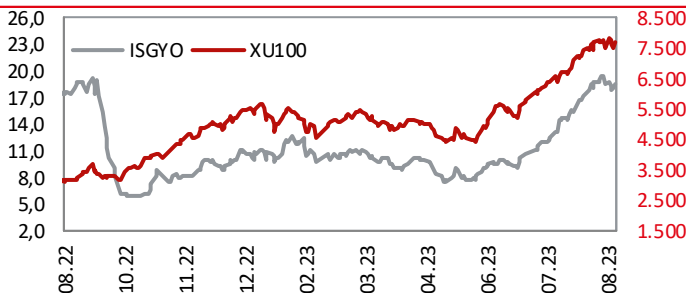


İŞ GYO 2Ç2023 Sonuçları

TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

**"Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Geliri ile
İŞ GYO İkinci Çeyrekte Yüksek Kar Açıkladı..."****Öneri "AL"****Hedef Hisse Fiyatı : 23,80TL**

Reuters/Bloomberg	ISGYO.IS/ISGYO.TI		
Sektör	GYO		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	18,40 TL	0,68 USD	
BİST 100	7.717	285 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	27,0937		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	5,76 TL	19,49 TL	
Hisse Adedi (mn)	959		
Piyasa Değeri (mn TL)	17.641		
Net Borç (mn TL)	3.332		
Filili Dolaşımdaki Pay Oranı	37%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	13,7%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	86,3%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	27,2%	127,2%	4,3%
BİST-100	16,8%	74,3%	146,0%
BİST-100 Göreceli	8,9%	30,3%	-57,6%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	123,8		
(mn TL)	2Ç2022	2Ç2023	% Değ.
Net Satış	171,8	176,1	2,5%
Brüt Kar	127,9	139,4	8,9%
FAVÖK	108,3	107,9	-0,4%
Net Finansman Geliri	-54,3	-110,4	103,5%
Net Dön. Karı/Zararı	67	4.789	-
	F/K	PD/DD	
ISGYO	2,12	0,94	
BİST-100	7,52	2,17	
BİST- GYO	2,51	1,16	
Ortaklık Yapısı (İlk 3)	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; 25.08.2023 verileri kullanılmıştır.

İŞ GYO 2Ç2023'te 4.789mn TL net dönem karı yazmıştır. Bizim kar beklentimiz 3.837mn TL iken, piyasanın ortalama kar beklentisi 4.385mn TL idi. Şirket geçen yılın ikinci çeyreğinde ise 67,1mn TL net kar açıklamıştı. Yatırım amaçlı gayrimenkul değerlendirme geliri olarak 4,5 milyar TL yazılmıştır. Bizim bu kalemdeki gelir beklentimiz 3,8 milyar TL idi.

İkinci çeyrek karı sonrasında İŞ GYO'nun 1Y2023'teki net dönem karı 4.803mn TL'ye çıkmıştır. Geçen yılın aynı döneminde 133,2mn TL kar yazılmıştı.

İŞ GYO'nun satış gelirleri 2Ç2023'te 176,1mn TL gerçekleşerek (Beklenti: 180mn TL) yıllık %2,5 oranında artış kaydetmiştir. Bu gelirlerin 153,9mn TL'si kira gelirleri (üst hakkı gelirleri dahil), 16,3mn TL'si konut satışlarından oluşmuştur. Kira gelirleri yıllık %73,2 oranında artmıştır. Geçen yılın ikinci çeyreğindeki konut gelirleri ise 78,7mn TL idi. Faaliyet giderleri yıllık %67,9 oranında artarak bu yılın ikinci çeyreğinde 34,3mn TL'ye çıkan Şirket'in FAVÖK'ü ise 107,9mn TL ile (Beklenti: 116mn TL) yıllık yatay kalmıştır. FAVÖK marjı da %61,3 (2Ç2022: %63) olmuştur. Öte yandan, Şirket yılın ikinci çeyreğinde 110,4mn TL (102,2mn TL'si kredi faiz gideri) net finansman gideri kaydetmiştir.

Çeyreksel bazda net borçta hafif artış olmuş ve net borç 3.332mn TL'ye çıkmıştır. Net borç /FAVÖK (yıllıklandırılmış) oranı ise 0,2 puan artarak 7,9x seviyesine yükselmiştir.

