



Şirket Özel – TORUNLAR GYO (TRGYO)

2016 yılında Torun Center ön plana çıkacak....

14 Mart 2016 Pazartesi

Döviz kurlarındaki artışlar net kârı olumsuz etkiledi...

2015 yılında teslimlerdeki azalma nedeniyle şirketin cirosu bir önceki yıla göre %18.8 düşerek 628 milyon TL'ye gerilemiştir. Ancak, çeyresel olarak incelediğimizde, dördüncü çeyrekte Torun Center teslimlerinin katkısıyla satış gelirlerinin arttığı görülmüştür. Ayrıca, 2015 yılında hem MOİ AVM hem de Torun Tower'ın katkılarıyla kira gelirleri de 2014 yılına göre %75 artış göstermiştir. Cirodaki gerilemeye rağmen, kiralama maliyetlerinin düşük olması nedeniyle, kira gelirlerindeki artış brüt kâra olumlu yansımış ve brüt kâr 266 milyon TL'den 378 milyon TL'ye yükselmiştir. Faiz, amortisman ve vergi öncesi kâr (FAVÖK) da 230 milyon TL'den 354 milyon TL'ye, FAVÖK marjı %30'dan %56'ya çıkmıştır. Faaliyet kârlılığındaki iyileşmeye rağmen, yüksek döviz yükümlülüğü nedeniyle şirketin net kârı döviz kurlarındaki yükselişlerden olumsuz etkilenmiştir. 2015 yılında kur farkı giderleri nedeniyle net kâr 953.6 milyon TL'ye gerilemiştir. (2014: 1 milyar TL).

Torun Center'da teslimler başladı...

2015 yılı Aralık ayı itibarıyla proje kapsamında ofis teslimlerine başlanmış olup, 189 milyon TL'si satış hasılatına, 49 milyon TL'si kur farkı nedeniyle esas faaliyetlerden diğer gelirler kalemi altına kaydedilmek üzere 237 milyon TL'lik teslim gerçekleştirilmiştir. 31.12.2015 tarihi itibarıyla kısa vadeli stoklar kalemi altında 1 milyar TL değerinde gayrimenkul dikkat çekmektedir. Torun Center projesinde yaklaşık 50 bin – 55 bin m² alanın (yatay ve kule ofislerden gelen parçalı alan ve ticari alandan oluşmaktadır) kiralanması, diğer alanların satılması planlanmaktadır. 2016 yılında projede yapılacak satışların şirketin satış geliri ve kârlılığına pozitif katkı yapacağını düşünüyoruz.

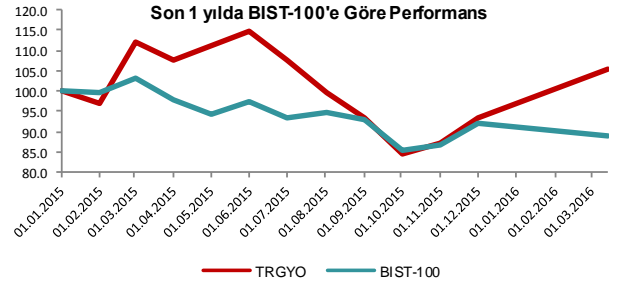
SONUÇ

2015 yılında yüksek kira gelirleri elden eden şirketin, bu performansı 2016 yılında da devam ettireceğini düşünüyoruz. Şirket, 2016 yılında 373 milyon TL kira geliri elde etmeyi öngörmektedir. Yüksek kira gelirinin yanı sıra, Torun Center satışlarından beklenen güçlü satış geliri beklentisi 2016 yılında Torunlar GYO'yu ön plana çıkaracak etkenler olacak. Ayrıca, 5. Levent projesinden olumlu ön satış rakamları ve Antalya Deepo büyüme projesine başlanmasının şirket için pozitif olacağını düşünüyoruz. 03 Mart 2016 yılında yayınladığımız kapsamlı raporumuzda verdiğimiz Endeks Üzerinde Getiri kararımızı koruyor, hedef fiyatımızı 4.55 TL'ye revize ediyoruz.

