

12 Kasım 2018 Pazartesi

Kısa Vadeli Öneri	Endeks Üzeri Getiri	Hedef Fiyat (TL)	2,35	FD/FAVÖK (Cari):	7x				
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	1,62	F/K (Cari):	a.d.				
<b>UFRS Gelir Tablosu - Öze</b>		<b>Açıklanan</b>			<b>Beklenti</b>		<b>Sapma %</b>		
(mn TL)	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	341	654	-48,0%	166	105,7%	392	390	-13%	-13%
Brüt Kar	135	255	-47,0%	118	14,9%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	125	237	-47,1%	104	20,4%	195	195	-36%	-36%
Net Dönem Karı	-974	-218	346,0%	17	a.d.	-969	-895	1%	9%
<b>Brüt Kar Marjı</b>	39,7%	39,0%	0,7 yp	71,1%	-31,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
<b>FAVÖK Marjı</b>	36,8%	36,2%	0,6 yp	62,8%	-26 yp	49,7%	49,9%	-13 yp	-13,2 yp
<b>Net Kar Marjı</b>	-286,1%	-33,4%	-252,7 yp	10,5%	-296,6 yp	-247,1%	-229,4%	-39 yp	-56,6 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

### Kur farkı gideri nedeniyle net zarar açıkladı (-)

Torunlar GYO 3Ç18 için beklentimize paralel 974 mn TL net zarar açıkladı. 3Ç'de TL'deki yaşanan değer kaybının etkisi ve yaklaşık 4,4 mlr TL karşılığı taşıdığı açık döviz pozisyonu nedeniyle Şirket'in 1,1 mlr TL kur farkı gideri kaydetmesi, açıklanan net zararın en önemli kaynağını oluşturmuştur. Şirket'in operasyonel sonuçları, hem bizim hem de piyasa beklentilerinin altında kalmıştır. Özellikle proje teslimatlarının azalması nedeniyle Şirket'in 3Ç'de net satış gelirleri çeyrek bazda %48 oranında gerilemiştir. Şirketin operasyonel karlılığının tahminlerin altında seyretmesi ile büyüyen net zarar nedeniyle 3Ç sonuçlarının hisse performansı üzerine etkisini olumsuz olarak değerlendiriyoruz. Son 1 aylık dönemde şirket hisseleri BIST 100 getirisine göre %4,1 daha iyi performans göstermiştir. Değerlemede kullandığımız risksiz faiz oranı güncellememiz, TL'deki değer kaybı ve Şirket'in net borç pozisyonundaki artışı göz önünde bulundurarak yaptığımız parçaların toplamı değerlendirme çalışması sonucunda Şirket için hedef fiyatımızı 3,39 TL'den 2,35 TL'ye aşağı yönde revize ediyoruz. Torunlar GYO için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede "AL" önerimizi koruyoruz.

- Torunlar GYO 3Ç18 için bizim tahminimizin %1,0, Research Turkey konsensüs tahminlerinin %9 üzerinde 974 mn TL net zarar açıkladı. Şirket 2Ç'de 218 mn TL net zarar açıklamıştı. 3Ç'de TL'deki yaşanan değer kaybının etkisi ve yaklaşık 4,4 mlr TL karşılığı taşıdığı açık döviz pozisyonu, Şirket'in 1,1 mlr TL kur farkı gideri kaydetmesinde ve de açıklanan zararda etkili olmuştur. Bir önceki çeyreğe göre proje teslimlerinin azalması da 3Ç operasyonel karlılığı olumsuz etkilemiştir.
- Şirketin 3Ç'de satış gelirleri, 392 mn TL'lik beklentimizin altında 341 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, azalan proje teslimatları nedeniyle bir önceki çeyreğe göre %48 düşüş göstermiştir. Gelirlerin kırımına göre, 2Ç'de 505 mn TL düzeyinde olan proje teslimatlarından elde edilen gelir 3Ç'de 167 mn TL'ye gerilerken, ortak alan dahil kira geliri bir önceki göre %16,1 oranında artarak 173 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Ayrıca Şirket 2017 yılının son çeyreğinde teslimlere başladığı 5. Levent projesinden 2018 Eylül sonu itibarıyla 1.526 adet konutun teslimatını yaparak, 1,39 mlr TL satış hasılatı elde etmiştir.
- Torunlar GYO'nun FAVÖK'ü 3Ç'de çeyrek bazda %47 azalarak 125 mn TL ile beklentimizin %36 altında gerçekleşti. Özellikle satılan konut ve ofis maliyetlerinin tahminlerimizin üzerinde kalması ve Şirket'in 3Ç'de proje satışlarından 3,6 mn TL brüt zarar elde etmesi FAVÖK tahminimizde aşağı yönlü sapmaya neden oldu.
- Torunlar GYO'nun 3Ç'de net borç pozisyonunu 3,5 mlr TL'den 4,5 mlr TL'ye yükselmiştir. Aynı dönemde Şirket'in net aktif değeri ise artan borç nedeniyle yılbaşına göre %17 oranında azalarak 5,28 mlr TL'ye gerilemiştir.
- Şirket için 2018 yıl sonu 1,9 mlr TL net satış ve 1,0 mlr TL FAVÖK tahminlerimizi korurken, 9 aylık dönemdeki 1,6 mlr TL'lik kur farkı gideri ve 4Ç'de TL'deki değer artışının devam edeceği varsayımı sonucunda Şirket'in kur farkı geliri kaydedeceği

Analist: Tuğba SAYGIN  
e-posta: [tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr](mailto:tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr)  
Tel: +90 212 403 41 31

12 Kasım 2018 Pazartesi

beklentisi ile birlikte 1,0 mlr TL olan net kar tahminimizi 182 mn TL net zarar olarak revize ediyoruz.

