

Şirket Raporu

TUT

Kısa vadede katalizör gözüküyor

Yükselme Potansiyeli* 22%

İkinci çeyrek sonuçları ardından, beklentilerimizdeki değişiklikler ve makro tahminlerimizdeki güncellemeler doğrultusunda İş GYO için 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 1.37 TL'den 1.12 TL'ye düşürüyoruz. Şirketin sabit kira getirisi sağlayan değerli ve çeşitlendirilmiş portföyünü beğensek de kısa vadede olumlu bir katalizör olmadığını düşünüyoruz. Yavaş seyreden konut satışları ve projelerdeki gecikmeler nedeniyle güncellenmiş hedef fiyatımıza göre %22 yükselme potansiyeli sunan ISGYO için daha önce AL olan önerimizi TUT olarak değiştiriyoruz. Hissenin mevcut piyasa değerinde, net aktif değerine göre iskontosu %70, tarihi iskontosu %56'dır. Sektör ortalaması ise %65 seviyesinde.

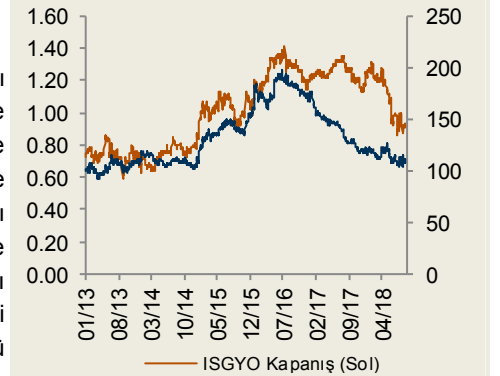
Kira gelirleri zayıf seyreliyor fakat 2019'dan sonra büyüme öngörüyoruz. 2017'de İş Kule 3 ve Ankara İş Kule'sindeki boşluk oranları ve bazı kira getiren varlıklarının satışı nedeniyle şirketin kira gelirleri yıllık bazda sadece %3'lük bir artış göstermişti. 2018 yılı için Eylül 2018'de faaliyet göstermeye başlayan Ege Perla AVM'nin ve Teknoloji ve Operasyon Merkezi'nin (TUTOM) artan katkısı ile kira gelirlerinin yıllık bazda %7 artış göstermesini bekliyoruz. Aynı zamanda, Ankara İş Kulesi'nin Mart 2018'de başarılı bir şekilde İçişleri Bakanlığına kiraya verilmesi ve Kule 3 te yer alan yeni kiracı, kira gelirlerine olumlu katkı sağlayacaktır. Uzun vadede ise kira gelirlerinin, portföye katılacak IFC projesi ve halihazır ofis ve ticari ünitelerde doluluk oranlarının artması ile birlikte 2019T-2022T yılları arasında %17 YOBB kaydetmesini bekliyoruz.

Tuzla Projesi ertelendi, Kadıköy Projesi ise devam ediyor. Tuzla arsası üzerinde yapılması planlan yeni konut projesinin, Tuzla ofis bölgesine yakınlığı ve şirketin aynı bölgede yer alan bir önceki projesi Çınarlıbahçe'de elde ettiği yüksek karlılık göz önünde alındığında katma değerli bir proje olması bekleniyor. Ancak, şirket daha önce 2018 sonunda başlanması planlanan projenin uygun piyasa koşulları oluşuncaya kadar ertelenmesine karar verdi. Bu nedenle projede ön satışların 2020'ye kadar başlamayacağını tahmin ediyoruz. Diğer yandan Kadıköy arsasında başlayan otel projesi devam ediyor. Şirketin %45 paya sahip olacağı otelin, portföyü çeşitlendireceğini ve kira gelirlerine katkıda bulunacağını düşünüyoruz. Şirket, otel yönetimi için uluslararası bir otel zinciri ile anlaşma imzalayabilir.

Piyasa koşulları göz önüne alındığında 2019'da temettü dağıtmamanın mantıklı olabileceğini düşünüyoruz. İş Gyo son on yılda dağıtılabılır karının %30'dan fazlasını nakit temettü olarak pay sahiplerine dağıtmıştır. Fakat net kar tahminimizdeki artışa rağmen; konut satışlarındaki yavaşlama, ofis alanlarındaki boşluk ve devam eden yatırım periyodu nedeniyle şirketin 2019'da temettü dağıtmamasının likidite yönetimi açısından daha iyi olabileceğini düşünüyoruz. Şirketin 2 büyük konut projesinde başlayan teslimler ile birlikte 2018 net karının yıllık bazda %16 oranında artış göstermesini bekliyoruz. Temettü dağıtma politikasına göre şirket nakit temettü dağıtma kararı alırsa, dağıtma oranı %30'un altında olmaması gerekli. Bu nedenle şirketin 2018 karından temettü ödemesi gerçekleştirilmesi nakit çıkışına ve finansman ihtiyacına yol açabilir.