TRGYO

Endeks Üzeri

Cari Fiyat	3.97		
Hedef Fiyat	4.55		
Potansiyel Getiri	14.61%		
52 Haftalık En Düşük/Yüksek	2.66 / 4.29		
Beta (S1Y)	1.14		
BİST-100	79,380		
TRGYO	TL		
Piyasa Değeri	1,985,000,000		
Hisse Adedi	500,000,000		
Halka Açıklık Oranı	25.00%		
Ortalama İşlem Hacmi (3 Ay)	2,301,162		
Fiyat Performansı (%)	S1A	S3A	S1Y
TRGYO	19.22	31.46	12.30
BİST-100	11.90	12.95	1.41
BİST-100 RELATİF	7.32	18.51	10.89



GYO (BİST 100) Sektörü NAD/PD

HİSSE	NET AKTİF DEĞER	Cari Piyasa Değeri	NAD/PD
ALGYO	636,210,889	265,204,771	2.40
ISGYO	2,863,579,697	1,335,340,000	2.14
VKGYO	928,051,692	482,690,000	1.92
SAFGY	1,307,574,080	656,085,235	1.99
SNGYO	1,516,972,815	354,000,000	4.29
HLGYO	1,756,808,378	765,290,000	2.30
EKGYO	15,933,889,570	10,412,000,000	1.53
TOPLAM	24,943,087,121	14,270,610,006	1.75
TOP. (EKGYO HARİÇ)	9,009,197,551	3,858,610,006	2.33

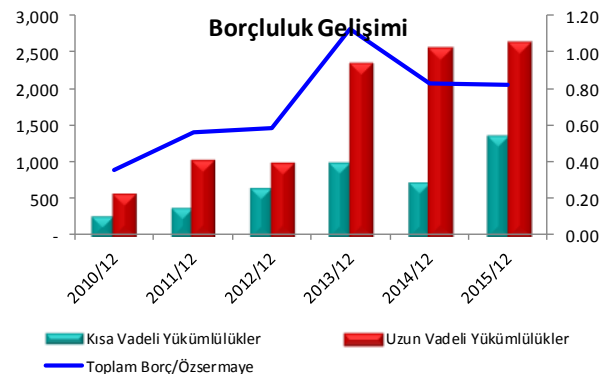
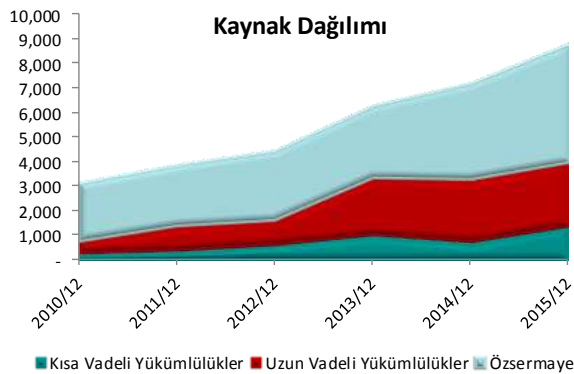
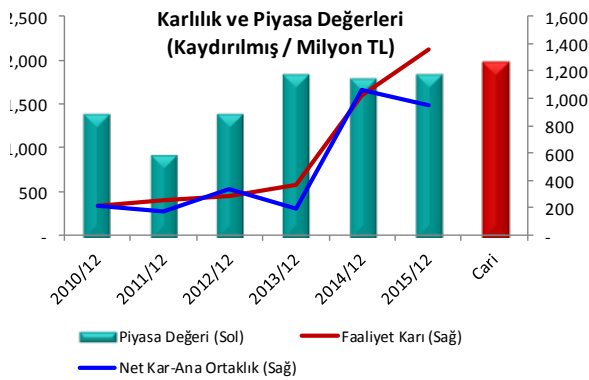
İbrahim BAYRAKTAR
Araştırma Uzmanı

ibayraktar@gedik.com / (+90) 212 356 16 52

AÇIKLANAN SON MALİ TABLOLAR

Özet Tablolara (Kümülatif / Mln TL)

