



KONUT SEKTÖRÜ DEĞERLENDİRMEMİZ 2015

ARALIK 2014

KONUT SEKTÖRÜ - 2015

2013 yılında toplamda 1,15 milyon adet ile rekor konut satış rakamına ulaşılan sektörde 2013 Aralık'ta yurt içinde başlayan siyasi süreç ve faizlerde yükselişle bozulmaya başlayan beklentilerle yıllık bazda toplam konut satışları Şubat-Temmuz 2014 dönemi boyunca yıllık bazda gerilemiş, Ağustos ve Eylül aylarında ise geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla yüzde 25 ve yüzde 13,2'lik artışlarla sektörde toparlanma işaretleri görmeye başlanmıştır.

	İlk Satış	İkinci El Satış	Toplam
2013	529 129	628 061	1 157 190
2013/10	422 545	516 180	938 725
2014/10	427 582	499 350	926 932

10 aylık verilerle ise 2014 yılında yıllık bazda; ilk satış verilerinin ilk dokuz ay boyunca süren daralmayı tersine çevirerek yıllık bazda %1,2 arttığı görülmektedir. İkinci el satışlar ve toplam satışlar ise geçen yılın aynı dönemine kıyasla –toparlanmayı destekler şekilde- sırasıyla %3,3 ve %1,3 geridedir. (Kaynak : TÜİK)

2014 yılında sektörün toplam konut satış performansının 2013 yılı altında kalmasının; baz etkisinden, KDV değişikliğinin yürürlüğe girmesi öncesi alımların 2013'te öne çekilmiş olmasından ve de 2013 yılı başında konut kredi faizlerinde düşüş eğiliminin başlamış olmasından kaynaklanmış olabileceğini düşünmekteyiz.

Konut kredileri tarafında, artış hızı Ağustos ayına dek yavaşlama eğiliminde kalsa da Eylül ayı itibariyle yeniden bir ivmelenme görülmektedir. BDDK verilerine göre; Aralık 2013'te 110,1 milyar TL olan konut kredi stoğu Ağustos 2014'te 116,8 milyar TL, Eylül'de ise 120 milyar TL olmuştur. 2014 1.çeyrekte yükselmeye başlayan ve Mart'ta %1,10 düzeyine yükselen konut kredisi aylık ortalama faizleri ise 2.yarıda başlayan düşüş eğilimini devam ettirerek Ekim ayında %0,96'ya gerilemiştir ki bu durum konut satışlarında toparlanma için destekleyici bir görünüm arz etmektedir.

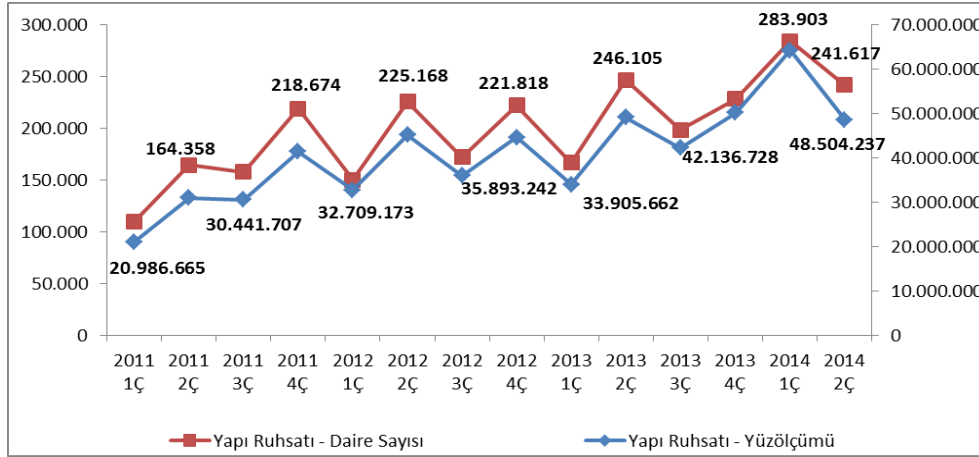
Yabancıya konut satışı hususunda ise; TÜİK verileri ilginin artarak devam ettiğini göstermektedir. 2013/09 döneminde 8.263 adet olan yabancılara konut satışları 2014/09 döneminde %65 artışla 13.611 adede yükselmiştir. Ciro bakımından da 2013 yılında 3,05 milyar doları bulan ve 2014/06 itibariyle de 2,04 milyar dolar seviyesinde gerçekleşen yabancıların konut alımlarının devam etmesi sektör açısından destekleyici bir unsur olmaya devam edecektir.