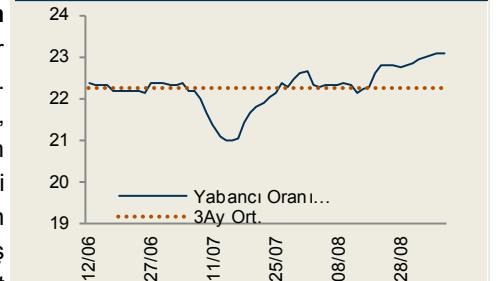
Kodu	ISGYO		
Fiyat Bilgileri	TL	USD	
Kapanış 07 09 2018	0.92	0.14	
12 Aylık Hedef Fiyat TL	1.12	0.17	
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	1.37	0.33	
Piyasa Değeri (mn)	882	136	
Halka Açık PD (mn)	416	64	
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	3.7	0.7	
Hisse sayısı (mn)		959	
Takas Saklama Oranı (%)		47.20	
Çarpanlar	2018T	2019T	
F/K	2.2	1.8	
PD/DD	0.3	0.3	
FD/FAVÖK	6.7	4.9	
Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	12 Ay
TL	-7	-3	-28
ABD \$	-24	-32	-62
BIST-100 Relatif	-3	0	-15

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL) 0.86 1.31

Yabancı Oranı (%)



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

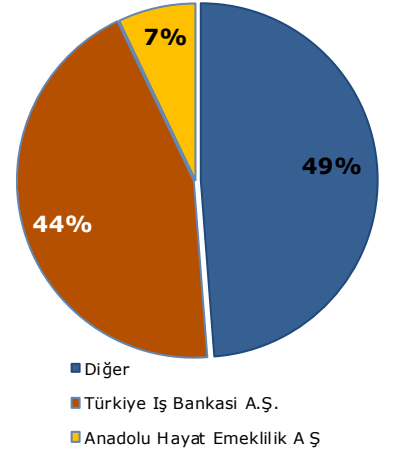
İŞ GYO

GELİR TABLOSU	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri	405	440	1,126	579	342
Brüt Kar Zarar	195	178	235	216	221
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-19	-16	-18	-21	-25
Genel Yönetim Giderleri (-)	-18	-20	-23	-28	-32
Faaliyet Karı Zararı	494	226	193	167	164
FAVÖK	159	144	195	169	166
Net Diğer Gelir (Gider)	337	84	84	84	84
Net Finansal Gelir/Gider-	-75	-47	-74	-96	-73
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	421	180	204	156	176
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	0	0	0	0	0
Dönem Karı/Zararı	421	180	204	156	176
BİLANÇO	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Varlıklar					
Dönen Varlıklar	323	968	659	325	269
Nakit ve Nakit Benzerleri	127	83	113	58	34
Ticari Alacaklar	29	47	55	65	75
Diğer Alacaklar	1	1	1	1	2
Stoklar	92	757	398	91	33
Diğer Dönen Varlıklar	74	79	92	109	125
Duran Varlıklar	4,564	4,344	4,545	4,934	5,428
Maddi Duran Varlıklar	29	31	36	43	49
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	1	1	1	1
Diğer Duran Varlıklar	103	114	4,508	4,890	5,377
Toplam Varlıklar	4,887	5,312	5,204	5,258	5,697
Kaynaklar	1,726	2,031	1,625	1,456	1,654
Kısa Vadeli Yükümlülükler	188	873	497	358	585
Finansal Borçlar	132	170	199	272	489
Ticari Borçlar	34	54	62	73	84
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9	601	236	12	12
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,537	1,158	1,128	1,099	1,069
Finansal Borçlar	922	1,016	986	956	926
Uzun vadeli karşılıklar	1	2	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	578	141	143	143	143
Özkaynaklar	3,161	3,281	3,579	3,802	4,043
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	3,161	3,281	3,579	3,802	4,043
Ödenmiş Sermaye	850	914	959	959	959
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	1,590	1,873	2,053	2,257	2,412
Dönem Net Kar/Zararı	421	180	204	156	176
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	4,887	5,312	5,204	5,258	5,697
NAKİT AKIM	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Düzeltilme Öncesi Kar	421	180	204	156	176
Amortisman & İtfa Payları	1	2	2	2	2
Diğer Gelir/ Gider	-315	-65	-2	-265	-308
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	-286	-168	-67	68	43
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit (+)	-179	-51	137	-40	-88
Sabit Sermaye Yatırımları	-1	-1	-1	-2	-2
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-91	-36	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-91	-38	-1	-2	-2
Finansal Borçlardaki Değişim	350	125	-1	43	187
Temettü Ödemeleri	-52	-64	-68	0	-51
Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-30	-24	-42	-62	-75
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	267	38	-111	-19	60
Yab. Para Çev. Fark.Nakit&Nakit Benz. Üz.Etkisi	0	-2	-2	-2	-2
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	4	-44	30	-55	-24
Dönem Başı Nakit Değerler	123	127	82	113	58
Dönem Sonu Nakit	127	82	113	58	34
Marjlar	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Brüt Marj	48.2%	40.4%	20.9%	37.3%	64.5%
Faaliyet Karı Marjı	39.0%	32.3%	17.2%	28.8%	48.0%
FAVÖK Marjı	39.3%	32.7%	17.3%	29.1%	48.5%
Net Kar Marjı	-	40.9%	18.1%	26.9%	51.5%
Değerleme Oranları	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Açıklanan F/K	3.2	7.1	5.3	7.0	6.2
FD/FAVÖK	14.2	16.3	10.5	12.2	12.4
FD/Satışlar	5.6	5.3	1.8	3.5	6.0
Piyasa Değeri/Satışlar	3.3	2.9	1.0	1.9	3.2
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
Temettü Verimi	3.9%	5.0%	6.3%	0.0%	4.7%
Karlılık ve Sermaye Maliyeti	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Özkaynak Karlılığı	-	6%	6%	4%	4%
Aktif Karlılığı	-	4%	4%	3%	3%