Gelir Tablosu (Mln TL)	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	% Değişim
Satış Gelirleri	233	163	225	344	773	628	-18.8%
Satışların Maliyeti (-)	153	63	86	178	507	250	-50.6%
Brüt Kar	80	100	139	166	266	378	41.8%
Faaliyet Giderleri (-)	29	25	17	26	32	35	11.2%
Faaliyetlerle ilğ. Diğ. Gel-Gid(net)	-1	-6	-1	2	-5	11	-311.1%
Faaliyet Karı	217	253	277	364	1,021	1,355	32.7%
Finans Gelir-Gider (net)	-16	-119	50	-245	-135	-448	233.1%
Vergi Öncesi Kar	216	179	339	192	1,061	957	-9.8%
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	1	2	2	1	3	3	5.6%
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık)	214	177	337	191	1,059	954	-9.9%
Bilanço (Mln TL)							
Dönen Varlıklar	573	841	1,111	1,785	1,105	2,349	112.6%
Duran Varlıklar	2,631	3,102	3,383	4,567	6,138	6,513	6.1%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	283	388	668	1,018	735	1,378	87.4%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	552	1,022	980	2,346	2,550	2,623	2.9%
Özsermaye	2,369	2,533	2,847	2,988	3,957	4,861	22.8%
Sermaye	224	224	500	500	500	500	0.0%
Toplam Aktif/Pasif	3,204	3,944	4,494	6,352	7,242	8,863	22.4%
Rasyolar							
Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.03	2.17	1.66	1.75	1.50	1.70	
Duran Varlıklar/Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.76	3.03	3.45	1.95	2.41	2.48	
Toplam Borç/Özsermaye	0.35	0.56	0.58	1.13	0.83	0.82	
Toplam Borç/FAVÖK	2.43	4.11	4.79	9.79	9.56	11.65	
Borçluluk Oranı	26%	36%	37%	53%	45%	45%	
Özsermaye Karlılığı	9%	7%	12%	6%	27%	20%	
Favök Marjı	147.5%	210.9%	152.7%	99.9%	44.4%	54.7%	
Faaliyet Kar Marjı	93.2%	155.0%	123.2%	105.8%	132.0%	215.7%	
Net Kar Marjı	92.0%	108.8%	149.7%	55.4%	136.9%	151.8%	



Kira gelirlerindeki artışın devam etmesi bekleniyor....

	2012	2013	2014	2015	2016 (T)
Kira Geliri	105,948,000	115,990,000	177,190,000	309,864,000	373,302,000
Kira Verimliliği	5.2%	6.9%	5.1%	7.97%	9.60%

2015 yılında MOİ AVM ve Torun Tower'ın katkısıyla kira gelirini %75 artıran şirketin, 2016 yılında kira performansını devam ettirmesini bekliyoruz. Şirket 2016 yılına yönelik vermiş olduğu tahminlerde, 373 milyon TL kira öngörürken, mevcut firma değeri ile hesapladığımızda kira verimliliğinin %9.60'a yükselmesini öngörüyoruz.

Piyasa değeri net aktif değerine göre %63 iskontolu işlem görüyor...

