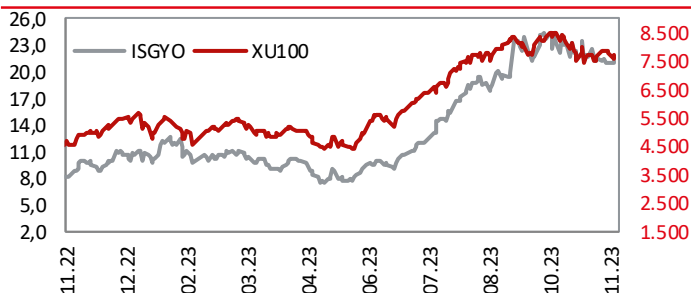


İŞ GYO 3Ç2023 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

"İş GYO'nun Üçüncü Çeyrekteki Net Dönem Karı 47mn TL ile Beklentilere Yakın Gerçekleşti..."**Öneri "AL"****Hedef Hisse Fiyatı : 28,10TL**

| Reuters/Bloomberg | ISGYO.IS/ISGYO.TI | | |
|-------------------------------|-------------------|----------------|-----------------|
| Sektör | GYO | | |
| Dahil Olduğu Ulusal Endeksler | XU100 | | |
| İşlem Gördüğü Pazar | Yıldız Pazar | | |
| Fiyat | 21,36 TL | 0,75 USD | |
| BİST 100 | 7.666 | 268 USD | |
| TL/\$ (TCMB Alış) | 28,5826 | | |
| Düşük / Yüksek Son 1 Yıl | 7,37 TL | 24,30 TL | |
| Hisse Adedi (mn) | 959 | | |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 20.479 | | |
| Net Borç (mn TL) | 3.475 | | |
| Fili Dolaşımdaki Pay Oranı | 37% | | |
| Yabancı Yatırımcı Takas Oranı | 11,9% | | |
| Yerli Yatırımcı Takas Oranı | 88,2% | | |
| | 1 Aylık | 3 Aylık | 1 Yıllık |
| TL Getiri | -7,9% | 12,9% | 166,0% |
| BİST-100 | -5,5% | -0,3% | 64,6% |
| BİST-100 Göreceli | -2,6% | 13,3% | 61,6% |
| Günlük İşlem Hacmi (mn TL) | 332,6 | | |
| (mn TL) | 3Ç2022 | 3Ç2023 | % Değ. |
| Net Satış | 212,3 | 221,9 | 4,5% |
| Brüt Kar | 97,8 | 182,2 | 86,3% |
| FAVÖK | 82,5 | 150,4 | 82,4% |
| Net Finansman Geliri | -71,0 | -153,5 | 116,3% |
| Net Dön. Karı/Zararı | 45 | 47 | 4,4% |
| | | F/K | PD/DD |
| ISGYO | | 1,57 | 1,09 |
| BİST-100 | | 6,31 | 1,90 |
| BİST- GYO | | 2,53 | 1,22 |
| Ortaklık Yapısı | Pay Oranı | | |
| Türkiye İş Bankası A.Ş. | 52,1% | | |
| Diğer | 40,9% | | |
| Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. | 7,0% | | |

HİSSE PERFORMANSI

Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 15.11.2023 verileri kullanılmıştır.

İş GYO 3Ç2023'te 46,7mn TL net dönem karı yazmıştır. Bizim kar beklentimiz 47mn TL iken, piyasanın ortalama kar beklentisi 46mn TL idi. Şirket geçen yılın üçüncü çeyreğinde ise 44,8mn TL net kar açıklamıştı.

İş GYO'nun satış gelirleri 3Ç2023'te 221,9mn TL gerçekleşerek yıllık %4,5 oranında artış kaydetmiştir. Bu gelirlerin 177,3mn TL'si kira gelirleri (üst hakkı gelirleri dahil), büyük kısmı Kartal Manzara Adalar projesinden olmak üzere 32,5mn TL'si konut satışlarından oluşmuştur. Kira gelirleri yıllık %90,4 oranında artmıştır. Geçen yılın üçüncü çeyreğindeki konut gelirleri ise 113,1mn TL idi. Faaliyet giderleri yıllık %109,4 oranında artarak 34,2mn TL'ye çıkan Şirket'in FAVÖK'ü ise 150,4mn TL ile (Beklenti: 135mn TL) %82,4 oranında artmıştır. FAVÖK marjı da %67,8 (3Ç2022: %38,8) olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, Şirket yılın üçüncü çeyreğinde 153,5mn TL net finansman gideri kaydetmiştir.

