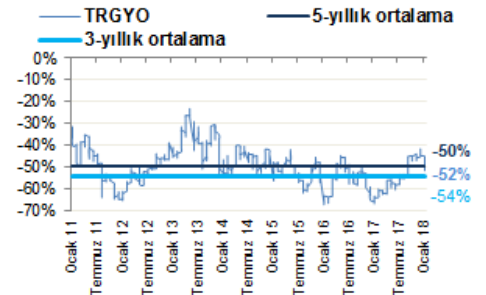
**Mevcut borç seviyesinin düşürülmesi şirketin en temel hedefi ve beklentimiz 2018'de azalan yatırım harcamalarının da katkısıyla bu hedefin gerçekleşmesi.** Şirketin net borcunun yıl sonu itibarı ile 2.9 milyar TL seviyesinde olmasını bekliyoruz. Şirket 2013-2017 yılları arasında devam eden önemli yatırımları (Mall of Istanbul, Torun Center, 5. Levent) nedeni ile oldukça yüksek yatırım harcaması gerçekleştirdi ve net borcu artış gösterdi. 2018 ile beraber yatırım harcamalarında yavaşlama ve net borç borçta düşüş öngörüyoruz. 2018-2020 yılları arasında toplam kira geliri beklentimiz, yatırım harcamalarının %42 üzerindedir ve bu durum da şirketin borçluluğunu azaltacak önemli bir etken olacak.

Hisse Verileri		15 Ocak 2018	
Mevcut fiyat		TRY3.08	
Hedef fiyat		TRY3.96	
Hisse başına temettü		TRY0.06	
Getiri		31%	
Mevcut Piyasa Değeri	TRY3,080mn/	US\$819mn	
Bloomberg Kodu		TRGYO TI	
Hisse Sayısı (mn)		1,000	
Son 12 ay Hisse Fiyat Aralığı		3.52/2.02	
3 ay Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)		1.0	

Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Getiri	-7.6	0.5	17.3	-7.5
BIST100 Relatif getiri	-11.8	-6.7	8.2	-4.9



Torunlar GYO Net Aktif Değere göre İskonto Gelişimi



Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Araştırma Tahminleri, Şirket finansalları

## Finansal Özet

Finansal Özet (TL m)	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T
<b>Gelir Tablosu</b>						
Net satışlar	773	628	666	691	2,181	1,641
Satışların maliyeti	-507	-250	-273	-244	-1,024	-899
<b>Brüt Kar</b>	<b>266</b>	<b>378</b>	<b>392</b>	<b>448</b>	<b>1,157</b>	<b>942</b>
Faaliyet giderleri	-32	-35	-48	-57	-131	-98
<b>VAFÖK</b>	<b>235</b>	<b>344</b>	<b>345</b>	<b>392</b>	<b>1,028</b>	<b>845</b>
Amortisman	1	1	1	2	2	2
<b>Faaliyet gelirleri</b>	<b>235</b>	<b>343</b>	<b>344</b>	<b>391</b>	<b>1,026</b>	<b>843</b>
Finansal gelir/gider	-135	-448	-504	-445	-280	-163
Diğer gelir/gider	14	61	24	48	26	27
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>114</b>	<b>-45</b>	<b>-136</b>	<b>-6</b>	<b>772</b>	<b>707</b>
Vergi	-3	-3	-3	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	947	1,001	1,311	500	400	320
<b>Net kar</b>	<b>1,058</b>	<b>954</b>	<b>1,172</b>	<b>494</b>	<b>1,172</b>	<b>1,027</b>
<b>Bilanço</b>						
Nakit ve nakit benzerleri	859	903	511	825	1,158	1,343
Stoklar	96	1,132	1,068	1,549	872	985
Ticari alacaklar	101	197	205	311	375	414
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1,105</b>	<b>2,349</b>	<b>1,901</b>	<b>3,641</b>	<b>1,855</b>	<b>458</b>
Gayrimenkuller	4,629	5,751	7,754	7,502	9,480	10,910
Finansal yatırımlar	286	321	328	302	332	366
Duran Varlıklar	6,138	6,513	8,476	8,003	10,026	11,512
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>7,242</b>	<b>8,863</b>	<b>10,378</b>	<b>11,644</b>	<b>11,881</b>	<b>11,970</b>
Kısa vadeli finansal borçlar	552	900	1,248	1,408	1,085	839
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>735</b>	<b>1,378</b>	<b>2,387</b>	<b>2,868</b>	<b>2,534</b>	<b>2,269</b>
Uzun vadeli finansal borçlar	2,088	1,905	1,798	2,348	1,809	1,399
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2,550</b>	<b>2,623</b>	<b>2,017</b>	<b>2,347</b>	<b>1,810</b>	<b>1,400</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>3,957</b>	<b>4,861</b>	<b>5,974</b>	<b>6,430</b>	<b>7,536</b>	<b>8,300</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>7,242</b>	<b>8,863</b>	<b>10,378</b>	<b>11,644</b>	<b>11,881</b>	<b>11,970</b>
<b>Net Borç</b>	<b>1,781</b>	<b>1,902</b>	<b>2,535</b>	<b>2,927</b>	<b>1,736</b>	<b>895</b>
<b>Mali Oranlar</b>						
Brüt kar marjı	34%	60%	59%	65%	53%	57%
VAFÖK marjı	30%	55%	52%	57%	47%	52%
Özkaynak karlılığı	30%	22%	22%	8%	17%	13%
Net satışlar büyümesi	125%	-19%	6%	4%	215%	-25%
VAFÖK büyümesi	67%	46%	0%	14%	162%	-18%
Net kar büyümesi	455%	-10%	23%	-58%	137%	-12%
Net borç / Özkaynaklar (x)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.2	0.1
Net borç / VAFÖK (x)	7.6	5.5	7.4	7.5	1.7	1.1