TRGYO Net Aktif Değer Hesaplaması	
Portföy Değeri	8,757,748,729.00 TL
<i>Toplam Ticari Alacaklar (+)</i>	<i>301,100,000</i>
<i>Toplam Diğer Alacaklar (+)</i>	<i>975,000</i>
<i>Peşin Ödenmiş Giderler (+)</i>	<i>193,448,000</i>
<i>Diğer Varlıklar (+)</i>	<i>70,062,000</i>
<i>Toplam Yükümlülükler (-)</i>	<i>4,001,421,000</i>
Net Aktif Değer	5,321,912,729
<i>Piyasa Değeri</i>	<i>1,985,000,000 TL</i>
Prim/İskonto	-63%

Portföyünde kira geliri elde edilen AVM, satış aşamasında inşaat projeleri, proje geliştirmesi planlanan arsalar ve çeşitli alanlarda faaliyet gösteren iştirakler bulunan Torunlar GYO'nun net aktif değeri 31.12.2015 tarihi itibarıyla 5.3 milyar TL'dir. Hisse başı net aktif değeri 10.6 TL olan Torunlar GYO, NAD'a göre %63 iskontolu işlem görmektedir.

Öneriler ve Anlamları

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri

Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler

Endeks Üzeri Getiri

Eğer hisse için bu karar verilmişse, Bu karar, orta ve uzun vadede endekse göre daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Eğer hisse hakkında “Endeks Üzeri Getiri” kararı verilmişse, kararın altında teknik ya da temel olarak bir baz senaryomuz vardır. Bu kararlar hissenin yükseleceğini garanti etmez. Raporun hangi tarih ve saatte hazırlandığı raporun ön sayfasında yer almaktadır. Bu tarih ve saatten sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir. Bu gibi beklenmedik gelişmeler, şirket hakkında oluşturulan baz senaryoyu değiştirecek boyutta olursa, “Endeks Üzeri Getiri” kararı değiştirilebilir ve “Endeks Altı Getiri” kararı dahi verilebilir.

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri

Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler

Endekse Paralel Getiri

Tut, Nötr

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Bunlar; 1) Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Yani şirket faaliyetlerinin var olan patikada devam edeceğini düşünüyorsak “endekse paralel getiri” bekliyor olabiliriz. 2) Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı yada yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri

Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler

Endeks Altı Getiri

Sat, Ağırlığını Azalt, Azalt

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede “Endeks Altı Getiri” beklendiğini gösterir “Endeks Altı Getiri” kararı verilmesinin sebepleri şunlar olabilir;

- Kriter 1)** Hisse senedinin fiyatı, yapmış olduğumuz ileriye dönük satış ve kâr tahminlerini baz aldığımızda dahi yüksek piyasa çarpanlarına veya İndirgenmiş Nakit Akımlarına (İNA) göre daha düşük bir değere işaret ediyor olabilir. Diğer bir deyişle mali durumu, sektör içindeki durumu çok iyi olsa bile, piyasa fiyatı olması gereken fiyatın en az yüzde 10-20 üzerine çıkmış olabilir.
- Kriter 2)** Gelecekte, makro ekonomideki veya bulunduğu sektördeki durum nedeniyle şirketin faaliyetlerinin zayıflayacağı ve beklentilerden daha düşük performans göstereceği tahmin edilmişse ve henüz fiyatlanmadığı düşünülüyorsa ya da Gelen bir haber üzerine, şirketin geleceğe dönük performansında radikal olumsuz değişim olacağı düşünülüyorsa.
- Kriter 3)** Hisse fiyatlarının aşırı dalgalanma yapmaya başlaması ve bu dalgalanmanın tarihsel verilerle karşılaştırıldığında çok yüksek olması veya olağan dışı miktar ve fiyat hareketleri karakteri sergilemesi, karakterler taşımaya başlaması söz konusu olduğunda “Endeks Altı Getiri” kararı verilebilir.
- Kriter 4)** Şirket yönetimi değişiyor veya şirket el değiştiriyor olabilir ve bu durum geleceğe dönük belirsizlikler yaratmışsa ve geleceğe ilişkin tahmin yapmak zor hale gelmişse ya da Şirketin faaliyet Raporunda, SPK’nın ilgili yönetmeliği çerçevesinde yeterli açıklayıcı ve yatırımcıyı bilgilendirici yeterli bilgi verilmemişse, şirketin yatırımcı ilişkileri birimiyle iletişime geçilmesine rağmen, şirket hakkında geleceğe dönük tahminler yapılabilecek yeterli düzeyde bilgilere ulaşılamamışsa bu karar verilebilir.

“Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da, önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

Gedik Yatırım Menkul Değerler

Murat Tanrıöver
Genel Müdür Yardımcısı

Üzeyir Doğan
Yatırım Dan. ve Araştırma Müdürü

Araştırma

Yılmaz Altun *115	Gıda, Teknoloji Perakendeciliği, Otomotiv, Holdingler	yaltun@gedik.com	0 212 356 16 52
Ceren Bakçay *116	Gıda&İçecek, Kimyasallar, Cam, Holdingler	cbakcay@gedik.com	0 212 356 16 52
Ali Erkan Tanacıoğlu *113	FX Piyasaları, Lastik, Boya, Çimento	atanacioglu@gedik.com	0 212 356 16 52
İbrahim Bayraktar *114	Enerji, Gyo, Gübre	ibayraktar@gedik.com	0 212 356 16 52
Hakan Çal *119	Metal Ana Sanayi	hcal@gedik.com	0 212 356 16 52

Ünvan : Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Adres : Necatibey Cad. Alipaşa Değirmen Sok. No:24 80040 Tophane/Karaköy
(Yatırım Danışmanlığı Araştırma Birimi)
Tel : (90) 0212 356 16 52
E-mail : gyd@gedik.com

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

İSTANBUL**Genel Müdürlük**

Cumhuriyet Mah. E-5 Yanyol No: 29 34876
Yakacık/Kartal/İSTANBUL
Tel: (216) 453 00 00 pbx
Faks: (216) 377 11 36

Bakırköy

Cevizlik Mah. Muhasebeci Sok. Neşe Han No: 1 Kat:3
Bakırköy/İSTANBUL
Tel:(212) 660 85 25
Faks: (212) 570 03 03

Erenköy

Bağdat Cad. Kantarcı Rıza Sok. Sarıca Apt. No: 3 Kat: 1 Daire: 4 Erenköy/
Kadıköy/İSTANBUL
Tel: (216) 360 46 66
Faks: (216) 360 63 83

Etiler

Aydar Cad. Metro İşhanı No: 10, D: 6, K: 2 Levent /Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: (212) 270 41 00
Faks: (212) 270 61 10

Kapalıçarşı

Kürkçüler Sk. No: 25 Eminönü/Kapalıçarşı/İSTANBUL
Tel: (212) 513 40 01
Faks: (212) 527 16 86

Şişli

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Loft Residence A BLOK
No: 201 K: 6 D: 106 Şişli/İSTANBUL
Tel: (212) 281 78 84
Faks: (212) 283 92 80

Ümraniye

Atatürk Mah. Alemdağ Cad. No: 122/1 Ümraniye/İSTANBUL
Tel: (216) 461 33 90
Faks: (216) 461 33 92

Altıyol (Fenerbahçe Şubesi)

Hacı Mehmet Sok. 24 E Dalyan Konut Sitesi D: 6 34726
Fenerbahçe/Kadıköy/İSTANBUL
Tel: (216) 360 59 60 (pbx)
Faks: (216) 368 66 10

Gedik Private Zorlu Center Şubesi

Levazım mah. Kuru sok. No:2 Zorlu Center Teras Evler K:2 D:207
Beşiktaş/İstanbul
Tel: (212) 356 16 52
Faks: (212) 356 16 55

Tophane

Necatibey Cad. Alipaşa Degirmen Sok. No: 24 80040 Tophane/Karaköy/
İSTANBUL
Tel: (212) 251 60 06
Faks: (212) 293 49 03

Maltepe

Bağlarbaşı Mah. Bağdat Caddesi. Gedik İş Merkezi
A Blok No: 414
Kat: 2 Daire: 22 İSTANBUL
Tel: (216) 399 00 42
Faks: (216) 399 18 17

Şaşkınbakkal

Bağdat Cad. Esen Apt. No: 351/5 Şaşkınbakkal/İSTANBUL
Tel: (216) 411 23 53
Faks: (216) 411 23 54

İzmit Şube

Yenişehir mah. Demokrasi cad. no:54/C Daire: 201 Kocaeli/İzmit
(262) 311 36 79

ANKARA**Kızılay**

Sümer Birinci Sok. No: 13/3 Demirtepe/ANKARA
Tel: (312) 232 09 49
Faks: (312) 231 46 27

Çankaya

Simon Bolivar Cad. No: 8/6 Çankaya/ANKARA
Tel: (312) 438 27 00
Faks: (312) 438 27 47

Ulus

Ulus Şehir Çarşısı 4. Kat No: 170 Ulus/ANKARA
Tel: (312) 311 49 59
Faks: (312) 311 35 34

ANTALYA

Tahıl Pazarı Mah.404 Sok. Hafız Ahmet Bedesteni No: 5/29-30 ANTALYA
Tel: (242) 248 35 20 (pbx)
Faks: (242) 244 29 10

BURSA

Şehreküstü Mah. Aydı Plaza İş Merkezi No: 17 Fomara/BURSA
Tel: (224) 220 51 50
Faks: (224) 220 50 99

DÜZCE

Cedidiye Mah. Hafız Hasan Efendi Cad. No: 17/1 Merkez/DÜZCE
Tel: (380) 524 08 00
Faks: (380) 524 08 07

DENİZLİ

Saraylar Mah. İkinci Ticari Yol Sok. No: 32 Kat: 4 DENİZLİ
Tel: (258) 263 80 15
Faks: (258) 241 91 01

ELAZIĞ

Yeni Mah. Gazi Cd. No: 28/3 ELAZIĞ
Tel: (424) 233 28 01/237 09 98
Faks: (424) 233 27 35

ESKİŞEHİR

Sakarya Cad. Köprübaşı Şen Sok. Onur İşhanı No: 1 Kat: 4 ESKİŞEHİR
Tel: (222) 230 09 08
Faks: (222) 220 37 02

GEBZE

Hacı Halil Mah. Hükümet Cad. No: 95 Gebze/KOCAELİ
Tel: (262) 642 34 00
Faks: (262) 641 82 01

İZMİR

Cumhuriyet Bulvarı No:131 Cevher Apt. Kat: 2 D: 3/4
Alsancak/İZMİR
Tel: (232) 465 10 20
Faks: (232) 220 37 02

KONYA

Beyazıt Mahallesi, Hüsnü Aşk Sok. Bezirci İş Merkezi Kat:4 D:403
Selçuklu / KONYA
Tel: (332) 238 59 60
Faks: (332) 238 59 75

MALATYA

Büyük Hüseyin Bey Mah. Atatürk Cad. Anadolu İş Merkezi K: 3
No: 23 D: 9-10-11 Battalgazi / MALATYA
Tel: (422) 325 62 67
Faks: (422) 322 23 72

MANİSA

Anafartalar Mah. Mustafa Kemal Paşa Cad. Kamil Mentiş Apt.
No: 34/1 MANİSA
Tel: (236) 239 42 98
Faks: (236) 239 43 02

MERSİN

Mahmudiye Mah. Atatürk Cad. Adil Kanun İş Hanı Kat: 2
Akdeniz / Mersin
Tel: (324) 238 18 18
Faks: (324) 231 22 52 / 238 18 24

UŞAK

İsmetpaşa Cad. No: 63 K: 2 Mavi Plaza UŞAK
Tel: (276) 227 27 44
Faks: (276) 227 27 37