Üçüncü çeyrek karı sonrasında İş GYO'nun 9A2023'teki net dönem karı 4.849mn TL'ye çıkmıştır. Karın yüksek gelmesinde, ikinci çeyrekte yatırım amaçlı gayrimenkul değerlemelerinden 4,5 milyar TL'lik gelir yazılması etkili olmuştur. Geçen yılın aynı döneminde 178mn TL kar yazılmıştı.

Çeyreksel bazda net borçta hafif artış olmuş ve net borç 3Ç2023'te 3.475mn TL'ye çıkmıştır. Net borç /FAVÖK (yıllıklandırılmış) oranı ise 0,8 puan düşerek 7,1x seviyesine gerilemiştir. Toplam finansal borçları aktiflere oranı ise %17'dir.

Toplam portföy değeri 22,9milyar TL'ye ulaşan İş GYO, 15 Kasım 2023 tarihi itibarıyla, 18,8milyar TL olarak hesapladığımız Net Aktif (Varlık) Değeri'ne (NAD) göre %9 oranında primli işlem görmektedir. Geçtiğimiz dönemlerde iskontolu işlem gören İş GYO'nun, son üç ve beş yıllık tarihsel NAD iskonto ortalaması sırasıyla %12 ve %33 oranındadır.

Parçaların toplamı yöntemine göre hesapladığımız İş GYO'nun hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki güncellemelere bağlı olarak 23,80TL'den **28,10TL'ye** yükseltiyoruz. Daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz.

İş GYO'nun kira getirili portföyünün payı yüksek...

İş GYO'nun gayrimenkul portföyünün %19'u AVM'lerden oluşmaktadır. Öte yandan, ofis yatırımlarının toplam gayrimenkul portföyü içerisindeki payı %56 iken, projeler toplam portföyün %25'ini oluşturmaktadır. Kalan ise stok ve arsalandan oluşmaktadır. Şirket'in kira getirili portföyü toplam gayrimenkul portföyün büyük bir kısmını (%75) oluşturmaktadır. Kira gelirleri içindeki İş Grubu Payı %45'dir. Şirket'in gayrimenkul yatırımları ağırlıklı olarak İstanbul'da (%95) bulunmaktadır.

| ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL) | 3Ç22 | 4Ç22 | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | 3Ç23-3Ç22 %Değ. | 9A2021 | 9A2022 | %Değ. |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|----------------|--------------|
| SATIŞLAR | 212,3 | 163,4 | 188,8 | 176,1 | 221,9 | 4,5% | 523,5 | 586,8 | 12,1% |
| Satışların Maliyeti (-) | 114,5 | 38,2 | 33,5 | 36,7 | 39,7 | -65,3% | 202,2 | 109,9 | -45,6% |
| BRÜT KAR/ZARAR | 97,8 | 125,2 | 155,3 | 139,4 | 182,2 | 86,3% | 321,3 | 476,8 | 48,4% |
| Faaliyet Giderleri(-) | 16,3 | 16,7 | 34,0 | 34,3 | 34,2 | 109,4% | 51,0 | 102,5 | 100,8% |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 81,4 | 108,4 | 121,3 | 105,1 | 148,0 | 81,7% | 270,3 | 374,4 | 38,5% |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Farkı (Net) | 0 | 7.949 | 0 | 4.668 | 0 | - | 0,0 | 4.668 | - |
| Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri | 17,7 | 290 | 9 | 124 | 23,8 | 34,8% | 36,9 | 156 | 323,7% |
| NET FAALİYET KARI/ZARARI | 99,1 | 4.891 | 130 | 4.896 | 172 | 73,3% | 307,2 | 5.198,3 | - |
| FAVÖK | 82,5 | 109,5 | 123,1 | 107,9 | 150,4 | 82,4% | 272,7 | 381,3 | 39,8% |
| Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları | 1,9 | 0,4 | 1,6 | 3,5 | 2,6 | 41,4% | 4,7 | 7,7 | 64,1% |
| Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri | 14,7 | 4,2 | -7,2 | 0,0 | 25,7 | 74,9% | 15 | 19 | 25,9% |
| Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler | -71,0 | -165,6 | -111,4 | -110,4 | -153,5 | 116,3% | -148,6 | -375,3 | 152,5% |
| Vergi Gideri/Geliri | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | 0,0 | 0,0 | - |
| NET DÖNEM KARI/ZARARI | 44,8 | 8.186 | 13,1 | 4.789 | 46,7 | 4,4% | 178 | 4.849 | - |
| Ana Ort. Payları Net Dönem Karı/Zararı | 44,8 | 8.186 | 13 | 4.789 | 46,7 | 4,4% | 178 | 4.849 | - |
| FİNANSAL ORANLAR | 3Ç22 | 4Ç22 | 1Ç23 | 2Ç23 | 3Ç23 | | 9A2021 | 9A2022 | |
| Brüt Kar Marjı | 46,0% | 76,6% | 82,3% | 79,1% | 82,1% | - | 61,4% | 81,3% | - |
| FAVÖK Marjı | 38,8% | 67,0% | 65,2% | 61,3% | 67,8% | - | 52,1% | 65,0% | - |

