

12 Haziran 2018 Salı

Sektör	Sektör Görüşü	Rapor Türü	İlgili Hisseler
Gayrimenkul YO	Nötr	Başlangıç Raporu	EKGYO, ISGYO, TRGYO

Vakıf Yatırım olarak sektörde öncü konumda olan en büyük üç GYO'yu kapsayan sektör raporumuz ile Emlak Konut GYO (EKGYO), İş GYO (ISGYO), Torunlar GYO (TRGYO) için hisse senedi öneri sürecini başlatmış bulunuyoruz. %13 risksiz faiz oranı ve %5,5 risk primi ve Parçaların Toplamı yöntemi ile değerlediğimiz GYO'lar içinde, Emlak Konut GYO'yu sahip olduğu cazip iş modeli, daha düşük borçluluk seviyesi, daha yüksek temettü verimi beklentisi ve net aktif değerine göre tarihsel olarak oldukça yüksek seyreden iskonto seviyeleri gibi nedenlerden dolayı tercih ediyoruz.

Son dönemlerde konut kredisi faiz oranlarındaki artış ve genel ekonomik konjonktüre bağlı olarak talep tarafındaki zayıflama nedeniyle konut satışlarında düşüş hız kazanmıştır. Bununla birlikte stok fazlasını da göz önünde bulundurduğumuzda konut fiyatlarındaki artış ivmesi de oldukça azalmıştır. 2018 yılının ikinci çeyreğinde konut sektöründe talebin canlanması için bazı bankalar konut kredisi faiz oranlarını düşürürken, GYODER, İNDER ve KONUTDER gibi dernekler konut fiyatlarında %20 indirim kararı aldı. Toplamda 3 mlr TL'lik satış tetiklemesi beklenen bu kampanyaya BIST'de işlem gören İş GYO, Kiler GYO, Halk GYO, Torunlar GYO ve Sinpaş GYO olmak üzere toplam 41 firma katıldı. Bunun yanı sıra, 13 milyon konutun imar ve iskan sorununu çözmesini hedefleyen "İmar Barışı"na ilişkin yapılan düzenlemelerin ardından kentsel dönüşümü kolaylaştıracak yasaların gündeme gelmesinin de konut sektörünü hem fiyat hem de talep yönünden olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.

Genel ekonomide talep tarafındaki durgunluk ve TL'nin hızlı değer kaybetmesi hem perakende hem de ofis piyasasını olumsuz etkilemeye devam etmektedir. Döviz cinsi kiralamalarda AVM yönetimleri kurlardaki sert yükselişlerde kiraya temel olan kuru sabitlemekte, bu da döviz cinsi kira gelirlerini baskılamaktadır. İstanbul ofis piyasasında ise merkezi alanlarda yer alan ofislerde boşluk oranlarının son yıllarda artmasına, bu da döviz cinsinden ortalama kiralara düşmesine tanık olmaktadır.

Borsa İstanbul'da konut geliştirme, perakende, otel, iş merkezi ve lojistik depo kiralama iş kollarında faaliyet gösteren toplam 33 adet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı işlem görmektedir. GYO'ların kurumlar vergisinden muaf olması dikkat çeken bir avantaj olarak görünürken, iş modellerinin ekonomik büyüme, faiz seviyelerine ve döviz kuruna karşı hassas olması kırılganlıkları arttırmaktadır. Borsa İstanbul'da işlem gören GYO'lar Net Aktif Değerleri'ne göre ortalama %58,1 (EKGYO hariç ortalama %54,1) iskonto ile işlem görmektedirler.

Riskler... Fed'in faiz artırımlarına devam etmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın parasal genişleme programından çıkışı başlatması, dış finansman ihtiyacı olan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskılar yaratabilir. Büyüme, enflasyon, diğer ekonomi göstergelerinde yaşanabilecek olası önemli bozulmalar, tüketici güvenindeki değişimler, başta konut talebi olmak üzere tüm gayrimenkul segmentlerinde olumsuz yansıyacak unsurlar olarak ön plana çıkabilir.

- **Emlak Konut GYO (EKGYO), hedef fiyat 3,34 TL, öneri AL** - Son dönemde yapılan ihalelerde oluşan düşük çarpanların ve şirketin nakit gücünde son yıllardaki bozulmanın yüksek iskonto olarak hisse fiyatına fazlasıyla yansıdığını düşünüyoruz. Hisse net aktif değerine göre %64 iskonto ile işlem görmektedir (son bir yıllık ortalama iskonto %49). 2018'de, arsa alımı planlamayan Şirketin ihaleler ve arsa satışları ile nakit gücünün tekrar iyileşmeye başlayacağını tahmin ediyoruz. Bölgede yer alan arsa stoku sayesinde Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı projesine yönelik gelişmelerin de hisseyi olumlu etkileyeceği görüşündeyiz.
- **İş GYO (ISGYO), hedef fiyat 1,12 TL, öneri TUT** - Düşük doluluk oranına sahip olan İstanbul'daki Kule 3 nedeniyle kira gelirlerinde büyüme sınırlanırken, devam eden projelerden artan teslimatlar sonucu 2018 yılında satış gelirlerinde önemli oranda artış bekliyoruz. Ancak, Şirketin devam eden projeleri nedeniyle borçluluk seviyelerinin yüksek kalmaya devam edeceğini bekliyoruz. Şirketin yatırımlarına devam etse de düzenli olarak temettü ödemeyi sürdüreceğini öngörüyoruz.
- **Torunlar GYO (TRGYO), hedef fiyat 3,39 TL, öneri AL** - Yoğun bir yatırım döneminde olan Torunlar GYO'nun Torun Center projesi kiralama ve satışında görülen gecikme hisse fiyatını olumsuz etkiledi. Önümüzdeki dönemde Torun Center için satışın hız kazanması ve Paşabahçe arsasında geliştirilecek projenin hisse fiyatına olumlu etkilerini görebiliriz. Orta-uzun vadede yatırımların azalması ve kira getirili gayrimenkullerin artması ile beraber borç yükünün azalması sonucu Şirket'in temettü potansiyelinin de artacağını bekliyoruz.

Hisse	Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Yükselme Potansiyeli (%)	KV Öneri / UV Öneri
EKGYO	Emlak Konut GYO	7.486	1,97	3,34	69,4%	Endeks Üzeri Getiri/AL
ISGYO	İş GYO	911	0,95	1,12	18,2%	Endekse Paralel Getiri/TUT
TRGYO	Torunlar GYO	2.670	2,67	3,39	27,0%	Endeks Üzeri Getiri/AL

Analist: Tuğba SAYGIN
 İletişim: 0212 403 41 31
tuqba.saygin@vakifyatirim.com.tr

İçindekiler

Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü.....	3
Konut Piyasası Görünümü.....	8
Konut kredilerindeki faiz oranları konut talebini etkilemektedir	10
Perakende Piyasası.....	14
Ofis Piyasası.....	16
Kısaca GYO Sektörü.....	18
Emlak Konut GYO - 2018’de nakit akışı güçlenecek.....	20
İş GYO - Yüksek borçluluk seviyesi devam edecek.....	34
Torunlar GYO - Borçluluk önümüzdeki yıllarda azalacak	44

12 Haziran 2018 Salı

Türkiye İnşaat ve Gayrimenkul Sektörü...

İnşaat sektörü 2017’de genel ekonomik büyümeyi aşarak %8,9 büyüdü

- Türkiye ekonomisi 2017’de %7,4 büyüyerek 851 mlr \$ büyüklüğe ulaşmıştır. Son 5 yılda pozitif büyüme trendi sürerken, enflasyon da %11,9 seviyesine kadar yükselmiştir. Yurt içi gelişmelerin yanı sıra, gelişmiş ülkelerde para politikasında genişleme döneminin sona yaklaşması ile beraber sıkılaşma döneminin başlamasının da etkisi ile TL dolar karşısında değer kaybetmeye başlamıştır.

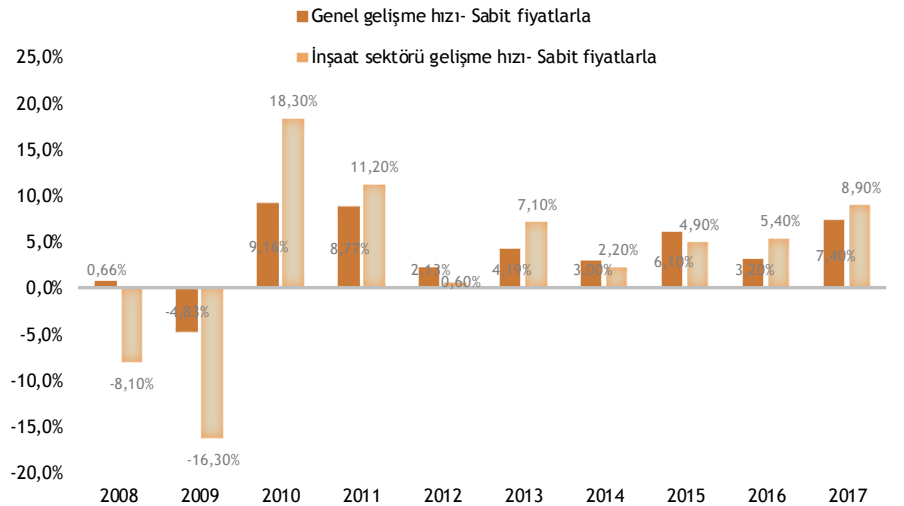
Tablo 1 - Makroekonomik Göstergeler

	2013	2014	2015	2016	2017
GSYH (mlr \$)	950,0	934,1	859,0	862,7	851,0
GSYH Büyüme (%)	8,5%	5,2%	6,1%	3,2%	7,4%
TÜFE - Yılsonu	7,4%	8,2%	8,8%	8,5%	11,9%
İşsizlik	9,1%	10,4%	10,7%	10,9%	10,9%
Politika Faizi - Yılsonu	4,5%	8,3%	7,5%	8,0%	8,0%
Gösterge Faiz - Yılsonu	10,1%	8,0%	10,9%	10,7%	13,4%
USD Yılsonu	2,13	2,33	2,92	3,54	3,82
Nüfus	76,5	77,3	78,2	79,8	80,8

Kaynak: TÜİK, TCMB, VKY Araştırma & Strateji

- Gayrimenkul sektörünün gelişimi de ekonomik büyümeye çok duyarlılık göstermektedir. İnşaat sektörünün GSYH içerisinde direkt olarak payı %9’lar seviyesine ulaşmakla birlikte, 250’den fazla alt sektörü ile birlikte payı %30’lara yaklaşmaktadır. Gayrimenkul faaliyetleri ile birlikte sektör, büyümeye pozitif katkı veren sektörler arasında yer almaktadır.
- TÜİK tarafından yapılan hesaplama göre, Türkiye’de toplam inşaat harcamaları (kayıt dışı hariç) 2017 yılında 265,7 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiş olup, milli gelir içindeki payı %8,6 seviyesindedir.

Grafik 1 - GSYH, İnşaat ve Gayrimenkul büyüme hızları % (yeni seri)



Kaynak: TÜİK, VKY Araştırma & Strateji

Not: TÜİK, GSYH’nin hesaplanma yönteminde Ulusal Hesaplar Sistemi ve Avrupa Hesaplar Sistemi’ne uyumlu olarak düzeltme yapmış olup, yukarıdaki grafikte 2008-2014 dönemi için eski yöntemle hesaplanıp açıklanan, 2015 ve sonrası dönem için güncel yöntemle açıklanan veriler gösterilmektedir.

12 Haziran 2018 Salı

Kamu yatırımlarındaki artış, 2018 yılında inşaat sektörünün büyümesini pozitif etkileyecek unsurların başında gelecektir

- **İnşaat sektörü ekonomik büyümenin üzerinde büyümektedir** - İnşaat sektörü, 1999 yılında yaşanan İzmit depremi, 2001 ve 2008-2009 dünya finansal krizlerindeki sıkıntılı dönemlerin dışında genel itibarıyla GSYH büyümesinin üzerinde bir büyüme hızına sahiptir. 2010-2017 yılları arasında GSYH yıllık ortalama %5,5 büyürken inşaat sektörü aynı dönemde yıllık ortalama %7,3 büyüme göstermiştir. 2016 yılını %5,4 büyüme ile tamamlayan inşaat sektörü 2017 yılında da %8,9 büyüme göstererek genel ekonomik büyüme hızı olan %7,4'ü aşmıştır.
- **İnşaat sektöründe önümüzdeki yıllarda büyümenin itici gücü olarak kamu yatırımlarının ön planda olacağı görülmektedir.** 2018 yılı Yatırım Programı'na göre 2018 yılında 28,9 mlr TL'si ulaştırma yatırımı olmak üzere 3,212 proje için toplam 88 mlr TL'lik kamu yatırımı öngörülmektedir. Bu tutarın 10,4 mlr TL'si İstanbul'daki 227 proje için planlanmaktadır. Kamu yatırımlarında 2018 için işaret edilen %30 düzeyindeki artışın inşaat sektöründeki büyümeyi desteklemesini bekliyoruz.
- **Riskler ve destekleyici unsurlar** - Ekonomik büyümede yavaşlama, küresel likidite şartlarında daralma, jeopolitik risklerde artış, döviz ve faizlerde sert dalgalanmalar, inşaat maliyetlerindeki (demir ve çimento fiyatları gibi) hızlı artış inşaat sektörünü olumsuz etkileyebilecek riskler arasındadır. Kentleşme, nüfus artışı, hane halkı sayısında küçülme gibi demografik gelişmeler dışında istikrarlı ekonomik büyüme, tüketici güveninde iyileşme, düşük faiz ortamı ve düşük inşaat maliyetleri inşaat sektörünü destekleyen unsurlardır.
- İnşaat ve gayrimenkul sektöründe büyümenin itici gücü olan demografik unsurların mevcut verileri ve geleceğe ilişkin projeksiyonları aşağıdaki grafiklerde özetlenmektedir. Türkiye'de nüfus artış hızı ve düşük yaş ortalamasının yanı sıra evlenme ve boşanmalar konut piyasasında doğal talep yaratmaktadır. Öte yandan kentsel dönüşüm gibi nedenlerle konutta yenileme ihtiyacı ve yabancıların konut alımları da konut sektörünü olumlu yönde etkilemektedir.

Tablo 2 - Dünya Nüfus Projeksiyonları, mın kişi

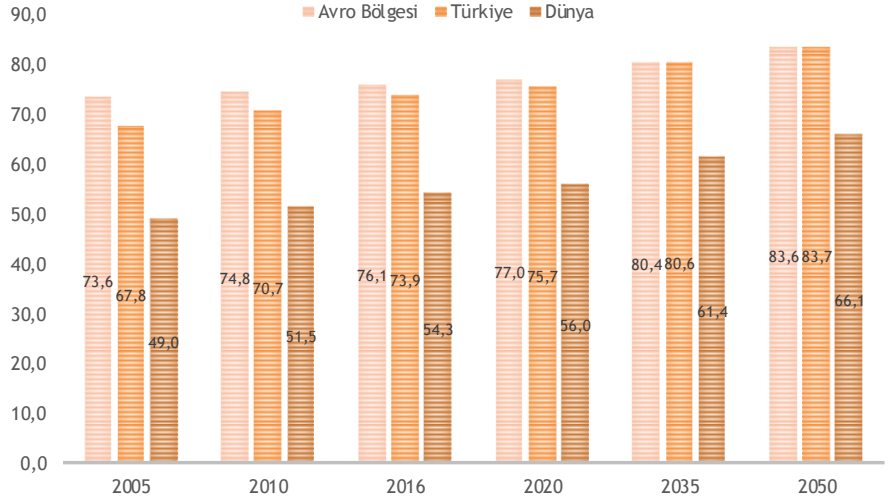
Ülkeler	2010	2015	2020	2025	2035	2050	2015-2025 YBBO (%)	2015-2050 YBBO (%)
Hindistan	1.231,0	1.309,1	1.383,2	1.451,8	1.564,6	1.659,0	1,0%	0,7%
Çin	1.337,7	1.371,2	1.396,6	1.407,2	1.400,6	1.338,2	0,3%	-0,1%
Nijerya	158,6	181,2	206,2	233,7	297,3	410,6	2,6%	2,4%
ABD	309,3	320,9	332,8	344,7	364,8	388,3	0,7%	0,5%
Endonezya	242,5	258,2	272,2	284,8	304,8	321,6	1,0%	0,6%
Pakistan	170,6	189,4	208,4	226,8	261,1	306,9	1,8%	1,4%
Brezilya	196,8	206,0	213,9	220,4	229,2	232,7	0,7%	0,3%
Bangladeş	152,1	161,2	169,8	178,3	191,6	201,9	1,0%	0,6%
Kongo Dem. Cum.	64,5	76,2	89,5	104,2	138,2	197,4	3,2%	2,8%
Etiyopya	87,7	99,9	112,8	126,1	153,0	190,9	2,4%	1,9%
Meksika	117,3	125,9	133,9	141,1	153,1	164,3	1,1%	0,8%
Mısır	84,1	93,8	102,9	111,5	128,3	153,4	1,7%	1,4%
Filipinler	93,7	101,7	109,7	117,7	132,7	151,3	1,5%	1,1%
Tanzanya	46,1	53,9	62,8	72,7	95,9	138,1	3,0%	2,7%
Rusya	142,8	144,1	143,6	141,9	136,2	129,3	-0,2%	-0,3%
Vietnam	86,9	91,7	96,4	100,2	105,7	110,2	0,9%	0,5%
Japonya	128,1	127,1	125,5	123,1	116,9	108,0	-0,3%	-0,5%
Uganda	33,9	40,1	47,2	55,1	73,4	105,7	3,2%	2,8%
Türkiye	72,3	78,3	83,8	86,1	90,9	95,6	1,0%	0,6%
Kenya	41,4	47,2	53,5	60,1	74,1	95,5	2,4%	2,0%
İran	74,6	79,4	83,6	86,7	90,5	93,6	0,9%	0,5%
Irak	30,8	36,1	41,5	47,2	59,8	81,5	2,7%	2,4%
Dünya	6.930,7	7.355,2	7.765,1	8.149,6	8.848,4	9.725,4	1,0%	0,8%

Kaynak: Dünya Bankası, Birleşmiş Milletler, VKY Araştırma

12 Haziran 2018 Salı

- **Türkiye'nin demografik avantajı** - Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi'ne göre Türkiye'nin 2017 yılsonu itibarıyla nüfusu 80,8 mn kişidir. Nüfusun %55'i 35 yaşın altındadır. Mevcut nüfusu ile Türkiye, dünya nüfus sıralamasında ilk 20 içinde yer alırken, Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler tahminlerine göre Türkiye'nin nüfusunun 2025 yılında 84,9 mn kişiye ve 2050 yılında ise 95,8 mn kişiye ulaşacağı öngörülmekte, 2050 yılı projeksiyonlarına göre Dünya nüfusunun 9,7 mlr kişiye ulaşması tahmin edilirken Türkiye en kalabalık 19. Ülke olması öngörülmektedir.

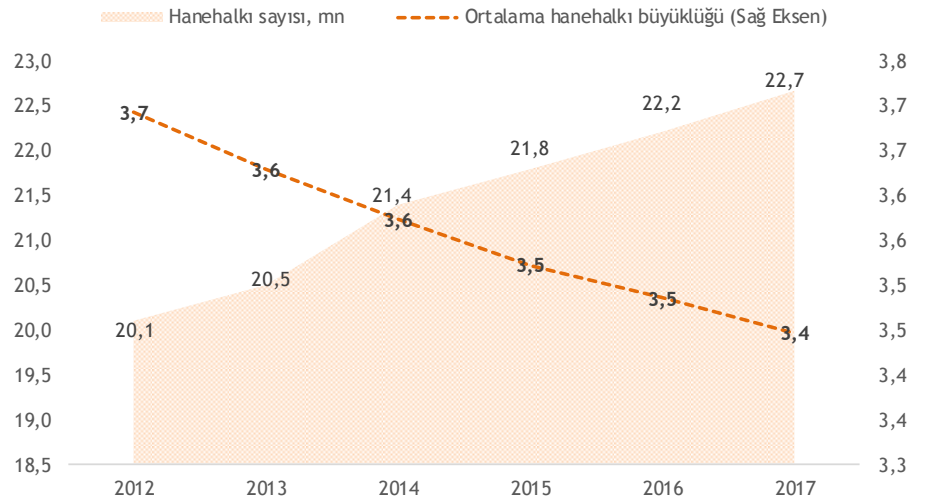
Grafik 2 - Kentleşme Projeksiyonu, %



Kaynak: Dünya Bankası, VKY Araştırma

- **Türkiye'de kentleşme oranı Avrupa ülkelerine yaklaşıyor** - Dünya Bankası tarafından hesaplanan tahmini verilere göre, Türkiye için 2015 yılında %67,8 olarak hesaplanan kentleşme oranı 2016 yılında %73,9 seviyesine ulaşmıştır. Aynı dönemde Avro Bölgesi için bu oran %73,6'dan %76,1'e yükselmiştir. Dünya Bankası projeksiyonlarına göre, 2050 yılında Türkiye'nin kentleşme oranının %83,7 ile Avro Bölgesi ortalamasına çok yakınlacağı öngörülmektedir.

Grafik 3 - Hane Halkı İstatistikleri



Kaynak: TÜİK

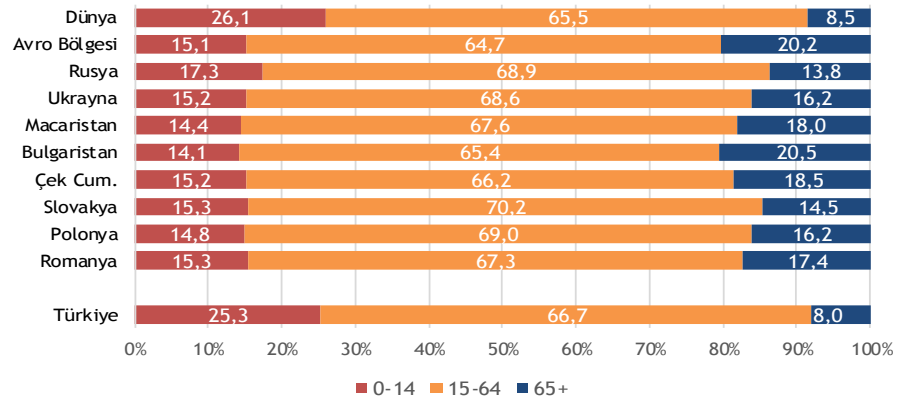
- **Hane halkı büyüklüğündeki gerileme konut talebini destekliyor** - 2017 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de hane halkı sayısı 22,7 milyona ulaşmıştır. Ortalama hane halkı büyüklüğü ise 2012 yılındaki 3,7 kişiden, 2017 yılı sonunda 3,4 kişiye gerilemiştir. 2008

2017 yılı itibarıyla ortalama hane halkı büyüklüğü 3,4 kişi olurken, hane halkı sayısı ise 22,7 milyona ulaştı

12 Haziran 2018 Salı

yılında %69,4 olan çekirdek ailelerden oluşan hane halklarının toplam hane halkı sayısına oranı, 2016 yılı sonuçlarına göre %66,1 olurken, tek kişilik hane halklarının oranı ise 2008 seviyesindeki %6,9 seviyesinden 2017 yılında %15,4 seviyesine yükselmiştir. Artan tek kişilik hane halkı sayısı ve çekirdek aileden oluşan hane halklarının sayısındaki bu değişimler konut talebini destekleyici unsurlardır.

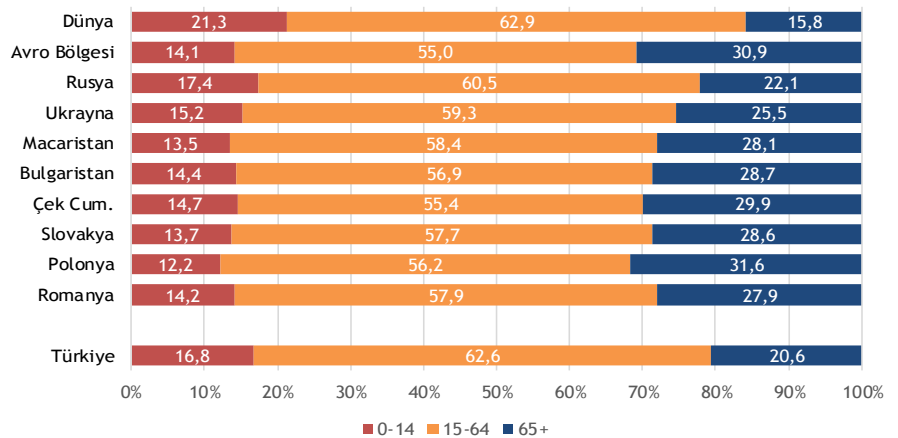
Grafik 4 - Ülkelerin Demografik Profili, 2016



Kaynak: Dünya Bankası, VKY Araştırma

- **Türkiye'nin dinamik nüfus yapısını koruması bekleniyor** - Önümüzdeki yıllarda gelişmiş ülkelerde yaşlı nüfus oranı artış göstermeye devam ederken, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler genç nüfus yapısı ile cazip olmaya devam edecektir. Dünya Bankası verilerine göre, 2016 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de 0-14 yaş arası nüfus, toplam nüfusun %25,3'üne, 15-65 yaş arası nüfus, toplam nüfusun %66'sına denk gelmektedir. 2016 yılında en dinamik nüfus yapılarından birine sahip olan Türkiye'nin 2050 yılına ilişkin projeksiyonlarda da bu dinamik yapısını sürdüreceği görülmektedir. Bunun da konut talebini canlı tutacağını düşünüyoruz.

Grafik 5 - Ülkelerin Demografik Profili, 2050



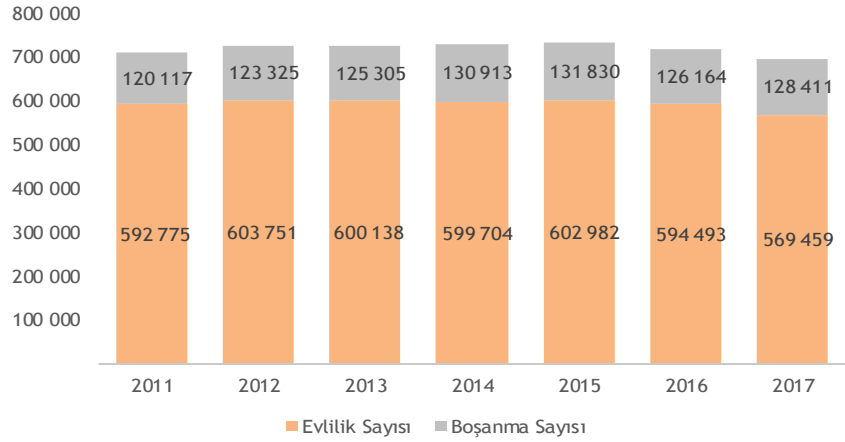
Kaynak: Dünya Bankası, VKY Araştırma

- **Hem evlenen çiftler hem de boşanmalar yeni konut talebi oluşturmaktadır.** Türkiye'de son 5 yıllık verilere bakıldığında ortalama her yıl 593 bin çiftin evlendiği diğer yandan 128 bin çiftin de boşandığı anlaşılmaktadır. 2017 yılında hem boşanan hem de evlenen çiftlerin sayısı geçmiş yıl ortalamalarının bir miktar altında kalmıştır. Evliliklerin ortalama %19'u boşanmaların da ortalama %22'si İstanbul'da gerçekleşmektedir.

Boşanma ve evlenmeler doğal olarak konut talebi yaratmaktadır.

12 Haziran 2018 Salı

Grafik 6 - Evlilik ve Boşanmaların Sayısı, çift%



Kaynak: TÜİK

- **Türkiye'ye doğrudan yabancı yatırımlarda gayrimenkulün payı yüksek** - Yurt dışında yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin Türkiye'deki gayrimenkul yatırımlarına baktığımızda, Türkiye'ye yapılan uluslararası doğrudan yatırım girişi içinde yabancıların gayrimenkul yatırımlarının önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir. 2016 yılında Türkiye'ye yapılan 13,3 mlr \$ seviyesindeki doğrudan yatırım girişinin, 3,9 mlr \$'lık kısmı gayrimenkul alımlarından oluşmakta ve yabancıların toplam doğrudan yatırımları içindeki payı %29,2 seviyesindedir. 2017 yılı verilerine göre ise ülkemize gelen 10,8 mlr \$ seviyesindeki doğrudan yatırımın 4,6 mlr \$'lık kısmı yani %43'ü gayrimenkul yatırımı olarak gerçekleşmiştir. Yıllık bazda baktığımızda, yabancıların doğrudan yatırım girişi 2016 yılına göre %18,8 seviyesinde gerileme gösterse de gayrimenkule ilgi sürmüş, yabancıların gayrimenkul alımları 2017 yılında 2016 yılına göre %19,4 artış göstermiştir.

Tablo 3 - Yabancıların Gayrimenkul Alımları, mn \$

Mn \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Değişim
Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi (UDY) (Net)	9.099	16.182	13.744	13.563	13.119	18.002	13.343	10.830	-18,8%
Sermaye	6.221	14.145	10.128	9.936	8.371	11.713	6.913	5.568	-19,5%
-Yatırım	6.256	16.136	10.761	10.523	8.632	12.077	7.534	7.437	-1,3%
-Tasfiye	35	1.991	633	587	261	364	621	1.869	201,0%
Diğer Sermaye (Net) *	384	24	980	578	427	2.133	2.540	619	-75,6%
Gayrimenkul (Net)	2.494	2.013	2.636	3.049	4.321	4.156	3.890	4.643	19,4%

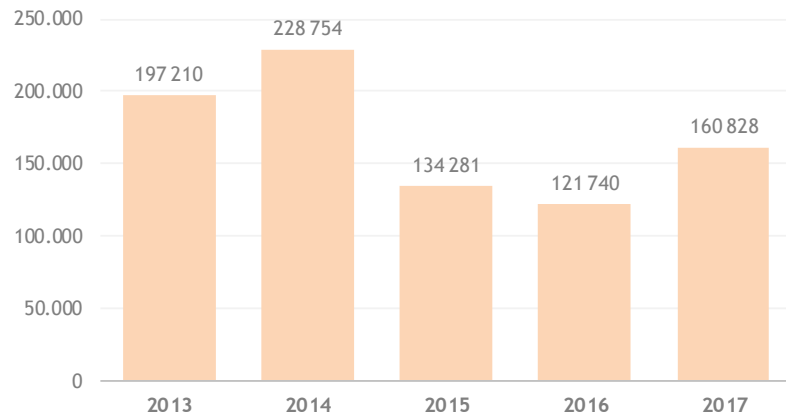
* Uluslararası ortaklardan krediler

Kaynak: Ekonomi Bakanlığı, VKY Araştırma

Konut Piyasası Görünümü...

- **Konut stokunun önemli kısmı ruhsatsız ve eski** - Türkiye’de mevcut konut stokunun önemli bir kısmı ruhsatsız/izinsiz olmakla birlikte, bu stokun %60’nın 20 yaş üzerinde konutlar oluşturmaktadır. Ayrıca ülkemizde ev sahipliği oranı %60,4 seviyesinde olup, gelişmiş ülke ortalamalarının altında bir değere işaret etmektedir.
- **7,5 mn konutun yenilenmesi hedeflenmekte** - 2012’de yürürlüğe giren kentsel dönüşüm yasasının ardından Türkiye’de toplam 5 mn konut yenilenmiştir. Önümüzdeki dönemde hükümet tarafından yılda ortalama 500 bin konut (200 bin İstanbul, 300 bin Anadolu) olmak üzere, toplam 7,5 mn konutun yenilenmesi hedeflenmektedir.
- **“İmar Barışı” düzenlemesi ve kentsel dönüşüm** - 2018 yılı 2Ç’de 13 mn konutun imar ve iskan sorununu çözmesi hedeflenen Yapı Kayıt Belgesi verilmesine ilişkin düzenlemenin usul ve esasları belirlenirken, 31 Ekim’de sona erecek başvuru süreci 8 Haziran’da başladı. Başvurular sonucunda yaklaşık 40-50 mlr TL gelir toplanması beklenirken, elde edilecek gelirler deprem ve afet risklerine hazırlık kapsamında ve kentsel dönüşümdeki çalışmalarda kullanılmak üzere bütçeye gelir olarak kaydedilecek. Ayrıca Yapı Kayıt Belgesi verilmesine ilişkin yönetmeliğin ardından yetkililer tarafından kentsel dönüşümü kolaylaştıracak yasaların geleceği sinyali verildi. Kentsel dönüşümünün hızlanmasının konut sektöründe özellikle fiyatlara olumlu yansımaları bekliyoruz. İmar yasası ile imar ve iskan sorunlarının çözülmesinin konutlara krediye uygunluk getirmesi ile sektörde talebin pozitif yönde etkileneceğini düşünüyoruz.
- **Yıllık doğal konut talebi 700-800 bin** - TÜİK nüfus artış projeksiyonları, ortalama hanehalkı büyüklüğü ve %60 seviyelerinde bulunan konut sahipliği oranlarını göz önünde bulundurarak, Türkiye’de yıllık bazda doğal konut talebinin yaklaşık 700-800 bin aralığında oluşacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca Türkiye’nin deprem kuşağında olduğunu ve yenileme talebinin yeni konut arzını olumlu etkilediğini göz önünde bulundurursak, kentsel dönüşüm amaçlı konut talebini de eklememiz durumunda bu rakam 1,2-1,3 mn düzeyine ulaşmaktadır.
- **2017 yılında yaklaşık 821 bin adetlik konut arzına (ikamet dışı amaçlı binalar dahil) karşın, 660 bin adet talebin oluştuğu gözlemlenmekte olup, bunun konut piyasasına toplamda 161 bin adetlik stok artışı getirdiği görülmektedir.** 2015-2016 yıllarında gerileyen stok artış hızının 2017’de tekrar artmaya başlaması dikkat çekmektedir. Arz fazlası oluşması durumunda konut fiyatları bundan olumsuz etkilenebilmektedir.

Grafik 7 - Konut Stok Artışı (yıllık, adet) *

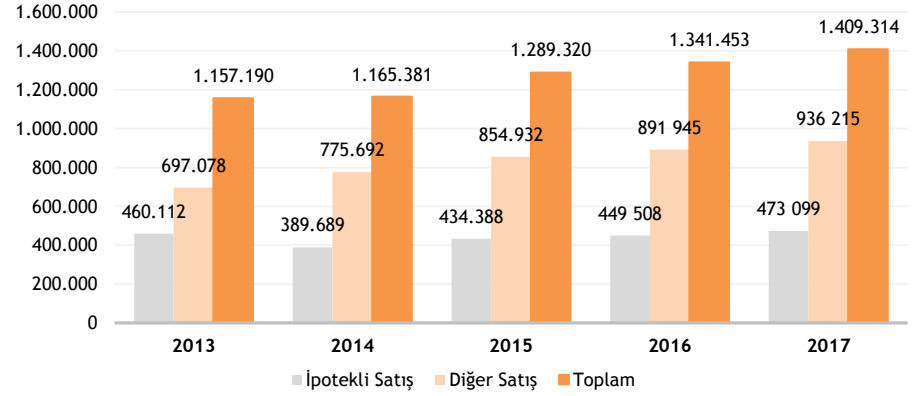


* Yapı kullanım izin verilen konutlarla ilk satışlar arasındaki fark
Kaynak: TÜİK, VKY Araştırma

12 Haziran 2018 Salı

- Türkiye’de yıllık konut satışları 1,41 mn adete ulaştı -Türkiye’de son beş yıla baktığımızda yıldan yıla artmakla birlikte ortalama yılda 1,3 milyon konut satılmaktadır ve bunun yaklaşık %30’u banka kredisi ile alınmaktadır. 2016 yılında 1,34 mn adet konut satışı gerçekleşirken 2017 yılında satılan konut sayısı %5,0 artışla 1,41 mn adet seviyesine yükselmiştir.

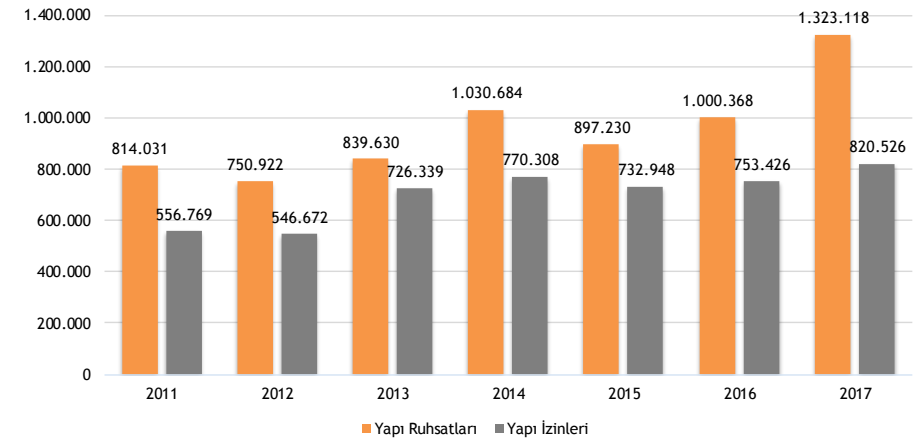
Grafik 8 - Konut Satışlarının Gelişimi (yıllık, adet)



Kaynak: TÜİK, VKY Araştırma

- 2017’de toplam satılan konutların %1,7’sini yabancılar aldı - 2017 yılında satılan konutların 22,234 adeti (toplam satışlar içindeki payı %1,6) yabancılar tarafından alınmıştır. En çok konut alımını gerçekleştiren ülke vatandaşları ise sırasıyla Irak, Suudi Arabistan, Kuveyt ve Rusya Federasyonu’dur. 2016 yılında turizm sektöründe yaşanan durgunluk nedeniyle ülkemizi ziyaret eden turist sayısında ciddi oranda gerileme kaydedilmiş, 2017 yılında ise turizm sektöründe yaşanan toparlanma ile yabancılar konut satışları yıllık bazda %22 oranında artış göstermiştir. 2018 yılında da bu trendin devam etmesini bekliyoruz.
- Yapı ruhsatı alınan daire sayısı 2017 yılında rekor kırdı - Türkiye’de yapı ruhsatı alındıktan sonra inşaat başlamaktadır, inşaat tamamlandıktan sonra ise yapı kullanım izni alınmaktadır. Bu nedenle yapı ruhsatı verileri inşaat için, yapı kullanım izin verileri ise konut satışları için öncü veri niteliğindedir. Ülkemizde bina inşaatlarının yaklaşık %77’sini konut inşaatları oluşturmaktadır.

Grafik 9 - Yapı Ruhsatı ve İzinleri, daire sayısı



Kaynak: TÜİK, VKY Araştırma

Son yıllarda Türkiye’de yıllık ortalama 1,3 mn adet konut satılmaktadır...

2017 yılında açıklanan teşvikler sonucunda yapı ruhsatı alan daire sayısı rekor seviyelere ulaştı

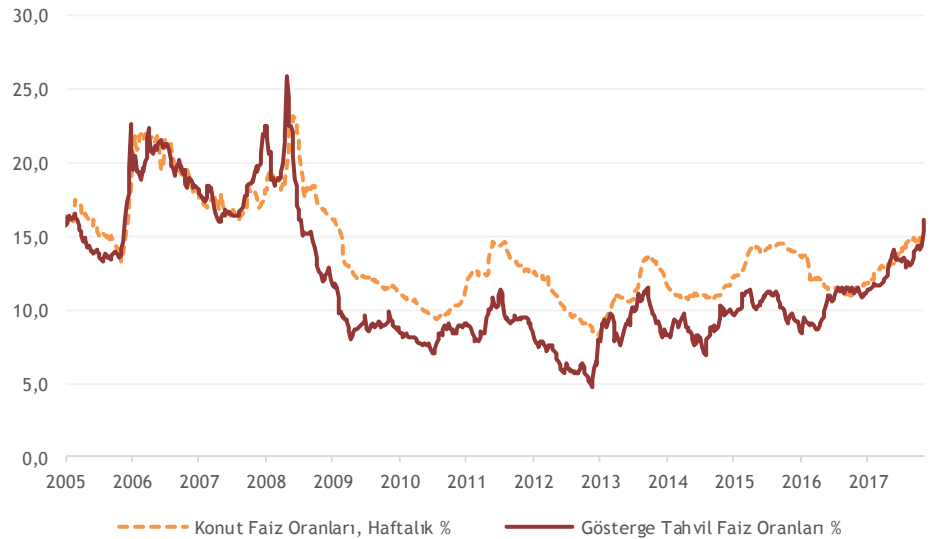
12 Haziran 2018 Salı

- Global krizin etkileri ile birlikte 2008 ve 2009 yıllarında 500 bin seviyelerinde olan yapı ruhsatı alınan daire sayısı, küresel krizin etkilerinin azalması, faiz oranlarındaki gerileme ve 2009 yılında verilen konutlarda KDV teşviğine bağlı olarak 2010 yılına geldiğimizde 900 bin adetın üzerine yükselmiştir. Faiz oranlarında tarihi düşük seviyelerin görüldüğü 2013 yılından sonra ise, KDV'yi artıran düzenleme yürürlüğe girmiş olsa da 2014 yılında ruhsatı alınan daire sayısı 1 mn adet sınırını aşmıştır. Bunu takip eden yıllarda yapı ruhsatı alınan daire sayısı dalgalanma göstermiş ve 2017 yılında 1,3 mn seviyesini aşarak tarihi en yüksek seviyesine ulaşmıştır.
- **2017'de yapı kullanım izni alan daire sayısı da rekor kırdı** - 2013 yılından itibaren yapı kullanım izni (iskan) alınan daire sayısı ise yıllık bazda 700 bin seviyesinin üzerinde dalgalanırken, 2017 yılında %8,9 oranında artarak 820 bin ile rekor seviyeye ulaşmıştır.
- **Çok fazla oyuncunun olduğu pazarda en büyük konut üreticisi TOKİ** - Konut üretimi tarafına baktığımızda TOKİ, %10 pazar payıyla sektörün en önemli üreticisi konumundadır. İstanbul'da KİPTAŞ gibi belediyeler de konut üretiminde aktiftir. Konut üretiminin çoğunluğu (yaklaşık %85'i) isimsiz, kayıt dışı firmalar tarafından yapılmakta, sektörde GYO'lar ve markalı konut üreticilerinin pazar payı ise oldukça düşük seviyelerde bulunmaktadır.

Konut kredilerindeki faiz oranları konut talebini etkilemektedir

- Türkiye'de konut kredi faizleri ekonomideki genel faiz oranlarına paralel seyretmektedir. 2008 yılında %25'lerin üzerinden 2013 yılında %5 seviyelerine kadar gerileyen konut kredi faizleri son durumda %15 seviyelerinde bulunmaktadır.

Grafik 10 - Konut Kredisı Faizi ve Gösterge Tahvil Faiz Oranları



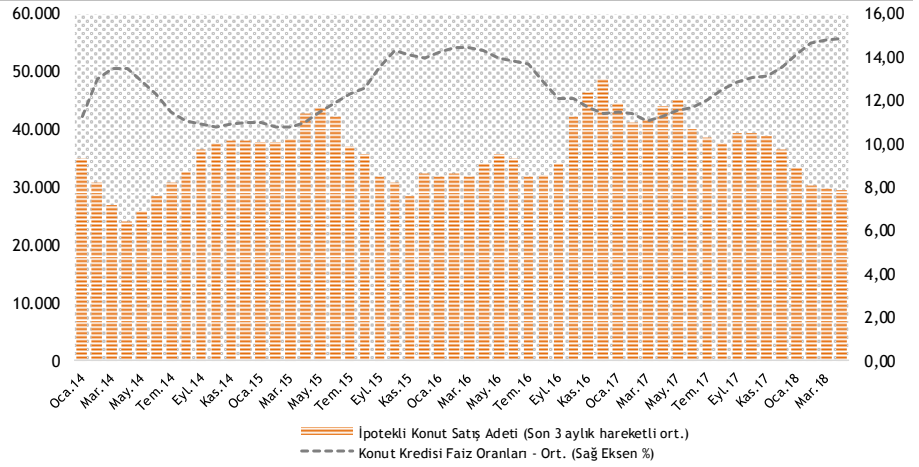
Kaynak: TCMB, VKY Araştırma

- **Faizlerin düşmesi konut satışlarını artırmaktadır** - Geçmiş veriler konut satışları ile kredi faiz oranları arasında doğrusal ters yönde bir ilişki olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki grafikte de görüldüğü üzere, konut kredi faizlerindeki yükseliş dönemlerinde, ipotekli konut satış adetlerinde gerileme gözlenirken, kredi faizlerinin düşme eğilimine girdiği dönemlerde ise ipotekli konut satış adetlerinde artış gözlenmektedir.

12 Haziran 2018 Salı

Konut kredisi faizlerinde yükselme eğilimi kredili konut satışlarını olumsuz etkilemekte...

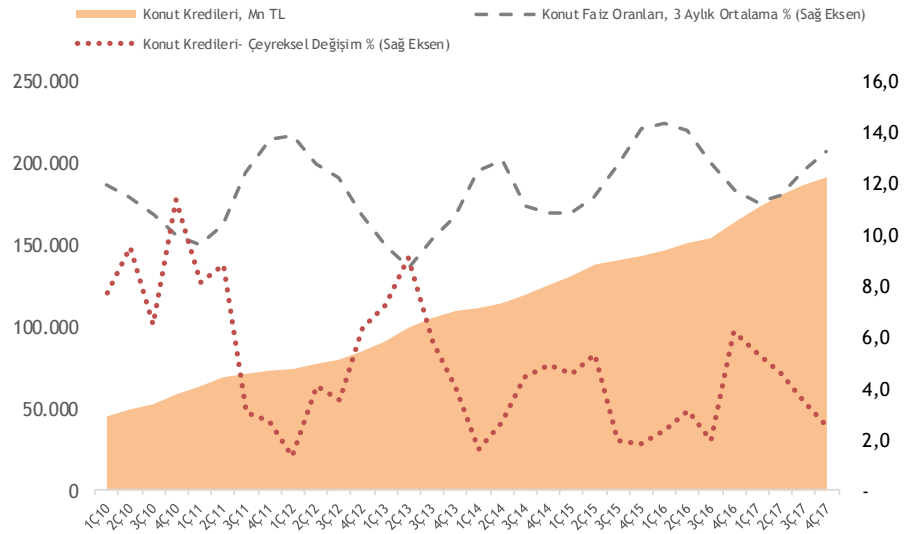
Grafik 11 - İpotekli Konut Satışları ve Faiz Oranları, adet ve %



Kaynak: TCMB, VKY Araştırma

- 2017 Mart ayından itibaren yükselmeye başlayan konut kredisi faiz oranları ile beraber ipotekli konut satış adeti de gerileme trendi izlemiştir. 2017 yılı Mart ayında %11,1 (aylık +%2,8) ile son 23 ayın en düşük seviyesine gerileyen konut kredisi faiz oranları günümüze kadar kademeli olarak yükselerek Nisan 2018 itibarıyla %14,9 (aylık +%0,6) düzeyine ulaşmıştır. İpotekli konut satışları ise Şubat -Nisan 2018 döneminde yıllık bazda ise %33 düşüş göstermiştir.

Grafik 12 - Konut Kredileri (mn TL) ve Konut Faiz Oranları (%)

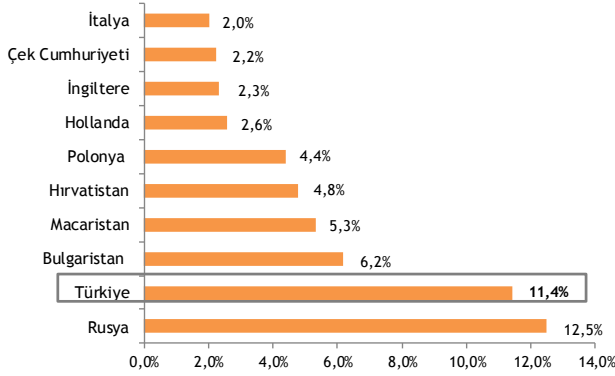


Kaynak: TCMB, BDDK, VKY Araştırma

- Konut satışlarındaki artış, bankaların konut kredi hacmini de artırmakta** - Yukarıdaki grafikte görüldüğü üzere, konut kredi faiz oranlarının gerilediği dönemlerde konut satışlarında artış görüldüğü gibi bankaların konut kredi hacminde de artış olmaktadır. TBB verilerine göre, 2011 yılında 1,3 mn olan konut kredisi kullanan kişi sayısı 2017 yılsonunda 2,3 mn'a ulaşırken, aynı dönemde kişi başına düşen ortalama miktar 57 bin TL'den 79 bin TL'ye yükselmiştir. Faizlerin gerilemesi konut kredilerinde vadenin uzamasına da neden olmuştur. 2010 yılında kullandırılan konut kredilerinin ortalama vadesi 84 ay iken, 2016 sonu itibarıyla 96 ay seviyesine yükselmiştir. 2017 yılında yapılan düzenleme ile konut ve ihtiyaç kredilerinde vadeler uzatılmıştır. 240 aya kadar vadeli konut kredisi mümkün görünse de, bankaların kaynak tarafından yaşadığı sorunlar nedeniyle bu kadar uzun vadeli kredi kullanımı yaygınlaşamamıştır.

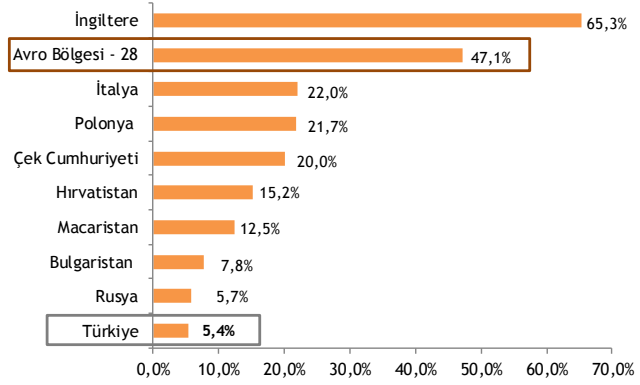
12 Haziran 2018 Salı

Grafik 13 - Konut Kredisi Faiz Oranları, 2017



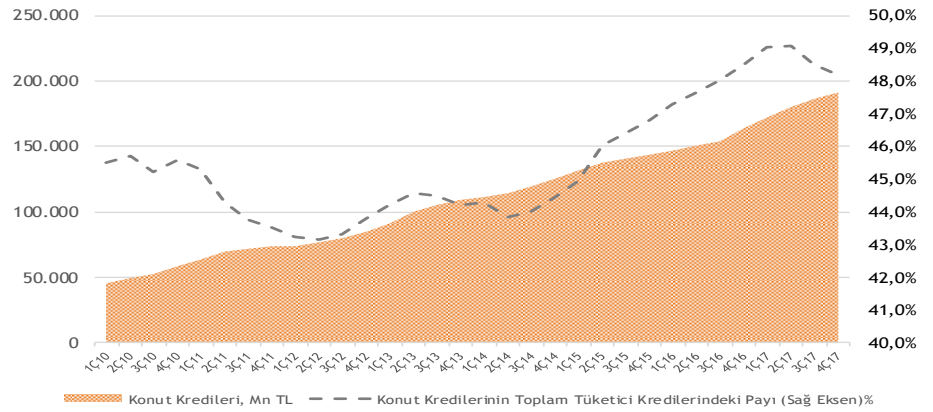
Kaynak: Hypostat 2017 FINAL, VKY Araştırma

Grafik 14 - Konut Kredilerinin GSYH'ye oranı, 2017



- **Konut kredilerinin GSYH'ye oranı hala çok düşük seviyelerde** - 2017 yılı sonu itibarıyla konut kredilerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı Türkiye'de %5,4'lar seviyesinde iken bu oran 28 ülkeyi kapsayan Avro Bölgesi'nde ortalama olarak %47,1 düzeyindedir. Bu da ülkemizde faizlerin gerilemesine bağlı olarak bu alandaki büyüme potansiyelini göstermektedir.
- **Tüketici kredilerinin yaklaşık yarısı konut kredilerinden oluşuyor** - 2010 yılında 42 mlr TL seviyesindeki konut kredilerinin tutarı, 2017 Aralık sonu itibarıyla 191,4 mlr TL seviyesine yükselmiştir. Konut kredilerinin toplam tüketici kredileri içindeki payı ise 2010 yılı başındaki %45 seviyesinden 2017 yılı sonunda %48,2 seviyesine yükselmiştir. Bankacılık sektörü açısından genel olarak daha düşük takibe düşme oranı (%0,42) ancak daha az karlılığa işaret eden konut kredilerinde önümüzdeki yıllarda büyüme trendinin ivmesinin azalarak devam edeceğini düşünüyoruz.

Grafik 15 - Konut Kredisi Stoğu, mlr TL



Kaynak: BDDK, VKY Araştırma

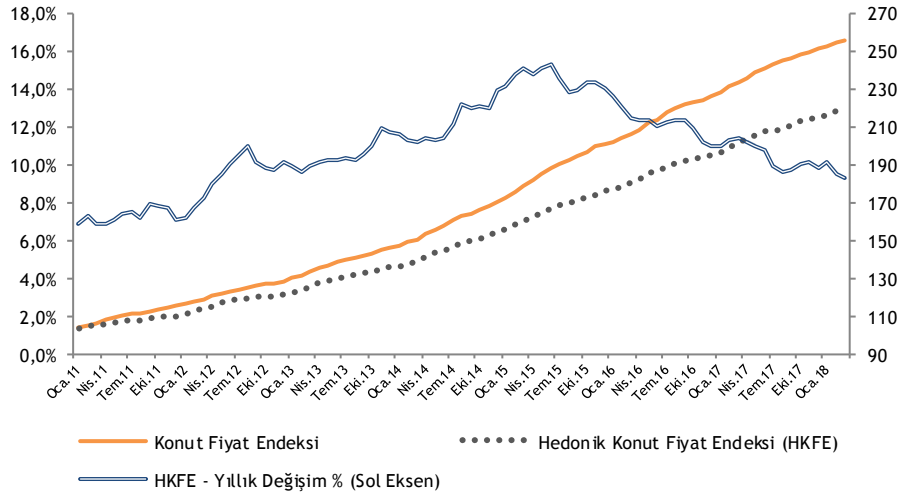
Konut kredileri 2017 yılı sonunda 164,1 mlr TL seviyesine ulaştı

Konut kalitesindeki artış konut fiyatlarındaki artışta önemli bir etken

- **Konut fiyatlarındaki artış düşüş eğiliminde** - TCMB tarafından yayımlanan verilere göre, Konut Fiyat Endeksi, 2018 yılının Mart ayı itibarıyla yıllık bazda %9,5 artışla 255,9 seviyesine ulaşmıştır. Türkiye'deki konut fiyatlarındaki artışı kalite artışından arındıran Hedonik Konut Fiyat Endeksi (HKFE) ise, 2018 yılının Mart ayı itibarıyla 219,9 seviyesine ulaşmıştır. 2017 yılının aynı ayına göre hedonik konut fiyat endeksi, yıllık bazda %6,8 artış göstermiştir. Bu iki endeksin seyrini göz önünde bulundurarak, konut kalitesindeki artışlar fiyatların yukarı seyrinde önemli bir etken olduğunu söyleyebiliriz.

12 Haziran 2018 Salı

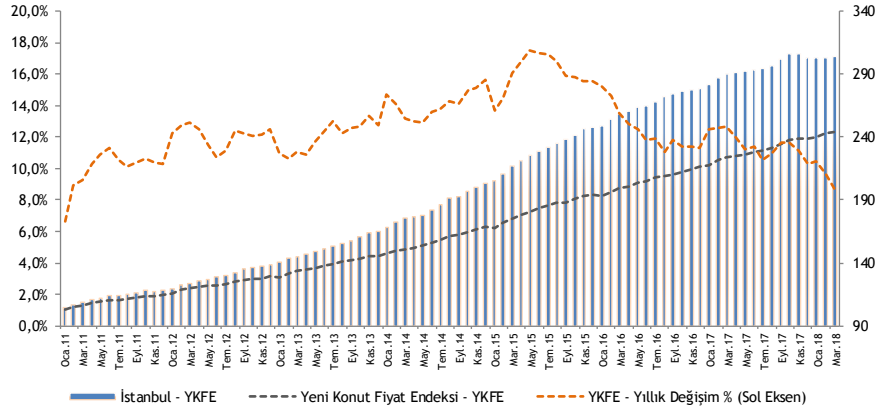
Grafik 16 - Konut Fiyat Endeksleri ve Yıllık Değişim



Kaynak: TCMB, VKY Araştırma

- Türkiye genelinde, 48 ilde son iki yılda yapımı gerçekleşen konutların değerlendirme raporlarından hesaplanan Yeni Konutlar Fiyat Endeksi (YKFE), Aralık 2018'de yıllık bazda %8,7 artış ile 244 seviyesinde gerçekleşmiştir. YKFE son 5 yılda yıllık bileşik ortalama %12,8 ile enflasyonun üzerinde (+%8,9) artış göstermiştir.

Grafik 17 - Yeni Konut Fiyat Endeksi ve Yıllık Değişim



Kaynak: TCMB, VKY Araştırma

- İzmir'de konut fiyatlarındaki artış dikkat çekici - Yeni Konutlar Fiyat Endeksi ile ilgili İstanbul, Ankara ve İzmir tarafındaki fiyatlamalara baktığımızda 2018 yılı Mart ayı itibariyle, bir önceki yılın aynı ayına göre İstanbul'da %4,7, Ankara'da %2,3 ve İzmir'de %16,8'lik değişimler görülmüştür. Son yıllarda İstanbul ve Ankara gibi büyük illerden göç alması İzmir'de konuta yönelik talebi olumlu etkilemiştir. 2015-2017 döneminde İzmir en çok göç alan 3. il konumundadır.

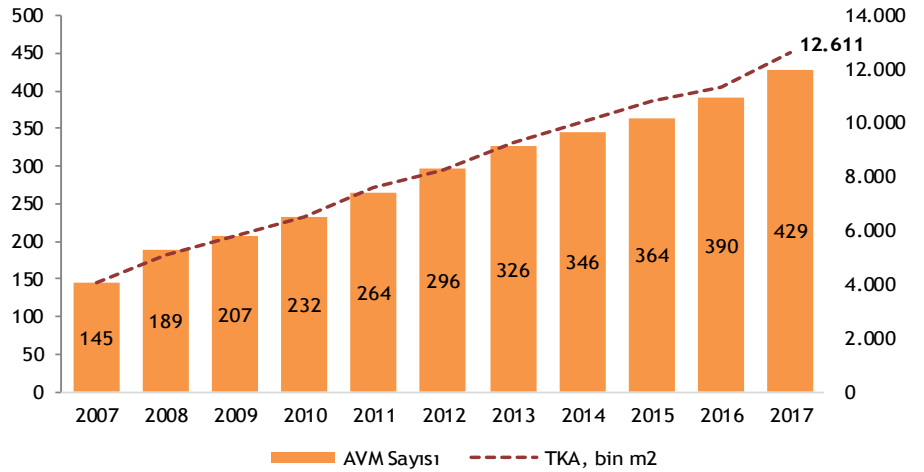
12 Haziran 2018 Salı

Perakende Piyasası

2018 yılında toplam kiralanabilir alan stokunun 15 mn m²'yi aşması beklenmektedir.

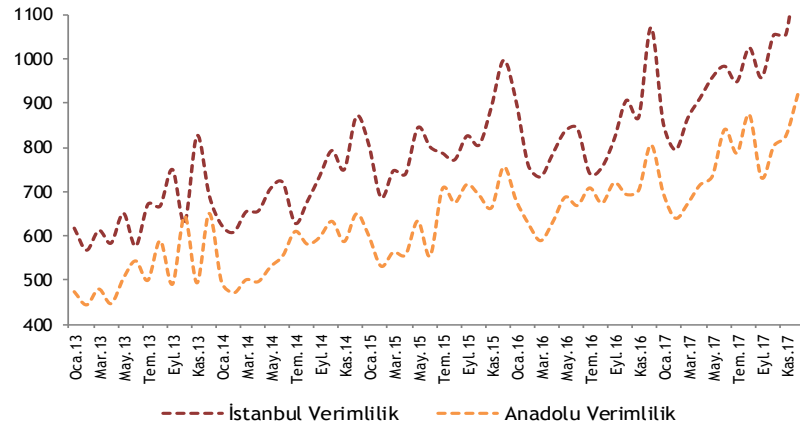
- Artan AVM sayısına rağmen organize perakende pazarının payı hala düşük - TUIK verilerine göre, 2016 yılını 831 mlr TL ciro ile tamamlayan toplam perakende sektöründe, organize perakendenin payı 274 mlr TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla da perakende sektörünün %33'ünü organize perakende sektörü oluşturmaktadır. Avrupa'da bu oran %80 seviyesindedir.

Grafik 18 - Alışveriş Merkezi Sayısı



Kaynak: GYODER

- Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği (AYD) verilerine göre, AVM'lerin 2017'de 110 mlr TL olan toplam cirosunun, 2018 yılında 125 mlr TL seviyesine ulaşması beklenmektedir. GYODER verilerine göre, Türkiye'de mevcut durumda 429 adet AVM bulunmaktadır. AVM'ler organize perakende sektörünün önemli bir parçasıdır. 2010 yılında AVM'lerde toplam kiralanabilir alan 6,2 mn m² seviyesinden 2017 yılında 12,6 mn m² seviyesine ulaşmıştır. İstanbul'da bulunan 124 AVM Türkiye'deki toplam kiralanabilir alan stokunun %38'ini oluşturmaktadır. Türkiye genelinde projesi devam eden 94 AVM olup, 2018 yılında toplam kiralanabilir alan stokunun 15 mn m² seviyesini geçmesi beklenmektedir.

Grafik 19 - Kiralanabilir Alan Başına Düşen Ciro, TL m²

Kaynak: AYD

İstanbul'daki AVM'lerde kiralanabilir alan başına ciro 2017'de %16 artarak 1.244 TL oldu

- AVM’lerde toplam kiralanabilir alan büyüklüğü son 7 yılda iki katına çıkmış olsa da kişi başına düşen kiralanabilir alan büyüklüğü hala Avrupa ortalamasının altındadır. Perakende yoğunluğu incelendiğinde ise Türkiye genelinde 2016 yılı sonunda 142 m² olan 1.000 kişi başına düşen kiralanabilir alan 2017 sonu itibariyle yaklaşık 158 m² seviyesine ulaşmıştır. Avrupa’da mevcut durumda 198 m² seviyesindedir.
- **AVM’lerdeki verimlilik artıyor** - Kiralanabilir alan (m²) başına düşen ciro, Aralık 2017 döneminde İstanbul’da yıllık bazda %16 artış göstererek 1.244 TL gerçekleşirken, Anadolu’da ise yıllık bazda %15 yükselerek 925 TL olarak gerçekleşti. Bu da %11,9 olan enflasyonun üzerinde artışa işaret etmektedir. Türkiye genelinde metre kare verimliliği ise Aralık 2017’de 919 TL’ye ulaştı.

12 Haziran 2018 Salı

Ofis Piyasası

- **Modern ofis arzının merkezi İstanbul - Türkiye’de ekonomik faaliyetlerin büyük bir kısmının gerçekleştiği İstanbul’da 2017 sonu itibarıyla A sınıfı ofis arzı yaklaşık 5,3 milyon m² kadardır. İnşaat halindeki ofislerin arzı ile birlikte 2020 yılının sonunda toplam arzın 7 mn m² seviyesine çıkması beklenmektedir.**

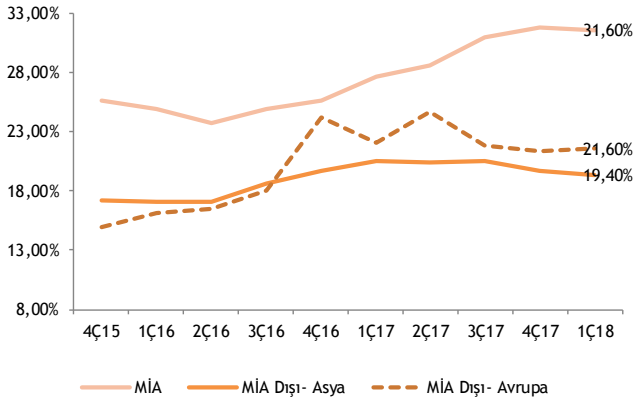
Tablo 4 - İstanbul’da A sınıfı ofis arzı

			Aktif	İnşa Halinde*	Toplam
Avrupa	MİA	Birim	93	2	95
		TKA, m2	1.991.862	124.400	2.116.262
	MİA Dışı	Birim	53	4	57
		TKA, m2	1.515.935	269.500	1.785.435
Asya		Birim	103	14	117
		TKA, m2	1.816.304	1.344.031	3.160.335
Toplam		Birim	249	20	269
		TKA, m2	5.324.101	1.737.931	7.062.032

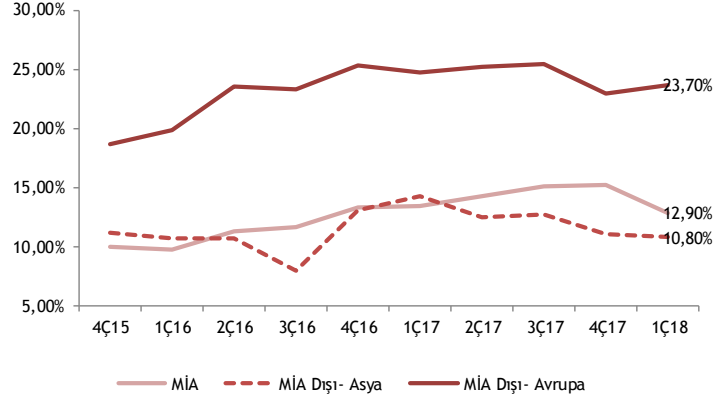
*2020'nin sonu itibarıyla tamamlanması beklenen

Kaynak: JLL, 2017

Grafik 20 - A Sınıfı Ofislerde Boşluk Oranları



Grafik 21 - B Sınıfı Ofislerde Boşluk Oranları

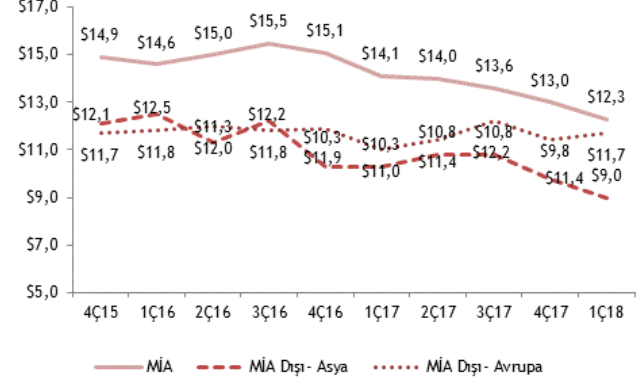
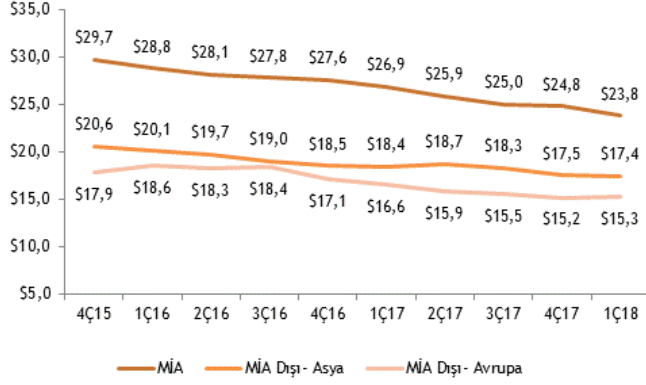


Kaynak: PROPIN, 1Ç 2018

- **Ofislerde boşluk oranları son yıllarda artmakta - Merkezi İş Alanı (MİA) A sınıfı ofislerde boşluk oranı 2016 yılının sonundan itibaren artış göstermeye devam ederek Mart 2018’de %31,6 seviyesine ulaşırken, bir önceki çeyrekte %15,2 olan B sınıfı ofislerde boşluk oranı 1Ç’de %12,9 seviyesine geriledi. Genel ekonomideki konjonktüre bağlı olarak talep tarafındaki durgunluk, TL’nin hızlı değer kaybetmesi ve maliyet avantajı nedeniyle merkezi iş bölgelerinden gelişmekte olan bölgelere taşınma gibi nedenlerden dolayı merkezi alanlarda yer alan ofislerin boşluk oranları artış göstermiştir.**
- **Ortalama ofis kiralari düşüş eğiliminde-** Merkezi İş Alanı (MİA) hem A sınıfı hem de B sınıfı ofislerde son veriler döviz cinsinde ortalama kiralari düşüş eğiliminde olduğuna işaret etmektedir. Bu da özellikle yeni kiralama işlemlerinde daha düşük kira getiri oranlarına işaret etmektedir.

12 Haziran 2018 Salı

Grafik 22 - A Sınıfı Ofislerde Kira Ortalama Değişimi, m2/ay Grafik 23 - B Sınıfı Ofislerde Kira Ortalama Değişimi, m2/ay



Kaynak: PROPIN, 1Ç 2018

12 Haziran 2018 Salı

Kısaca GYO Sektörü...

GYO'lar portföylerindeki gayrimenkullerden değer kazancı ve kira geliri elde etmektedir.

Halka açık olan 33 adet GYO şirketi bulunmaktadır - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla da portföylerindeki gayrimenkullerden alım satım kazancının yanı sıra kira geliri elde etmektedirler. Aşağıdaki tabloda halka açık GYO'ların özet verileri gösterilmektedir.

Tablo 5 - Halka Açık Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, mın TL

Hisse	Şirket	Kapanış	Piyasa Değeri	Halka Açıklık Oranı (%)	İşlem Hacmi - 3 Aylık Ort.	Ödenmiş Sermaye	Özkaynaklar	Tahmini Net Aktif Değeri	Tahmini Portföy Değeri	PD/NAD
		11 Haziran 18				2017/12				Prim/(İskonto)
KLGYO	Kiler GYO	1,91	237	30	2,5	124	1.103	1.054	1.531	-77,5%
SNGYO	Sinpaş GYO	0,60	524	30	6,8	600	892	2.330	2.779	-77,5%
MRGYO	Martı GYO*	0,62	68	48	5,5	110	328	283	367	-75,9%
ISGYO	İş GYO	0,95	911	48	5,8	914	3.281	3.249	5.022	-72,0%
RYGYO	Reysaş GYO	1,10	271	38	0,6	246	938	926	1.752	-70,8%
HLGYO	Halk GYO	0,76	623	23	4,9	820	1.879	2.019	2.344	-69,1%
PEGYO	Pera GYO	0,52	46	51	5,3	89	99	147	203	-68,4%
EKGYO	Emlak Konut GYO	1,97	7.486	51	61,6	3.800	12.466	20.888	22.885	-64,2%
SRVGY	Servet GYO	2,59	135	5	0,2	52	425	358	393	-62,3%
YGYO	Yeşil GYO	0,42	99	66	6,3	235	242	241	165	-59,1%
OZKGY	Özak GYO	2,73	683	25	2,2	250	1.480	1.658	2.385	-58,8%
TRGYO	Torunlar GYO	2,67	2.670	21	1,1	1.000	6.379	6.379	10.347	-58,1%
VKGYO	Vakıf GYO	1,84	400	24	1,8	218	940	932	991	-57,1%
ALGYO	Alarko GYO	40,60	432	48	0,1	11	920	983	967	-56,0%
PAGYO	Panora GYO	4,69	408	26	0,2	87	923	923	901	-55,8%
AKMGY	Akmerkez GYO	17,64	657	18	0,0	37	233	1.444	1.430	-54,5%
AKFGY	Akfen Gayrimenkul	1,60	294	24	0,2	184	608	637	1.118	-53,7%
AKSGY	Akış GYO	2,90	1.247	38	1,5	430	2.500	2.509	4.100	-50,3%
TSGYO	TSKB GYO	0,58	87	24	0,4	150	170	170	457	-48,8%
PEKGY	Peker GYO	6,33	190	9	0,3	30	359	368	412	-48,4%
KRGYO	Körfez GYO	1,24	82	1	0,1	66	96	155	150	-47,1%
DZGYO	Deniz GYO	2,64	132	13	0,8	50	213	234	243	-43,5%
AVGYO	Avrasya GYO	1,14	82	100	2,9	72	150	140	144	-41,3%
YGGYO	Yeni Gimat GYO	8,64	1.393	77	0,1	108	1.935	1.934	1.944	-28,0%
TDGYO	Trend GYO	1,30	39	25	0,3	30	33	51	96	-23,5%
AGYO	Atakule GYO	1,87	288	16	0,3	154	363	356	357	-19,1%
YKGYO	Yapı Kredi Koray GYO	1,49	60	45	1,3	40	70	67	79	-11,4%
IDGYO	İdealist GYO	1,91	19	25	0,2	10	8	20	19	-6,4%
MSGYO	Mistral GYO	5,13	200	8	0,2	39	211	211	227	-5,4%
DGGYO	Doğuş GYO	2,92	969	5	0,4	332	881	876	1.151	10,7%
NUGYO	Nurol GYO	3,36	269	28	1,3	80	217	214	1.570	25,7%
OZGYO	Özderici GYO	4,65	744	26	0,1	100	327	359	534	107,0%
ATAGY	Ata GYO	4,13	98	18	0,0	24	42	42	95	133,6%
Toplam/Ortalama		21.844		115		10.491	40.710	52.156	67.160	-58,1%
Emlak Konut GYO Hariç-Toplam/Ortalama		14.358		54		6.691	28.244	31.268	44.275	-54,1%

Kaynak: BIST, Solo Mali Tablolar (2017/12), 2017 Yılı Gayrimenkul Değerleme Raporları, VKY Araştırma
Net aktif değer hesaplanırken gayrimenkullerin ekspertiz değerleri kullanılmıştır.

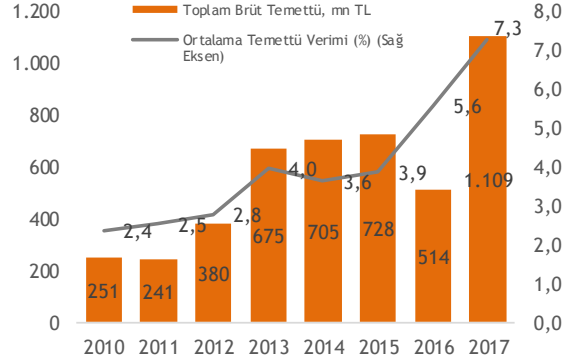
* Martı GYO için hesaplamalarda mali yılının 2017/09 sonuçları kullanılmıştır.

- **Borsa İstanbul'daki GYO hisseleri net aktif değerlerine göre yüksek iskontolarla işlem görmektedirler.** GYO'ların 2017 yılsonu net aktif değerlerine göre mevcut ortalama iskontosu %58,1 seviyesindedir. Hem portföy hem de net aktif değerine göre en büyük GYO olan Emlak Konut GYO hariç tutulduğunda ise bu iskonto oranı %54,1 düzeyindedir. Öte yandan, BIST'de işlem gören GYO'ların toplam işlem hacminde Emlak Konut GYO'nun payı %53,4 düzeyindedir. Toplamda 33 GYO arasında 20 tanesinin halka açıklık oranı %30'un altındadır. Bundan dolayı hem düşük halka açıklık oranı hem de düşük işlem hacmini göz önünde bulundurarak hisse bazında rasyonel

12 Haziran 2018 Salı

olmayan fiyatlamaların gelişebileceğini ve bunun da prim/iskonto oranında sert değişimler getirebileceğini düşünüyoruz.

Grafik 24 - GYO'ların temettü verimleri



Kaynak: kap.org.tr, VKY Araştırma

- **GYO'ların dağıttığı toplam temettü tutarı 2010-2017 döneminde yıllık bileşik %23,6 büyüdü** - 2010 yılından bu yana hem yeni GYO'ların halka açılması hem de mevcut GYO'ların temettü tutarlarını arttırması ile 2010 yılında GYO'ların %2,4 seviyelerinde olan ortalama temettü verimi 2017 yılında %7,3'e çıkmıştır.
- **Temettü verimi yüksek olanlar ön planda olacak** - Aşağıdaki tabloda 2010 yılından bu yana en az 1 kere temettü dağıtımını gerçekleştirmiş GYO'ların temettü verimleri yer almaktadır. Son 7 yıllık ortalamalara göre, Panora GYO, Akmerkez GYO, Akış GYO ve Yeni Gimat GYO en yüksek temettü verimine sahip şirketlerdir.

