

01 Ağustos 2019 Perşembe

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	1,06	FD/FAVÖK (Cari)	12,1x				
Uzun Vadeli Öneri	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	0,96	F/K (Cari)	4x				
<b>UFRS Gelir Tablosu - Özet</b>	<b>Açıklanan</b>		<b>Beklenti</b>		<b>Sapma %</b>				
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	172	77	125%	689	-75%	160	171	7%	1%
Brüt Kar	66	51	29%	110	-40%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	53	41	31%	95	-44%	47	50	13%	6%
Net Dönem Karı	-12	-6	95%	79	a.d.	-16	-13	-25%	-6%
<b>Brüt Kar Marjı</b>	38,5%	66,9%	-28,4 yp	15,9%	22,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
<b>FAVÖK Marjı</b>	30,9%	53,1%	-22,2 yp	13,8%	17,1 yp	29,5%	29,5%	1,4 yp	1,4 yp
<b>Net Kar Marjı</b>	-7,1%	-8,2%	1,1 yp	11,5%	-18,6 yp	-10,2%	-7,6%	3,1 yp	0,5 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

**Beklentilere paralel net zarar (=)**

İş GYO'nun 2Ç19'da net dönem zararı beklentimizin %25,0 altında 12,3 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Piyasa beklentisi ise 13 mn TL net zarar iken, şirket bir önceki çeyrekte de 6 mn TL zarar açıklamıştı. Yıllık bazda, geçmiş dönemlere göre daha düşük seviyede gerçekleşen proje teslimatlarına bağlı olarak operasyonel sonuçlarının zayıf gerçekleşmesi ve net finansal giderlerdeki artış şirket karlılığını olumsuz etkilemiş, 2Ç19 operasyonel sonuçları beklentimizin bir miktar üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle de şirket öngördüğümüzden daha düşük bir zarar açıklamıştır. Son 1 aylık dönemde BIST100 getirisine göre %10,2 negatif ayrışan ISGYO'da, 2Ç19 net zararının piyasa beklentilerine yakın gerçekleşmesinin hisse performansına etkisini nötr olarak değerlendiriyoruz. İş GYO için 1,06 TL hedef fiyat ve kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli "TUT" önerimizi koruyoruz.

- **Net zarar beklentimizin altında** - İş GYO 2Ç19 için beklentimizin %25,0 altında 12,3 mn TL net zarar açıkladı. Şirket'in geçtiğimiz yılın aynı döneminde proje teslimatlarının olumlu etkisi ile net karı 79 mn TL olarak gerçekleşmişti. 2Ç19'da şirketin yıllık bazda daha düşük seviyede gerçekleşen proje teslimatlarına bağlı olarak operasyonel sonuçlarının zayıf gerçekleşmesi ve net finansal giderlerindeki artış net karı olumsuz etkilemiştir.
- **2Ç19'da satış gelirleri yıllık bazda %75,0 geriledi** - 2Ç19'da açıklanan şirketin satış gelirleri beklentimizin %7,0 üzerinde 172 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki çeyreğe göre %125,0 artış, yıllık bazda ise %75,0 düşüş göstermiştir. Gelirlerde yıllık bazda görülen gerileme, daha düşük seviyede gerçekleşen proje teslimatlarından kaynaklanmaktadır. Gelirlerin dağılımına göre, proje teslimatlarından elde edilen gelir 2Ç19'da 106,8 mn TL (1Ç19: 13 mn TL, 2Ç18:577 mn TL) olurken, üst hakkı dahil kira geliri 61,6 mn TL (ç/ç: +%5,2, y/y:+%16,3) düzeyinde gerçekleşmiştir. Ayrıca şirket geçtiğimiz yılın aynı döneminde gayrimenkul satışından 54 mn TL satış geliri elde etmişti.
- **Operasyonel sonuçlar beklentimizin üzerinde** - İş GYO'nun FAVÖK'ü 2Ç19'da bir önceki çeyreğe göre %31,0 artarak 53 mn TL ile hem bizim hem de piyasa beklentisinin üzerinde gerçekleşti. 2Ç19'da İstanbul projesinde 3. etapta gerçekleşen teslimatlar şirketin FAVÖK'ünü olumlu etkilemiştir. İş GYO'nun net borcu 2Ç19 itibarıyla yıllık bazda %12,0 artışla 1,33 mlr TL düzeyine yükselmiştir (1Ç19: 1,3 mlr TL).
- **İş GYO için 1,06 TL hedef fiyatımızı koruyoruz** - Son 1 aylık dönemde şirket hisseleri BIST 100 getirisine göre %10,2 negatif ayrışma göstermiştir. İş GYO için 1,06 TL hedef fiyat ve kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli "TUT" önerimizi korumaktayız.

01 Ağustos 2019 Perşembe

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyrekse %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	172	77	125%	689	-75%	160	171	7%	1%
SMM	-106	-25	317%	-579	-82%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	66	51	29%	110	-40%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-14	-11	22%	-15	-8%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	53	40	31%	95	-44%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	53	41	31%	95	-44%	47	50	13%	6%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-65	-46	40%	-16	316%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	-12	-6	95%	79	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	-12	-6	95%	79	a.d.	-16	-13	-25%	-6%
Brüt Kar Marjı	39%	67%	-28,4 yp	16%	22,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	31%	53%	-22,2 yp	14%	17,1 yp	29,5%	29,5%	1,4 yp	1,4 yp
Net Kar Marjı	-7%	-8%	1,1 yp	11%	-18,6 yp	-10,2%	-7,6%	3,1 yp	0,5 yp

Bilanço (m n TL)	6A19	3A19		6A18	
Dönen Varlıklar	725	745	-3%	993	-27%
Hazır Değerler	17	18	-5%	166	-90%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	118	101	16%	125	-6%
Stoklar	473	537	-12%	575	-18%
Diğer Dönen Varlıklar	117	89	31%	127	-8%
Duran Varlıklar	4.425	4.468	-1%	4.211	5%
Aktif Toplamı	5.150	5.212	-1%	5.204	-1%
KV Borçlar	1.020	1.028	-1%	1.146	-11%
KV Finansal Borçlar	754	690	9%	599	26%
KV Ticari Borçlar	21	23	-10%	31	-32%
Diğer KV Borçlar	245	315	-22%	516	-53%
UV Borçlar	592	633	-7%	751	-21%
UV Finansal Borçlar	590	632	-7%	749	-21%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	2	2	-4%	2	9%
Öz Sermaye	3.538	3.551	0%	3.307	7%
Pasif Toplamı	5.150	5.212	-1%	5.204	-1%

Net Borç	1.327	1.304	2%	1.182	12%
Alacak Tahsilat Süresi	85	42		22	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	518	260		269	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	28	14		22	
Nakit Döndürme Süresi	586	292		275	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Mehtap İLBİ**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

**Umut Deniz PAK**

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

**Ekin Cem EKE**

EKINCEM.EKE@vakifyatirim.com.tr

Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok  
Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.