Kaynak: İş GYO, Ziraat Yatırım

Önemli projeler geliştiriliyor...

Çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü ve güçlü kiralamacı profili Şirket'e defansif bir özellik katarken, yeni projeler geliştirmede daha aktif olunması şirket için hikaye oluşturmaktadır. İstanbul Finans Merkezi, %50-50 hasılat ve maliyet paylaşımı esasıyla geliştirmekte olduğu Litus İstanbul Projesi, Kasaba Evleri Projesinin devamı niteliğindeki Kasaba Modern Projesi, Tuzla Konut ve Profilo AVM Konut Projesi geliştirilmekte olan projeler olarak öne çıkmaktadır. Gayrettepe'de 70 ünitenden oluşan rezidans projesi ve Kadıköy Otel projesi de planlanan yatırımlar arasında yer almaktadır.

İş GYO ile beklentilerimizi 2023 yılı ilk dokuz aylık gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, yıl sonu toplam satış geliri tahminimizi konut satışlarındaki yavaşlıktan dolayı 1.202mn TL'den 861mn TL'ye çekiyoruz. FAVÖK beklentimiz ise 511mn TL'dir.

2023 yılı FAVÖK beklentimiz 511mn TL'dir...

| Finansal Tahminler | 2021 | 2022 | 2023T | |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| | | | Eski | Yeni |
| Gelirler | 489 | 687 | 1.202 | 861 |
| FAVÖK | 245 | 382 | 655 | 511 |
| Net Kar* | 1.330 | 8.364 | 12.246 | 11.368 |
| FAVÖK Marjı | 50,2% | 55,6% | 54,5% | 59,4% |

Kaynak: Ziraat Yatırım, İş GYO

*Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Değer Artışı Dahil

İş GYO hisseleri için hedef fiyatımız 28,10 TL...

Parçaların toplamı yöntemine göre hesapladığımız İş GYO'nun hedef piyasa değerini 22.818mn TL'den 26.939mn TL'ye yükseltiyoruz. Hedef hisse fiyatını da 23,80TL'den **28,10TL**'ye çıkartıyoruz. İş GYO, hedef piyasa değerimize göre %24,0 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle İş GYO ile ilgili "**AL**" önerimizi koruyoruz.

| Özet Değerleme (mn TL) | Kullanılan Yöntem | Prim Uygulaması | Tahmini Değer |
|--|-----------------------------------|-----------------|---------------|
| Ofisler ve Alışveriş Merkezleri | | | 20.627 |
| Tuzla Operasyon ve Teknoloji Merkezi (TUTOM) | İNA | | 6.500 |
| İş Kuleleri (II ve III) Kanyon | İNA | | 6.788 |
| Marmara Park | İNA | | 2.410 |
| Ege Perla AVM | İNA | | 1.608 |
| Diğer | Ekspertiz Değeri | 20% | 634 |
| Projeler | İNA ve Ekspertiz Değerleri | 20% | 2.688 |
| Arsalar | Ekspertiz Değeri | 20% | 94 |
| Stokaklar | Ekspertiz Değeri | 20% | 60 |
| Toplam Gayrimenkul Varlıkların Değeri | | | 29.488 |
| İştirakler | | 20% | 19 |
| Diğer Varlıklar | | | 731 |
| Para ve Sermaye Piyasası Araçlar | | | 1.342 |
| Yükümlülükler (-) | | | 4.641 |
| Tahmini Hedef Piyasa Değeri | | | 26.939 |
| Ödenmiş Sermaye | | | 958,75 |
| Hedef Hisse Fiyatı | | | 28,10 |
| Güncel Hisse Fiyatı * | | | 21,36 |
| İskonto Oranı | | | 24,0% |