Şirket Künyesi

İŞ GYO konut, AVİM, ofis, otel gibi gayrimenkul projelerine yatırım yapan, çeşitlendirilmiş ve dengeli portföyü ile sektörünün önde gelen şirketlerinden biridir.

Ortaklık Yapısı



	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	ND
Risksiz Getiri Oranı	21%	18%	17%	16%	16%	15%	14%	13%	12%	12%	12%	12%
Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
Özkaynak Maliyeti	26%	23%	22%	21%	21%	20%	19%	18%	17%	17%	17%	17%
Borç Maliyeti	18%	19%	17%	16%	15%	15%	12%	12%	12%	10%	10%	10%
D/(D+E)	58%	59%	62%	65%	67%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
AOSM	22%	21%	19%	18%	17%	18%	16%	15%	15%	14%	14%	14%
TÜFE (ortalama)	16%	19%	15%	13%	12%	11%	10%	9%	9%	9%	9%	9%
GSYH büyüme	3.0%	1.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
TL/Dolar (ortalama)	5.07	6.99	7.81	8.61	9.54	10.47	11.33	12.17	13.09	14.07	15.06	15.06
TL/Euro (ortalama)	5.99	8.11	8.98	9.90	10.82	11.72	12.69	13.64	14.53	15.48	16.56	16.56