- Son 1 aylık dönemde şirket hisseleri BIST 100 getirisine göre %4,1 daha iyi performans göstermiştir. Değerlemede kullandığımız risksiz faiz oranındaki güncellememiz, TL'deki değer kaybı ve Şirket'in net borç pozisyonundaki artışı göz önünde bulundurarak yaptığımız parçaların toplamı değerlendirme çalışması sonucunda Şirket için hedef fiyatımızı 3,39 TL'den 2,35 TL'ye aşağı yönde revize ediyoruz. Yeni hedef hisse başı fiyatımıza göre %45,2 yükselme potansiyeli taşıyan Torunlar GYO için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede "AL" önerimizi koruyoruz.

## Torunlar GYO Net Aktif Değer - Parçaların toplamı, mn TL

	Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri	Ağırlık
<b>Arsalar ve Araziler</b>		<b>177</b>	<b>2%</b>
İstanbul Eyüp Arsası (5.720,90 m <sup>2</sup> )	Ekspertiz %20 iskonto	177	
İstanbul, Başakşehir, Kayabaşı Arsası (60.833,20 m <sup>2</sup> )			
Antalya Kepez Arsalar - Antalya			
Mall of İstanbul Projesi 3. Faz (12.131,79 m <sup>2</sup> )			
<b>Binalar</b>		<b>5.739</b>	<b>78%</b>
Zafer Plaza AVM - Bursa (%72,26 hisse)	İNA	184	
Korupark AVM - Bursa	İNA	778	
Torium AVM - İstanbul	İNA	257	
Mall of İstanbul AVM - İstanbul	İNA	1.264	
Torun Tower (Ofis Binası) - İstanbul	İNA	645	
Mall of Antalya, Antalya	İNA	169	
Deepo Outlet, Antalya	İNA	201	
Torun Center, İstanbul	İNA	1.424	
5. Levent, İstanbul	İNA	674	
Diğer	Ekspertiz %20 iskonto	143	
<b>Projeler</b>		<b>1.129</b>	<b>15%</b>
Mall of İstanbul Projesi 2.Faz - Rezidans+Otel	İNA	268	
Paşabahçe Projesi	İNA	862	
<b>Toplam Gayrimenkuller</b>		<b>7.045</b>	
<b>İştirak Portföyü</b>		<b>274</b>	<b>4%</b>
Yeni Gimat GYO (%14,83 hisse)	Piyasa Değeri	188	
Netsel Marina - (%44,60 hisse) - Marmaris	Defter Değeri @ 1x	39	
Bulvar Samsun AVM - (%40 hisse) - Samsun	Defter Değeri @ 1x	48	
<b>Toplam Portföy Değeri</b>		<b>7.320</b>	<b>100%</b>
<b>Net Borç</b>		<b>-4.501</b>	
Faaliyet Giderlerinin Şimdiki Değeri		-467	
<b>Özsermaye Değeri</b>		<b>2.352</b>	
<b>Ödenmiş Sermaye</b>		<b>1.000</b>	
<b>Hedef Fiyat</b>		<b>2,35</b>	
<b>Kapanış</b>		<b>1,62</b>	
<b>Yükselme Potansiyeli</b>		<b>45,2%</b>	

12 Kasım 2018 Pazartesi

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	3Ç18	2Ç18	Çeyreksel %	3Ç17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	341	654	-48%	166	106%	392	390	-13%	-13%
SMM	-205	-399	-49%	-48	329%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	135	255	-47%	118	15%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-10	-19	-45%	-14	-28%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	125	237	-47%	104	21%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	125	237	-47%	104	20%	195	195	-36%	-36%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-1.099	-455	142%	-86	1176%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	-974	-218	346%	17	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	-974	-218	346%	17	a.d.	-969	-895	1%	9%
Brüt Kar Marjı	40%	39%	0,7 yp	71%	-31,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	37%	36%	0,6 yp	63%	-26 yp	49,7%	49,9%	-13 yp	-13,2 yp
Net Kar Marjı	-286%	-33%	-252,7 yp	10%	-296,6 yp	-247,1%	-229,4%	-39 yp	-56,6 yp

Bilanço (m n TL)	9A18	6A18		9A17	
Dönen Varlıklar	2.387	2.580	-7%	2.722	-12%
Hazır Değerler	832	628	33%	778	7%
Menkul Kıymetler	0	154	-100%	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	172	165	4%	180	-5%
Stoklar	1.318	1.509	-13%	1.615	-18%
Diğer Dönen Varlıklar	65	124	-47%	149	-56%
Duran Varlıklar	8.809	8.777	0%	8.361	5%
Aktif Toplamı	11.196	11.357	-1%	11.083	1%
KV Borçlar	2.974	2.082	43%	2.810	6%
KV Finansal Borçlar	2.447	1.361	80%	1.339	83%
KV Ticari Borçlar	107	113	-5%	106	1%
Diğer KV Borçlar	419	608	-31%	1.365	-69%
UV Borçlar	2.938	3.016	-3%	2.235	31%
UV Finansal Borçlar	2.886	2.933	-2%	2.234	29%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	52	83	-38%	1	4572%
Öz Sermaye	5.284	6.259	-16%	6.038	-12%
Pasif Toplamı	11.196	11.357	-1%	11.083	1%
<b>Net Borç</b>	<b>4.501</b>	<b>3.513</b>	<b>28%</b>	<b>2.796</b>	<b>61%</b>
Alacak Tahsilat Süresi	31	35		129	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	502	601		2819	
Ticari Borç Ödeme Süresi -	35	42		249	
Nakit Döndürme Süresi	514	615		2873	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT, CIFE**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Mehtap İLBI**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

**Umut Deniz PAK**

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.