*: 15.11.2023 itibarıyla

| Özet Bilançolar (Mn TL) | 2020 | 2021 | 2022 | 09/2022 | 09/2023 | %Değ. |
|--|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| DÖNEN VARLIKLAR | 465 | 492 | 1.837 | 781 | 2.257 | 189% |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 59 | 139 | 1.246 | 286 | 80 | -72% |
| Ticari Alacaklar | 126 | 109 | 145 | 128 | 172 | 34% |
| Diğer Alacaklar | 6 | 6 | 9 | 6 | 6 | 5% |
| Stoklar | 235 | 140 | 59 | 62 | 50 | -19% |
| Diğer Dönen Varlıklar | 0 | 3 | 56 | 33 | 55 | 65% |
| DURAN VARLIKLAR | 4.760 | 6.184 | 15.580 | 7.031 | 21.208 | 202% |
| Ticari Alacaklar | 13 | 4 | 0 | 0 | 6 | - |
| Finansal Yatırımlar | 231 | 273 | 555 | 269 | 763 | 183% |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 4 | 6 | 10 | 10 | 16 | 61% |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller | 3.943 | 4.980 | 12.078 | 5.158 | 15.912 | 208% |
| Maddi Duran Varlıklar | 41 | 55 | 144 | 58 | 192 | 233% |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 1 | 1 | 3 | 2 | 4 | 85% |
| Diğer Duran Varlıklar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | a.d. |
| TOPLAM AKTİFLER | 5.225 | 6.676 | 17.417 | 7.812 | 23.466 | 200% |
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 963 | 1.000 | 3.488 | 1.935 | 4.103 | 112% |
| Finansal Borçlar | 446 | 840 | 2.783 | 1.372 | 3.402 | 148% |
| Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 437 | 6 | 615 | 456 | 123 | -73% |
| Ticari Borçlar | 8 | 11 | 18 | 17 | 30 | 82% |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar | 11 | 16 | 24 | 24 | 31 | 28% |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 132 | 200 | 9 | 223 | 539 | 142% |
| Finansal Borçlar | 130 | 197 | 0 | 217 | 530 | a.d. |
| Ticari Borçlar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | a.d. |
| ÖZSERMAYE | 4.131 | 5.476 | 13.920 | 5.654 | 18.824 | 233% |
| Ödenmiş Sermaye | 959 | 959 | 959 | 959 | 959 | 0% |
| TOPLAM PASİFLER | 5.225 | 6.676 | 17.417 | 7.812 | 23.466 | 200% |
| ÖZET GELİR TABLOSU (MnTL) | 2020 | 2021 | 2022 | 09/2022 | 09/2023 | %Değ. |
| SATIŞLAR | 553 | 489 | 687 | 524 | 587 | 12,1% |
| Satışların Maliyeti (-) | 356 | 201 | 240 | 202 | 110 | -45,6% |
| BRÜT KAR/ZARAR | 196 | 288 | 446 | 321 | 477 | 48,4% |
| Faaliyet Giderleri(-) | 38 | 45 | 68 | 51 | 102 | 100,8% |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 159 | 243 | 379 | 270 | 374 | 38,5% |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Farkı (Net) | 261 | 1.140 | 7.949 | 0 | 4.668 | a.d. |
| Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri | 22 | 1.235 | 8.276 | 37 | 156 | 323,7% |
| NET FAALİYET KARI/ZARARI | 442 | 2.617 | 8.276 | 307 | 5.198 | - |
| FAVÖK | 161 | 245 | 382 | 273 | 381 | 39,8% |
| Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları | 2 | 2 | 5 | 5 | 8 | 64,1% |
| Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri | 0 | 0 | 19 | 15 | 19 | a.d. |
| Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler | -177 | -150 | -314 | -149 | -375 | 152,5% |
| Vergi Gideri/Geliri | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | a.d. |
| NET DÖNEM KARI/ZARARI | 267 | 1.330 | 8.364 | 178 | 4.849 | - |
| Ana Ort. Payları Net Dönem Karı/Zararı | 267 | 1.330 | 8.364 | 178 | 4.849 | - |

a.d: Anlamli değil.

Kaynak: İş GYO, Ziraat Yatırım

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL
+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979 / 44 44 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri