

İş GYO

İskonto cazip gözüküyor

• **İş GYO için 12 aylık hedef fiyatımızı 2,06TL seviyesine yükseltiyoruz. Topkapı konut projesini değerlememize dahil etmemiz ve devam eden projelere ilişkin güncelleme çalışmamız hedef fiyat revizyonumuzun arkasındaki etken.** İş GYO'yu beğenmeye devam ediyoruz. Hissenin, hızlı büyüyen gayrimenkul portföyü ve güçlü kira getirisi (toplam kira gelirinin %43'ü döviz bazlı) ile yeniden değerlendirilmeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Ayrıca İş GYO, %8'lik bono getirisi karşısında %14 gibi oldukça cazip bir brüt kira getirisi sunmaktadır. Dolayısıyla hissenin şu an %50 net aktif değer iskontosunun açıklanabilir olmadığını düşünüyoruz. Bu yüksek iskontonun, devam eden projelerin tamamlanması, sektöre yönelik olumlu beklentiler ve mortgage faizlerinde 1Y15 içerisinde yaşanabilecek düşüşle kapanmasını bekliyoruz. İş GYO hisse fiyatının 2Y bono fiyatıyla 2014 yılındaki korelasyonu %84 seviyesindedir. Dolayısıyla 1Y15 yılında faizlerde yaşanacak düşüşten faydalanacağını düşünüyoruz. Hisse geçtiğimiz 3 aylık dönemde BIST100 toplam getiri endeksinin %1 gerisinde kaldı. Dolayısıyla güçlü büyüme potansiyelinin henüz fiyatlanmadığını düşünüyoruz.

• **Devam eden projeler kira gelir büyümesini destekleyecek.** İş Bankası'na 25 yıllıkına kiralanan Tuzla operasyon merkezinden 2015'in son çeyreğinden itibaren yıllık 24mn dolar kira geliri bekleniyor. Kiranın para birimi henüz belirlenmemiş durumda (TL'de olabilir). Ayrıca Tuzla'da yer alan ve 2016 başında faaliyete geçmesi beklenen diğer bir karma projeden de yıllık 8 milyon dolar kira geliri bekleniyor. İş GYO 4Ç16'dan itibaren İzmir - Ege Perla projesinden de yıllık 9mn dolar kira geliri elde edecek. Tüm projelerin tamamlanmasıyla İş GYO'nun yıllık kira gelirinin %68 artışla 84mn dolara (2016T) ulaşmasını (2014T 50mn dolar) bekliyoruz. 2014T-2017T dönemi için İş GYO'nun kira gelirlerinde ortalama %23 bileşik büyüme tahmin ediyoruz.

• **Konuttaki büyüme göz ardı ediliyor.** İstanbul Topkapı'daki (%50 NEF ortaklığı) konut projesi ve Kartal projesinin piyasa tarafından yeterince değerlendirilmediğini düşünüyoruz. Aralık ayında satışına başlanan Kartal projesinde 975 konut, 145 bin metre kare satılabilir alan, 55 bin metre karelik kiralabilir alan (yıllık 9mn dolar kira getirisi) bulunmaktadır. Topkapı projesinde ise tahmini 3,500 konut, 280 bin metre kare satılabilir alan bulunurken metre kare satış fiyatı ortalama 6 bin TL civarında olması bekleniyor. Şirket Topkapı projesinin inşaat ruhsatını Ocak ayında almayı ve projenin lansmanını gerçekleştirmeyi planlıyor. Bu iki projeyi değerlememize dahil ederek ISGYO için %14 ortalama bileşik büyümeyle 2018 sonunda 1,5 milyar dolar net aktif değer hesaplıyoruz (2014T 0.9 milyar dolar).

• **Yatırımların tamamlanmasıyla temettü ödemesi artacak.** İş GYO 2015-2018 döneminde proje geliştirmesinde 750mn dolar harcayacak. 2015 yılında finansal borç oranının toplam aktife oranının %35'e ulaşmasını tahmin ederken, bu oranın 2018'de hızlıca gerilemesini bekliyoruz. Yönetim, ödenmiş sermayenin %5'i oranındaki temettü dağıtım politikasının giderek artırılmasını hedefliyor. 2014T %3,6 seviyesindeki temettü veriminin 2018'e doğru yaklaşık %7'ye vükseleceğini tahmin ediyoruz.

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı : 1,47 TL
12 Aylık Hedef: 2,06 TL

Bertuğ Tüzün

bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

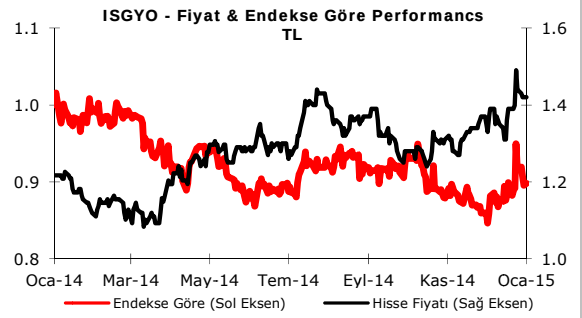
Göksel Şişmanlar

goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	ISGYO.IS, ISGYO TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	1,000
Hisse Adedi ('000)	680.400
Halka Açıklık Oranı	%42
İşlem Hacmi (3 aylık ort., bin TL)	3,6
Net Borç (2014/09, milyon TL)	304
BIST-100 Endeksi (TL)	86.463

Hisse verileri 5 Ocak 2015



Hisse Performans

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%2,8	%5,8	%14,8	%20,8
Göreceli*	%0,0	%4,3	-%1,2	-%9,5

* BIST Toplam Getiri Endeksine göre

Tahminler (milyon TL)

	2013	2014T	2015T	2016T
Net Satış	118	371	230	135
VAFÖK	96	153	104	102
VAFÖK marjı	%82	%41	%45	%75
Net Kâr	65	116	82	78
FD/Satışlar	6,7	3,1	5,3	10,6
FD/VAFÖK	8,2	7,5	11,7	14,0
F/K	11,4	7,7	10,6	12,8

Ortaklık Yapısı

İş Bankası	%42
İş Bankası grup şirketleri	%16
Halka Açık	%42

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.