İŞ GYO, 25 Ağustos 2023 tarihi itibarıyla, Net Aktif (Varlık) Değeri'ne (NAD) göre %9 oranında iskontolu işlem görmektedir. İŞ GYO'nun son üç ve beş yıllık tarihsel NAD iskonto ortalaması sırasıyla %14 ve %38 oranındadır.

Parçaların toplamı yöntemine göre hesapladığımız İŞ GYO'nun hedef hisse fiyatını, tahminlerimizdeki güncellemelere bağlı olarak 14,96TL'den **23,80TL'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 %56,8 iken, projeler toplam portföyün %23,6'sını oluşturmaktadır. Kalan ise stok ve arsalandan oluşmaktadır. Şirket'in kira getirili portföyü toplam gayrimenkul portföyün büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Kira gelirleri içindeki İş Grubu Payı %46'dır. Şirket'in gayrimenkul yatırımları ağırlıklı olarak İstanbul'da (%94,8) bulunmaktadır.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23-2Ç22 %Değ.	6A2021	6A2022	%Değ.
SATIŞLAR	171,8	212,3	163,4	188,8	176,1	2,5%	311,2	364,9	17,2%
Satışların Maliyeti (-)	43,8	114,5	38,2	33,5	36,7	-16,2%	87,7	70,2	-19,9%
BRÜT KAR/ZARAR	127,9	97,8	125,2	155,3	139,4	8,9%	223,6	294,7	31,8%
Faaliyet Giderleri(-)	20,4	16,3	16,7	34,0	34,3	67,9%	34,7	68,3	96,7%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	107,5	81,4	108,4	121,3	105,1	-2,3%	188,8	226,4	19,9%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Farkı (Net)	0	0	7.949	0	4.666	-	0,0	4.666	-
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	12,4	17,7	-37	9	122	-	19,2	131	-
NET FAALİYET KARI/ZARARI	120	99,1	50	130	227	89,4%	208,0	357,1	71,7%
FAVÖK	108,3	82,5	109,5	123,1	107,9	-0,4%	190,2	230,9	21,4%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Karı/Zarar Payları	1,4	1,9	0,4	1,6	3,5	141,2%	2,8	5,1	79,1%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	0,0	14,7	-21,9	-7,2	0,0	-	0	-7	-
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-54,3	-71,0	-165,6	-111,4	-110,4	103,5%	-77,7	-221,8	185,5%
Vergi Gideri/Geliri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	0,0	0,0	-
NET DÖNEM KARI/ZARARI	67,1	44,8	8.186,3	13,1	4.789,4	-	133	4.803	-
Ana Ort. Payları Net Dönem Karı/Zararı	67,1	44,8	8.186	13	4.789	-	133	4.803	-
FINANSAL ORANLAR	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23		6A2021	6A2022	
Brüt Kar Marjı	74,5%	46,0%	76,6%	82,3%	79,1%	-	71,8%	80,8%	-
FAVÖK Marjı	63,0%	38,8%	67,0%	65,2%	61,3%	-	61,1%	63,3%	-

Kaynak: İş GYO, Ziraat Yatırım

2023 yılı FAVÖK beklentimiz 655mn TL'dir...

İş GYO ile beklentilerimizi 2023 yılı ilk yarı gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, yıl sonu toplam satış geliri tahminimiz 1.202mn TL'dir. FAVÖK beklentimiz ise 655mn TL'dir.

Finansal Tahminler	2021	2022	2023T	
			Eski	Yeni
Gelirler	489	687	1.237	1.202
FAVÖK	245	382	683	655
Net Kar	1.330	8.364	9.975	12.246
FAVÖK Marjı	50,2%	55,6%	55,2%	54,5%

Kaynak: Ziraat Yatırım, İş GYO

İş GYO hisseleri için hedef fiyatımız 23,80 TL...

Parçaların toplamı yöntemine göre hesapladığımız İş GYO'nun hedef piyasa değerini 14.343mn TL'den 22.818mn TL'ye yükseltiyoruz. Hedef hisse fiyatını da 14,96TL'den **23,80TL**'ye çıkartıyoruz. İş GYO, hedef piyasa değerimize göre %22,7 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle İş GYO ile ilgili **"AL"** önerimizi koruyoruz. Modelimizde, indirgenmiş nakit akımlarının kullanıldığı projeler ve varlıklarda iskonto oranı %20,6 olarak (Risksiz faiz oranı %17,5, risk primi: %5,5, Beta: 0,95x) kullanılmıştır. Diğer varlıkların ise ekspertiz değerleri dikkate alınmıştır.

Özet Değerleme (mn TL)	Kullanılan Yöntem	İskonto Uygulaması	Tahmini Değer
Ofisler ve Alışveriş Merkezleri			17.864
Tuzla Operasyon ve Teknoloji Merkezi (TUTOM)	İNA		5.586
İş Kuleleri (II ve III) Kanyon	İNA		5.780
Marmara Park	İNA		2.072
Ege Perla AVM	İNA		1.625
Diğer	Ekspertiz Değeri		561
Projeler	İNA ve Ekspertiz Değerleri		2.240
Arsalar	Ekspertiz Değeri		79
Stokaklar	Ekspertiz Değeri		54
Toplam Gayrimenkul Varlıkların Değeri			25.057
İştirakler			13
Diğer Varlıklar			762
Para ve Sermaye Piyasası Araçlar			1.316
Yükümlülükler (-)			4.329
Tahmini Hedef Piyasa Değeri			22.818
Ödenmiş Sermaye			958,8
Hedef Hisse Fiyatı			23,80
Güncel Hisse Fiyatı *			18,40
İskonto Oranı			22,7%

* : 25.08.2023 itibarıyla

Özet Bilançolar (Mn TL)	2020	2021	2022	06/2022	06/2023	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	465	492	1.837	711	2.122	198%
Nakit ve Nakit Benzerleri	59	139	1.246	360	602	67%
Ticari Alacaklar	126	109	145	121	179	48%
Diğer Alacaklar	6	6	9	7	11	53%
Stoklar	235	140	59	126	54	-57%
Diğer Dönen Varlıklar	0	3	56	18	63	258%
DURAN VARLIKLAR	4.760	6.184	15.580	6.650	20.984	216%
Ticari Alacaklar	13	4	0	1	13	-
Finansal Yatırımlar	231	273	555	271	714	164%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	4	6	10	8	13	66%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.943	4.980	12.078	4.987	15.909	219%
Maddi Duran Varlıklar	41	55	144	55	194	254%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	3	2	3	94%
Diğer Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	a.d.
TOPLAM AKTİFLER	5.225	6.676	17.417	7.361	23.107	214%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	963	1.000	3.488	1.631	4.319	165%
Finansal Borçlar	446	840	2.783	1.241	3.363	171%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	437	6	615	189	570	202%
Ticari Borçlar	8	11	18	14	39	192%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	11	16	24	22	36	65%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	132	200	9	121	11	-91%
Finansal Borçlar	130	197	0	117	0	a.d.
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	a.d.
ÖZSERMAYE	4.131	5.476	13.920	5.609	18.777	235%
Ödenmiş Sermaye	959	959	959	959	959	0%
TOPLAM PASİFLER	5.225	6.676	17.417	7.361	23.107	214%
ÖZET GELİR TABLOSU (MnTL)	2020	2021	2022	06/2022	06/2023	%Değ.
SATIŞLAR	553	489	687	311	365	17,2%
Satışların Maliyeti (-)	356	201	240	88	70	-19,9%
BRÜT KAR/ZARAR	196	288	446	224	295	31,8%
Faaliyet Giderleri(-)	38	45	68	35	68	96,7%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	159	243	379	189	226	19,9%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değerleme Farkı (Net)	261	1.140	7.949	0	4.666	a.d.
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	22	1.235	8.276	19	131	581,7%
NET FAALİYET KARI/ZARARI	442	2.617	8.276	208	357	71,7%
FAVÖK	161	245	382	190	231	21,4%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	2	2	5	3	5	79,1%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	0	0	19	0	-7	a.d.
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-177	-150	-314	-78	-222	185,5%
Vergi Gideri/Geliri	0	0	0	0	0	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	267	1.330	8.364	133	4.803	-
Ana Ort. Payları Net Dönem Karı/Zararı	267	1.330	8.364	133	4.803	-

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