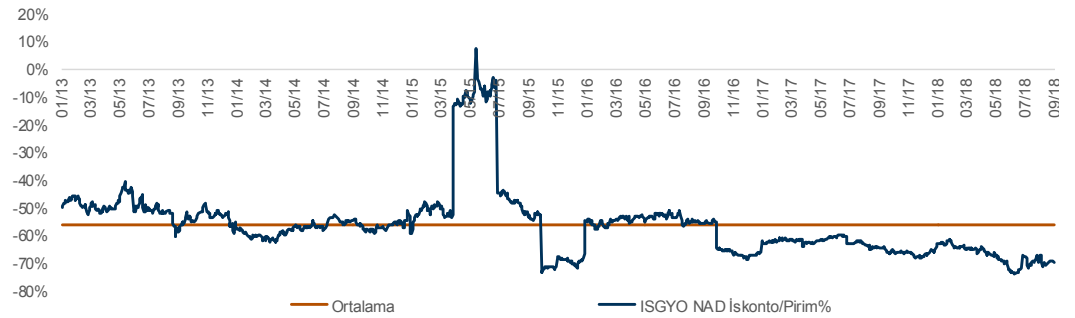
Kaynak: İş Yatırım

Borçlulukta bir azalma öngörmüyoruz fakat döviz açık pozisyonu düşük seviyelerde. Devam eden ve planlanan yatırımlar nedeniyle şirketin borç seviyesinde 2021'den önce bir azalma beklemiyoruz. Yılın ikinci çeyreği itibaren İş Gyo'nun 1.182 milyon TL net borcu bulunmakta (2018T Net Borç/FAVÖK: 4,97x). Şirketin kira gelirlerinin %10 döviz bazlıdır. Şirket türev ürünler kullanarak döviz açık pozisyonunu 2Ç17'de ki 215 milyon TL seviyelerinden önemli miktarda aşağı çekmiştir. 2Ç18 itibari ile net döviz açık pozisyonu 10,6 milyon TL gerçekleşmiştir (5,5 milyon USD uzun ve 6,7 milyon EUR açık pozisyon).

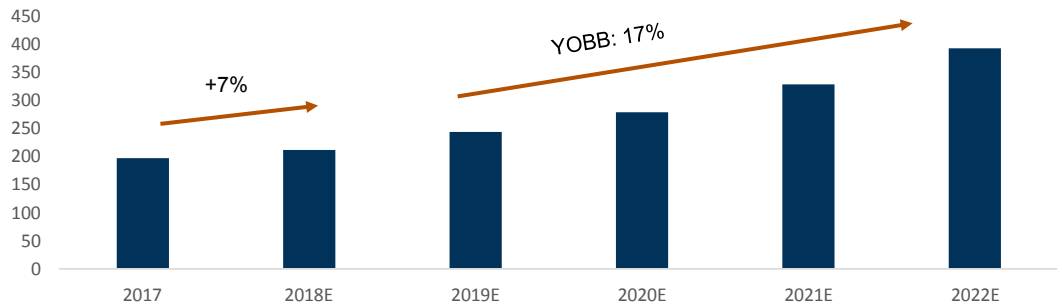
Şekil 1: Değerleme

Değerleme Tablosu	Kira Getiri Oranı	Ekspertiz Değeri	(mn TL)
Kira Getiren Varlıklar		3573	
TUTOM	8.1%	941	
İş Kuleleri	4.0%	834	
Tuzla Ofis	7.9%	232	
Ankara İş Kulesi	2.0%	135	
Maslak Binası	5.0%	108	
Lemartine Ofisi	3.5%	51	
Kartal Ofis	-	151	
Kanyon AVM	7.2%	510	
Ege Perla AVM	3.1%	245	
MarmaraparkAVM	12.0%	162	
Kule Çarşı	5.2%	66	
Tuzla Ticari	6.1%	38	
Malmarine	6.3%	13	
Kartal Ticari	-	58	
Kapadokya Lodge Hotel	0.9%	26	
Projeler		768	
Ege Perla Karma			
Manzara Adalar Karma			
İstanbul (%50 pay)			
IFM			
Şirket Değeri (INA)			3,408
Arsalar (Ekspertiz Değeri)			216
Sermaye Yatırımları			3
Net Nakit/(borç)2Ç18		-	1,182
Hedef NAD			2,445
Nav İskontosu			56%
Hedef Piyasa Değeri			1,076
Güncel Piyasa Değeri			882
Ödenmiş Sermaye			959
Hedef Fiyat			1.12
% Yükselme/düşme Potansiyeli			23%

Şekil 2: NAD İskontosu

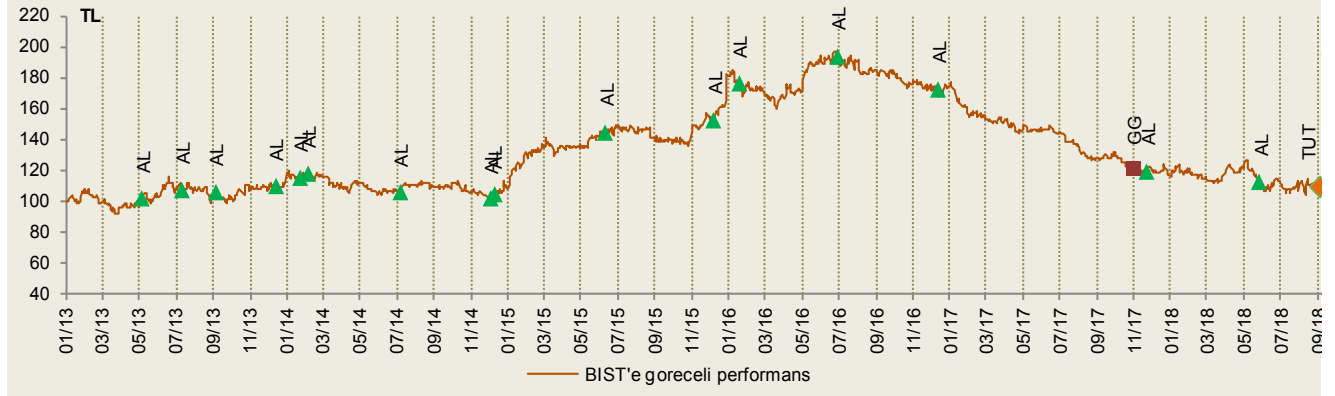


Şekil 3: Kira Projeksiyonu



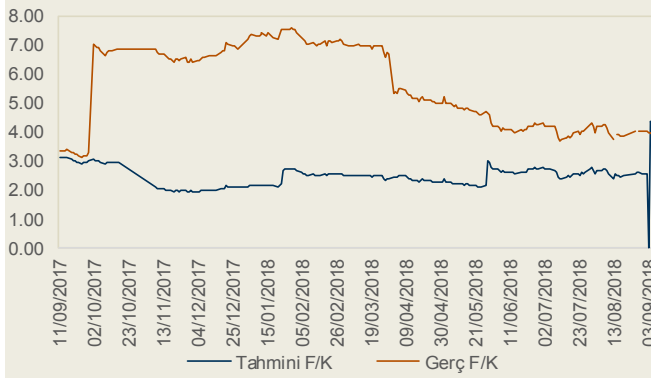
İŞ GYO

Fiyat / Öneriler



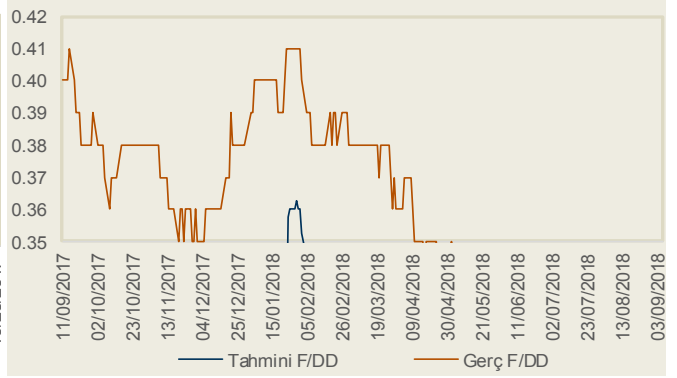
Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



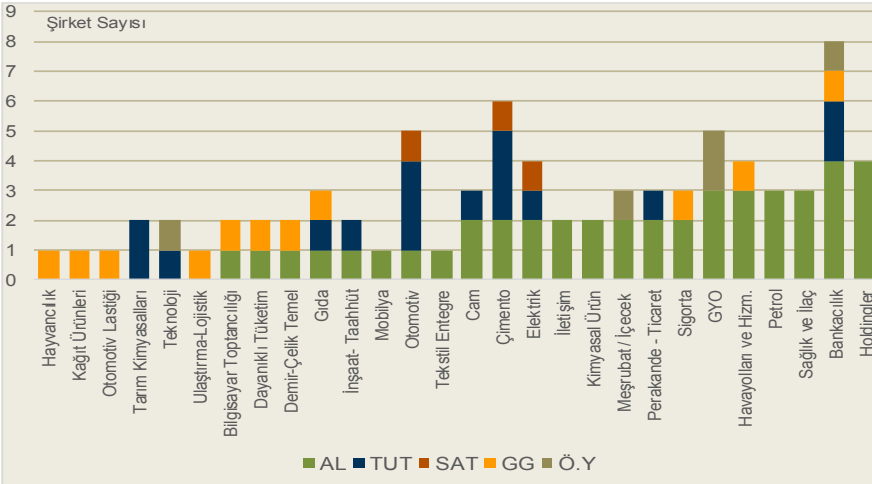
Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Tahmini F/DD & Gerçekleşen F/DD

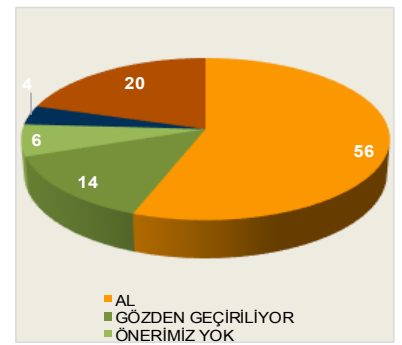


Kaynak : BIST/İs Yatırım tahminleri

Sektörel Öneriler



Takip Listesi Öneri Dağılımı (%)



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.