### Yatırım Görüşü

Torunlar GYO 6.4 milyar TL net aktif büyüklüğü ile halka açık 2. en büyük GYO şirkettir. Portföyü ağırlıklı perakende ve ticari kira getiren gayrimenkullerden oluşmaktadır ve bu sayede sürdürülebilir nakit akımı yaratmaktadır. Önümüzdeki dönemde Paşabağçe ve 5.Levent'in 3.etabı gibi projeleri ile diğer GYO şirketlerine göre olumlu yönde farklılaşmasını bekliyoruz. Şirketin ana hedefi mevcut borç seviyesini azaltmaktır ve biz bunun azalacak yatırım harcamaları ve güçlü kira gelirleri ile desteklenmesini bekliyoruz.

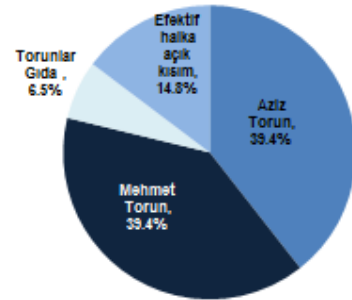
Hisse net aktif değerine göre %52 iskonto ile işlem görmektedir. İskontunun son 5 yıllık ortalaması %50 seviyesindedir (büyük GYO şirketleri ortalaması %50).

### Hisse için beklentiler ve riskler

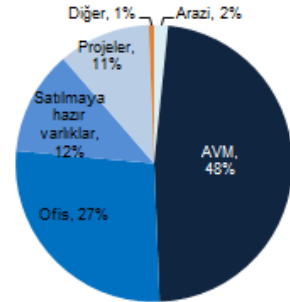
Katalistler: 1) Torun Center'da kulelerden birinin olası blok satışı 2) Torun Center'da kira gelirlerini arttıracak olası kira sözleşmelerinin açıklanması 3) TL'nin ABD Doları karşısında değer kazanması

Riskler: 1) TL'nin ABD Doları karşısında ciddi değer kaybı 2) TL faizlerin ciddi artışı durumunda konut talebinin ciddi yavaşlaması 3) Türk varlıklarına olan risk algısında bozulma

### Torunlar GYO Ortaklık Yapısı



### Torunlar GYO Gayrimenkul Portföyü



## Değerleme Özeti

Torunlar GYO için 12 aylık toplam getiri hedefini 4.02TL (12 aylık hedef hisse fiyatı: 3.96TL ve hisse başı temettü 0.06TL) olarak revize ettik. Şirket için %31 toplam getiri potansiyeli ile AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Hedef fiyatımıza parçaların toplamı yöntemi ile ulaşıyoruz ve 31 Aralık 2017 tarihli ekspertiz raporlarını kullanıyoruz: 1) Araziler için ekspertiz değerine %50 iskonto uyguluyoruz 2) Kira getiren varlıklar için ekspertiz değerine %20 ve %40 aralığında iskonto uyguluyoruz 3) Satılmaya hazır varlıklar için ekspertiz değerine %40 iskonto uyguluyoruz 4) Paşabahçe ve 5.Levent'in 3.fazı projeleri için indirgenmiş nakit akım yöntemini kullanıyoruz. TL risksiz getiri oranını %11.75 olarak uyguluyoruz ve toplam sermaye maliyetini %15.6 olarak hesaplıyoruz.

### Torunlar GYO Güncel ve Hedef Net Aktif Değer Tablosu

milyon TL	Değerleme Yöntemi	Ekspertiz Değeri	Hedef Net Aktif Değer
<b>Arazi</b>		<b>153</b>	<b>77</b>
Antalya -Kepez	Ekspertiz değer %50'si iskonto	78	39
Istanbul - Kayabasi	Ekspertiz değer %50'si iskonto	53	27
Istanbul - Eyup	Ekspertiz değer %50'si iskonto	22	11
<b>Kira Getiren Varlıklar</b>		<b>7,093</b>	<b>4,934</b>
<b>Alışveriş Merkezleri</b>		<b>4,488</b>	<b>3,065</b>
Mall of Istanbul	Ekspertiz değer %20'si iskonto	1,860	1,488
Bursa - Korupark	Ekspertiz değer %40'i iskonto	1,293	776
Istanbul - Torium	Ekspertiz değer %40'i iskonto	465	279
Bursa - Zafer Plaza	Ekspertiz değer %40'i iskonto	292	175
Deepo Outlet Center+Mall of Antalya	Ekspertiz değer %40'i iskonto	578	347
<b>Ofisler</b>		<b>2,547</b>	<b>1,834</b>
Office - Torun Tower	Ekspertiz değer %20'si iskonto	1,532	1,226
Torun Center-offices	Ekspertiz değer %40'i iskonto	1,015	609
<b>Diğer</b>		<b>58</b>	<b>35</b>
Istanbul - Beyoglu - Kemankes building	Ekspertiz değer %40'i iskonto	58	35
<b>Satılmaya Hazır Varlıklar</b>		<b>1,144</b>	<b>686</b>
Torun Center - residences	Ekspertiz değer %40'i iskonto	1,023	614
Mall of Istanbul	Ekspertiz değer %40'i iskonto	71	43
Nish-Istanbul	Ekspertiz değer %40'i iskonto	16	9
Bursa - Korupark, Commercial units&storages	Ekspertiz değer %40'i iskonto	21	12
Bursa - Korupark, residances	Ekspertiz değer %40'i iskonto	13	8
Torium residential units	Ekspertiz değer %40'i iskonto	1	0
<b>Projeler</b>		<b>1,011</b>	<b>1,335</b>
5th Levent 3.faz	İndirgenmiş nakit akımı	0	195
Mall of Istanbul Phase 2 - Office+Hotel	Ekspertiz değer %30'u iskonto	256	179
Paşabahçe	İndirgenmiş nakit akımı	755	961
<b>Toplam Portföy Değeri</b>		<b>9,401</b>	<b>7,032</b>
<b>İştirakler</b>		<b>338</b>	<b>338</b>
Ankara - Ankamall (14.8%)		251	251
Mugla - Marmaris - Netsel Marina (45%)		39	39
Samsun (40%)		48	48
<b>Menkul Kıymet Portföyü</b>		<b>825</b>	<b>825</b>
<b>Toplam Portföy Değeri</b>		<b>10,564</b>	<b>8,195</b>
Diğer Varlıklar		1,044	1,044
Yükümlülükler		5,214	5,214
<b>Net Aktif Değeri</b>		<b>6,393</b>	<b>4,025</b>
<b>Güncel piyasa değeri</b>		<b>3,080</b>	
<b>Güncel net aktif değer güncel piyasa değerine göre iskontosu</b>		<b>-52%</b>	
Hisse Sayısı (mn)			1,000
<b>Hedef fiyat -temettü dahil (hisse başına TRY)</b>			<b>4.02</b>
Temettü			0.06
Hedef fiyat -temettü hariç (hisse başına TRY)			3.96
<b>Toplam getiri (%)</b>			<b>31%</b>

Kaynak: YKY Araştırma tahminleri, Şirket finansalları

**ÇEKİNCE:**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.