Sektörde inşaat yatırım ve üretim cephesinde ise; 2004-2014/06 döneminde, kriz dönemleri haricinde, inşaat sektörünün üretim büyüme hızı GSYİH büyüme hızının üzerinde seyretme eğilimini korumaktadır. Yine de 2013'te %7 büyüyen inşaat sektörü üretimi 2014 1Ç'de %5,2 artmış, 2Ç'de kamunun payındaki azalma ile %2,6'ya düşen üretim hızı nedeniyle 2014 ilk yarıda sektörün üretim büyüme hızı %3,8 olmuştur.

KONUT SEKTÖRÜ - 2015

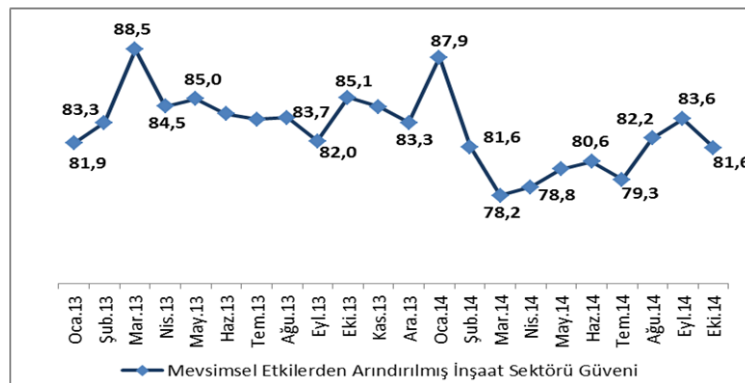
2011 yılının ilk çeyreğinden bu yana bakıldığında;

Genel olarak artma eğiliminde olan yapı ruhsatları da (hem yüz ölçümü hem de daire sayısı) inşaat üretim tarafının kısa ve orta vadede –bir kriz ortamı oluşmadığı varsayımı altında- potansiyel olarak büyümeye devam edebileceğine işaret etmektedir.



İlk 3 çeyrek itibariyle de 2014/09 döneminde yüzölçümü bakımından yapı ruhsatları geçen yılın aynı dönemine göre %39, daire sayısı bakımından yapı ruhsatları ise geçen yılın aynı dönemine göre %33 artış kaydetmiş görünmektedir.

Yapı ruhsatlarındaki duruma karşılık mevcut inşaat işlerinde ve yeni alınan inşaat işlerinde zayıflama eğiliminden bahseden Türkiye Müteahhitler Birliği mevcut durumda makro göstergelerin de yavaşlama trendini tersine çevirecek bir canlanma sağlayamayabileceğini öngörmektedir.



TÜİK İnşaat Sektörü Güveni verisinde 1Ç'den bu yana görülen toparlanma eğilimi ve yapı ruhsatlarında da büyümenin devamına işaret eden duruma karşılık mevcut ve yeni alınan işlere dair sektör beklentileri nedeniyle üretim büyümesinde 2015'te yavaşlamayı ihtimal dahilinde tutuyor ancak devam eden kentsel dönüşüm sürecinin dengeleyici etkiler yaratabileceğini düşünüyoruz.

KONUT SEKTÖRÜ - 2015

Buna karşılık konut satışları tarafında ise 2014 yılının 2013'ün gerisinde kalmasının ardından 2015'te yeniden bir toparlanma eğilimi söz konusu olabileceğini düşünmekteyiz ki Kasım 2014'te açıklanan REIDIN Türkiye Gayrimenkul Sektörü Güven Endeksi 3Ç14 raporu sonuçları da bu beklentimize destek vermektedir.

Rapora göre; Türkiye gayrimenkul sektörü güven endeksi değeri, 2014 yılı 3Ç döneminde 98 (Kısmen Stabil) ve Türkiye gayrimenkul sektörü güven endeksi bankalar ve finansal kurumlar için, 2014 yılı 3ncü çeyrek döneminde 100 (Stabil) olarak ölçülmüştür.

Sektör güveninde bir bozulma eğilimi olmamasının yanı sıra banka ve finansal kurumlar güveninin de stabil devam ediyor olması konut kredilerinde bir yavaşlama beklentisi olmadığını düşünmemize neden olmaktadır ki bu da sektör açısından olumlu bir durumdur.

Maliyetler ve konut balonu spekülasyonlarında ise; bina inşaat maliyetlerinde de 2012 yılında görece stabil bir durumun ardından 2013'te başlayan yükseliş eğilimi 2014'te de devam etmiş, hatta bir miktar hız kazanmıştır. 2013 1Ç'de 175,3 seviyesinde olan bina inşaatı maliyet endeksi 2013 4Ç'de 184,5 ve 2014 3Ç'de 201,7 olmuştur.

Bina inşaat maliyetlerinde artış konut fiyat artışlarını da beraberinde getirirse de gayrimenkul danışmanlık şirketi Cushman&Wakefield tarafından hazırlanan bir raporda konut fiyat artışları ile kira artışı arası makasın hiçbir zaman açılmadığı ve bu nedenle de Türkiye'de konut balonu riski olmadığına dair detaylı analizlere yer verilmiştir.

Bu gelişmeler ışığında 2015 yılına bakıldığında, üretim tarafında bir zayıflama ihtimali sektör temsilcilerince ifade ediliyor olsa da GSYH büyüme hızının altına düşmeme eğiliminin 10 yıldır olduğu üzere korunmasını beklemekteyiz.

Satışlar tarafında da görülen toparlanma sinyalleri ile beraber, düşmekte olan konut kredisi faizlerinin, 2015 ilk yarıda enflasyonda toparlanma eğilimi ile TCMB'nin faiz indirme imkanı bulması halinde bir miktar daha gevşemesi, bu konjonktürün ekonomik güven ve beklenti endekslerine destek vermesi ve de yabancıya konut satışı gayretlerinin sürmesi ile GSYH artış hızının altına düşmeyecek bir büyüme hızının söz konusu olabileceğini öngörmekteyiz.

KONUT SEKTÖRÜ - 2015

2015 yılında sektörün önündeki avantajlar ve potansiyel destekleyici unsurlar;

- ✓ Konutun, yatırımcı ve hane halkları nezdinde, enflasyondan koruma sağlamada alternatif sunan bir yatırım aracı olarak görülüyor olması,
- ✓ Konut sektörü temsilcilerinin Ortadoğu'da satış temsilcilikleri açması,
- ✓ Sektöre devam eden yabancı ilgisi ve yabancıya konut satışlarının artarak devam etmesi,
- ✓ Afet riski altındaki alanların dönüştürülmesinde Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından uygulanmaya devam eden kredi faiz desteği ve kira yardımı gibi teşvikler,
- ✓ Konut kredi faizlerinde düşüş eğiliminin sürmesi,
- ✓ 2015 yılındaki genel seçimler nedeniyle siyasi irade tarafından istikrar ortamının korunmak isteneceği beklentisi,
- ✓ Kentsel dönüşümün devam etmesi (gelecek 20 yılda Türkiye'de 6,7 milyon konut biriminin yıkılıp yeniden inşa edileceği tahmin ediliyor),
- ✓ Cushman&Wakefield araştırmasına göre; Türkiye'deki konut stokunun %11'inin 2001 sonrası gerekli deprem kural ve yönetmeliklerine göre inşa edilmiş olması,

unsurları sektör için avantaj yaratırken,

- ✓ Yabancıların oturma izninin uzatılmasına dair bir karar alınması,
- ✓ 2015 bütçesinde yer verilen enerji verimliliği konusu kapsamında ısı yalıtımı için devlet tarafından sağlanan kolaylıkların enerji dostu binalar için de artırılması,
- ✓ İran'da ambargonun kalkması halinde Türk konut piyasasına beklenen ilgi,
- ✓ Enflasyonda baz etkisi, para politikasında mevcut sıkı duruş ve düşen emtia fiyatları nedeniyle 2015 yılında faizlerde gevşeme beklentisi

unsurları ise gerçekleşmesi halinde sektör için destekleyici olacaktır.

KONUT SEKTÖRÜ - 2015

2015 yılında sektörün önündeki potansiyel riskler,

- ✓ Sektörde satışların yaklaşık yarısının banka finansmanı ile yapılması nedeniyle faiz oranlarında olası yükselişler,
- ✓ Sektörün maliyetlerinin döviz kuruna yüzde 20 seviyesindeki duyarlılığı nedeniyle kur tarafında sert yükselişler,
- ✓ Enflasyon başta olmak üzere makro göstergelerde bozulmanın devamı ile ekonomik güven ve beklentilerde gerileme,
- ✓ Siyasi istikrarsızlık,
- ✓ Emlak vergilerinde zorlayıcı düzenlemeler,
- ✓ 2Ç14'de yavaşlayan kamu inşaat harcamalarında 2014'ün kalanında da beklenen yavaşlamanın 2015'te de devam etmesi,

sektör açısından gerçekleşmesi halinde risk yaratabilecek ve özellikle konut satışı tarafında da beklentilerden sapmalara neden olabilecek unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Son olarak da Cushman & Wakefield araştırmasına göre İstanbul'un 27.700 bina ve yaklaşık 230.000 oturan nüfus ile afet riski kapsamında en riskli alan olması ve onu İzmir, Ankara, Bursa, Gaziantep ve Adana gibi şehirlerin izlemesi de bu bölgelerde faaliyetlerini yoğunlaştıran şirketler açısından avantaj yaratmaktadır.

Özel sektör için bir diğer avantaj da; 20 yılda 6,7 milyon konut dönüşümünün işaret ettiği yıllık 334.000 birim gerekliliğine karşın TOKİ'nin yıllık 50.000 adetlik üretim hacminin özel sektörün kentsel dönüşümde yer almasını zorunlu kılmasıdır.

EMLAK KONUT GYO

İlk yarısı oldukça verimsiz geçen konut sektöründe, satışlar Ağustos itibariyle toparlanmaya başlamıştır. Hem Belediye hem de Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin tamamlanmış olması ve TCMB'nin faiz indirimleri satışlardaki toparlanmanın ana etmeni olmuştur.

2015 yılının ilk yarısında 75 baz puan olmasını beklediğimiz faiz indirimi, düşük faiz ortamının devam etmesine imkan sağladığından bu olumlu performansın devam etmesini beklemekteyiz. Hükümetin alt-orta sınıf konut üretimini desteklemesi de satışların artmasında etkilidir. Şirket, 2015 yılında 2014 yılındaki 10,000 adet beklentisinin %20 üzerinde 12,016 adet konutun ön satışını gerçekleştirmeyi ve bu satışlardan yaklaşık 6.76 milyar TL ön satış hasılatı elde etmeyi planlamaktadır. Bizim 2015 yıl sonu ön satış tahminimiz 11,500 adettir.

Emlak Konut ikincil halka arzda elde ettiği geliri kullanarak, 2014 yılında 3.6 mlr TL değerinde arsa satın almıştır. TOKİ'den 2,5 milyar TL, Özelleştirme İdaresi'nden ise 1 milyar TL büyüklüğünde arsa alımı yapmıştır. Alınan arsalar; Başakşehir/İstanbul (547 bin m2), Çankaya/Ankara (493 bin m2), İstinye/İstanbul (158 bin m2), Maltepe/İstanbul (92 bin m2) ve Derince/Kocaeli (77 bin m2)'dedir. Emlak Konut GYO, TOKİ ve Çevre ve Şehircilik Bakanlığı ile ortak olarak Yeni Şehir ve Kanal İstanbul'un master planlarını tasarlamaktadır.

Emlak Konut 2014 yılında 7 arsa satışı karşılığı gelir paylaşımlı ihale yapmış ve son ihalelerde daha önceki yıllarda oluşan çarpanların üzerinde 2.21x çarpana ulaşmıştır. Emlak Konut'un bu yıl tamamladığı ihaleler sonrasında, ortalama ihale çarpanı 1.95x'e yükselmiştir. Başarılı ihale performansına rağmen; yıl başından bu yana beklentilerin altında kalan konut satış performansı Emlak Konut'taki iskonto oranının artmasına neden olmuştur.

2015'e baktığımızda, Emlak Konut'un portföyünde yüksek çarpanlar getirecek olan İstinye ve Maltepe gibi büyük arsalar bulunduğunu görmekteyiz. Şirket'in 3Ç14 sonunda düzeltilmiş 1.03 mlr TL'lik net nakdini de göz önüne aldığımızda arazi portföyünü daha da geliştirmesinin önü açıktır. Bizim de bu doğrultuda şirket için 12 aylık hedef değerimiz 3,50 TL seviyesinde bulunmaktadır.

Yürürlükteki düzenlemeye göre gayrimenkulün en az 5 yıl boyunca elde tutulması koşuluyla değer artışı vergilendirilmezken (5 yıl içindeki alım satımda elde edilen kardan %15-35 gelir vergisi devlet tarafından alınmaktadır), Maliye Bakanı Şimşek gayrimenkul değer artış kazançlarını, gayrimenkulü elde tutma süresinden bağımsız olarak vergilendireceklerini açıklamıştır. Bu yöndeki olası bir gelişmeden konut ağırlıklı satış yapan EKGYO olumsuz etkilenecektir.

EKGYO	2014 T	2015T
Satis Gelirleri	2215	2564
EBITDA	777	1140
Net Kar	1065	1345
EV/EBITDA	10,3	8,9
F/K	9,7	9,1
MEVCUT DEĞER	2,75	
HEDEF DEĞER		3,5
YÜKSELİŞ POTANSİYELİ	27,27%	

TORUNLAR GYO

Mall of İstanbul ve Torun Tower'ın faaliyete girmesiyle şirketin kiralanabilir alanı 2013 yıl sonundaki 220 bin metrekareden 2014 yıl sonunda 448 bin metrekareye yükselmiştir. Mall of İstanbul'un 2015 yılında 82 mn TL kira geliri, Denizbank'a kiralananan Torun Towers'ın ise 2015 yılında 46 milyon TL kira geliri sağlaması beklenmektedir.

AVM tarafında ise Torunlar GYO Zafer Plaza, Korupark ve Deepo için kur sabitlemesini Haziran 2014 itibariyle kaldırırken, Torium ve Mall of İstanbul için kur sabitlemesi devam etmektedir. Eylül 2014 itibariyle, Torunlar GYO'nun doluluk oranı %92 seviyesinde bulunmaktadır.

Mall of İstanbul Projesi'nde 1081 konutun 1037'si, 180 ofisin 130'u ve 24 home-office'in 20 si satılmış ve yabancı yatırımcı oranı %36 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Torunlar GYO, Kiptaş ve Paşabahçe projeleri için inşaat izinlerini 1Ç15'de almayı planlamaktadır. Kiptaş'ta Torunlar GYO 2017'de bitilmesi planlanan ve 600 mn TL brüt kar (1,4 milyar net satış geliri) elde etmeyi planladığı projede %54 arazi payı karşılığında projenin inşaat masraflarını üstlenecektir.

Torunlar GYO, 310 milyon dolarlık kredi aldığı Boğaz'daki 72 bin metrekarelik Paşabahçe arazisinde 120 yatak kapasiteli otel ve villalar içeren lüks bir proje geliştirmeyi planlamaktadır.

Torun Center projesinde ise ölümlerle sonuçlanan asansör kazasından sonra işin durdurulması kararı kaldırılmış ve inşaat ve satışlar yeniden başlamıştır. Torun Center'ın ön satış geliri, Mapfre Sigorta ile Temmuz 2013'te imzalanan 67 mn USD'lik anlaşma ile birlikte, 434 milyon TL'ye çıkmıştır.

Kiptaş, Paşabahçe arsasında inşaat izinleriyle ilgili devam eden yasal süreç nedeniyle bu projeleri değerlemeye dahil edilmemiştir, inşaatın başlamasıyla birlikte bu projelerin değerlememize yaklaşık 560 milyon TL'lik pozitif katkı yaratmasını beklemekteyiz.

Yürürlükte olan düzenlemeye göre gayrimenkulün en az 5 yıl boyunca elde tutulması koşuluyla değer artışı vergilendirilmezken (5 yıl içindeki alım satımda elde edilen kardan %15-35 oranında gelir vergisi devlet tarafından alınmaktadır) , Maliye Bakanı Şimşek gayrimenkul değer artış kazançlarını, gayrimenkulü elde tutma süresinden bağımsız olarak vergilendireceklerini açıklamıştır. Bu yöndeki olası bir gelişmeden konut ağırlıklı satış yapan TRGYO olumsuz etkilenecektir.

Torunlar GYO, net aktif değerine göre yaklaşık %44 iskonto ile tarihi iskonto oranına paralel işlem görmektedir.

Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız 4,30 TL'dir.

Turkish Yatırım A.Ş.'nin diğler raporlarına;

www.turkishyatirim.com

www.turkborsa.net

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

<https://twitter.com/turkishfx>

<http://www.turkishfx.com/>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım, bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.