Tablo 6 - GYO'ların temettü verimleri

Temettü Verimi (%)

Hisse Kodu	Şirket Adı	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
AGYO	Atakule GYO	2,14		0,90					
AKMGY	Akmerkez GYO		4,77	5,91	6,84	8,52	11,04	8,44	9,52
AKSGY	Akış GYO			4,36		4,48	4,72	13,01	10,86
ALGYO	Alarko GYO	0,69	1,72	1,00	1,87	2,01	1,90	2,25	3,24
ATAGY	Ata GYO				2,06				
DZGYO	Deniz GYO			3,06					
EKGYO	Emlak Konut GYO	2,57	2,02	2,56	4,33	3,09	3,53		7,57
HLGYO	Halk GYO				0,41	0,68	0,70	0,36	0,51
ISGYO	İş GYO	2,79	4,03	3,40	4,07	4,17	3,85	4,75	5,60
MARGYO	Martı GYO	6,17	0,82						
OZKGY	Özak GYO			0,66					
PAGYO	Panora GYO				8,40	9,71	9,35	9,40	10,59
RYGYO	Reysaş GYO	0,57							
SNGYO	Sinpaş GYO	3,13	4,35	3,21		9,52			
SRVGY	Servet GYO				0,83	1,24			
TRGYO	Torunlar GYO	0,93	1,85	2,30	1,75	2,67	2,22	2,08	1,86
VKGYO	Vakıf GYO				0,14				
YGGYO	Yeni Gimat GYO				7,42	5,38	5,87	6,49	7,93
MSGYO	Mistral GYO								3,88
Ort.		2,38	2,53	2,78	3,98	3,64	3,86	5,59	7,28

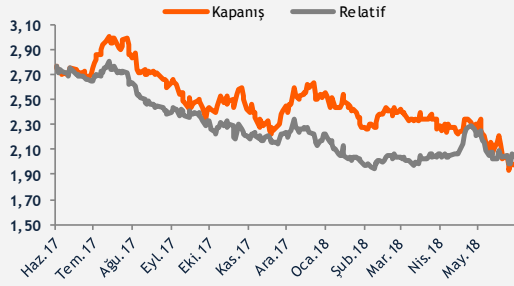
Kaynak: kap.org.tr, VKY Araştırma

12 Haziran 2018 Salı

Sektör	: GYO
Şirket	: Emlak G.M.Y.O.
Hisse Kodu	: EKGYO - EKGYO TL, EKGYO IS
Fiyat (TL)	: 1,97
Hedef Fiyatı (TL)	: 3,34
Yükselme Potansiyeli	: 69%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 3800,0
HAO (%)	: 51%

Emlak Konut GYO, piyasa değeri, portföy büyüklüğü ve arsa stoğu bakımından Türkiye'nin en büyük GYO'sudur. 2010 yılında halka arz edilen şirketin, 2013 yılında ise ikinci halka arzı gerçekleşmiş olup, halka açıklık oranı %51'e ulaşmıştır. Şirket'in ana ortağı TOKİ ile yapılan protokolle arsa alım talepleri öncelikli olarak değerlendirilmektedir. TOKİ, arsaların imar planlarını yapma yetkisi bulunmaktadır. Ayrıca TOKİ, A grubu payları devretmediği sürece Emlak Konut yönetim kurulu üyelerini aday gösterme hakkına sahiptir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-12,48	-16,88	-27,27
Rölatif %	-9,30	1,06	-25,67
En Yüksek (TL)	2,34	2,42	3,01
En Düşük (TL)	1,93	1,93	1,93

Yatırımcı Takvimi

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
: tuqba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Emlak Konut GYO - 2018'de nakit akışı güçlenecek...

Son dönemde yapılan ihalelerde oluşan düşük çarpanların ve şirketin nakit gücünde son yıllardaki bozulmanın yüksek iskonto olarak hisse fiyatına fazlasıyla yansıdığını düşünüyoruz. Hisse net aktif değerine göre %64,0 iskonto ile işlem görmektedir (son bir yıllık ortalama iskonto %49,1). 2018'de, arsa alımı planlamayan Şirketin ihaleler ve arsa satışları ile nakit gücünün tekrar iyileşmeye başlayacağını tahmin ediyoruz. Bölgede yer alan arsa stoku sayesinde Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı projesine yönelik gelişmelerin de hisseyi olumlu etkileyeceği görüşündeyiz. Emlak Konut GYO'yu 3,34 TL hisse başına hedef fiyat ve "AL" önerisi ile izleme listemize alıyoruz.

TRY	Ciro (mnTL)	FAVÖK (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K	FD/FAVÖK
2015/12	1.787	768	0,25	0,03	10,1 x	14,3 x
2016/12	3.456	1.650	0,46	0,10	5,5 x	6,6 x
2017/12	3.901	1.861	0,46	0,00	5,5 x	5,9 x
2018/12T	4.246	1.744	0,40	0,18	6,3 x	6,3 x
2019/12T	3.527	1.844	0,44	0,16	5,7 x	5,9 x
2020/12T	4.737	2.633	0,63	0,18	4,0 x	4,2 x

- **Gelir paylaşımı modeli önemli bir gelir ve kar olanağı sunmakta** - Gelir Paylaşım (GPM), Anahtar Teslim ve Proje Yönetim olmak üzere farklı şekillerde nakit akışı sağlayabilen şirket özellikle GPM ile önemli bir kar potansiyeline sahiptir. Şirketin devam eden projelerinden %85'i gelir paylaşımı modeline göre ihale edilmiştir. Bu 38 gelir paylaşımı projesinde 2018-2023 dönemi için 13,0 mİr TL şirket payı geliri ve 6,7 mİr TL toplam kar ihalelerle garanti edilmiş durumdadır. 2018 yılında ise tamamlanması beklenen projelerden 1,15 mİr TL gelir ve 539 mİn TL karın gelir tablosuna yansması beklenmektedir.
- **2018'de yapılan üç ihalede çarpan ortalama 1,74 oldu** - Tarihsel olarak şirketin gelir paylaşımı modeli ile tamamladığı projelerine gelen teklifler, ihaleye esas bedelin 2,02 katı (2012 ve öncesi dahil olmak üzere) bir katma değere işaret etmektedir. 2016 yılında 2,08x ve 2017 yılında 1,83x düzeyinde gerçekleşen çarpan 2018'de ihalesini gerçekleştirdiği üç projede ortalama 1,74 seviyesine geriledi. Önümüzdeki dönemlerde ihalelerde oluşacak çarpanların şirket için kabul edilebilir olan 1,50x düzeyinin üzerinde kalmasını bekliyoruz.
- **Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı projesine yönelik gelişmeler katalizör olabilir** - Şirket planladığı 2018 yılı ihalelerinin bir kısmını ilk yarıda tamamlarken, bir kısmını iptal etme kararı aldı. Böylece şirket, Şişli - Teşvikiye, Çekmeköy-Taşdelen ve Bakırköy Florya ihalelerinden elde edilen peşinat ile birlikte Şirket'in 2Ç'de ihalelerden toplam 189 mİn TL nakit elde edeceğini tahmin ediyoruz. 2018 2Ç'de Şirket, İstanbul yeni havalimanı personeli için 15 bin konutluk proje çalışmaları kapsamında, Arnavutköy, Dursunköy'de bulunan 3,64 m2'lik arsasının %50 hissesini, 312,5 mİn TL bedelle THY'ye satmak üzere protokol imzaladığını duyurdu.
- **TOKİ ödemelerinin sona ermesi ile nakit pozisyonu iyileşecek** - Şirket 2016-2017 yıllarında TOKİ'den toplam 3,4 mİr TL tutarında arsa satın almıştı. TOKİ'ye yapılan ödemelerde sadece tek taksiti kalan (29 Haziran 2018) ve 2018'de arsa alımı planlamayan Şirket'in 2018 yılından itibaren nakit pozisyonunda iyileşme öngörüyoruz. Şirket'in ihalelerden gelen peşinatlar ve olası arsa satışlarından elde edilecek gelir şirketin nakit akışını destekleyecektir. Bu da daha yüksek temettü potansiyeline işaret etmektedir. Şirket'in 2018 yılında 1,5 mİr TL net kar yazmasını ve bunun %41'ini (hisse başına 0,16 TL) nakit kar payı olarak dağıtmasını bekliyoruz.
- **Geri alım programı** - Geri alım programının kısa vadede hisse performansını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Yılbaşında 1 mİr TL'lik geri alım programı açıklayan Şirket, 2013 yılından bu yana geri alınan payların toplam adedi 128,4 mİn adete (şirket sermayesine oranı %3,38) ulaşmıştır.

12 Haziran 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	1.786,8	3.455,9	3.900,6	4.245,9	3.526,8	4.736,8
FAVÖK	764,8	1.642,6	1.852,7	1.728,1	1.823,2	2.602,2
Amortisman Giderleri	3,1	7,1	8,1	8,7	7,3	9,8
FAVÖK	767,9	1.649,7	1.860,8	1.736,9	1.830,5	2.612,0
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	139,6	264,9	355,1	424,6	282,1	378,9
Finansal Gelir/Gider (Net)	-50,8	-254,4	-534,9	-212,3	-162,2	-217,9
VÖK	952,6	1.761,3	1.756,1	1.518,6	1.663,3	2.387,5
Vergiler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	952,6	1.761,3	1.756,1	1.518,6	1.663,3	2.387,5
HBK	0,25	0,46	0,46	0,40	0,44	0,63

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	3.005	2.420	898	2.719	4.090	4.005
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	919	683	1.682	1.416	1.176	1.579
Stoklar	10.330	12.085	13.647	13.783	13.921	14.060
Duran Varlıklar	1.638	1.625	1.827	1.546	1.184	1.713
Şerefiye	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	58	48	13	13	13	13
Toplam Aktifler	16.736	18.702	20.624	21.403	21.946	23.520
Finansal Borçlar	445	219	2.415	2.667	2.572	2.230
Kısa Vadeli	231	219	482	831	829	573
Uzun Vadeli	214	0	1.932	1.836	1.744	1.657
Ticari Borçlar	36	0	96	104	86	116
Diğer Yükümlülükler	0	0	0	1	2	3
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	9.325	10.730	12.466	10.608	10.787	12.441
Net Borç	-2.560	-2.201	1.517	-52,243	-1.517	-1.775

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	1.761	1.756	1.519	1.663	2.387
Amortisman	7	8	9	7	10
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	1.660	5.411	-3.114	-915	853
Vergi	0	0	0	0	0
Yatırım Harcaması	0	0	1	2	3
Temettü Ödemesi	-368	0	-667	-623	-682
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	1	2	3
Δ Borçlanma Değişimi	-225	2.195	252	-94	-343
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	233	-3.351	-4.233	815	-3.630
Yıl boyunca yaratılan nakit	2.836	9.371	-2.000	43	2.231
Dönemsonu Nakit	6.074	12.093	5.860	6.718	5.319

Büyüme	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	93,4%	12,9%	8,9%	-16,9%	34,3%
FAVÖK	114,8%	12,8%	-6,7%	5,4%	42,7%
Net Kar	84,9%	-0,3%	-13,5%	9,5%	43,5%

Çarpanlar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	2,4	2,1	2,0	2,4	1,8
FD/FAVÖK	5,08	4,50	4,83	4,58	3,21
F/K	4,25	4,26	4,93	4,50	3,14
PD/DD	0,70	0,60	0,71	0,69	0,60

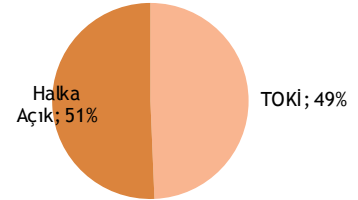
Finansal Rasyolar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	17,6%	15,1%	13,2%	15,5%	20,6%
FAVÖK Marjı	47,7%	47,7%	40,9%	51,9%	55,1%
Net Kar Marjı	51,0%	45,0%	35,8%	47,2%	50,4%
Net Borç/Özsermaye	0,21	-0,12	0,00	0,14	0,14
Net Borç/FAVÖK	1,33	-0,82	0,03	0,83	0,68
KV Borç/ UV Borç	a.d.	25,0%	45,3%	47,5%	34,6%
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	57,4%	60,4%	49,6%	49,2%	52,9%
Borç/Öz Kaynak	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2
Faiz Karşılama Gücü	-6,5	-3,5	-8,1	-11,2	-11,9
Cari Oran	2,1	3,1	2,3	2,2	2,4
Nakit Temettü	367,7	0,0	667,0	622,6	681,9

Şirket	Emlak G.M.Y.O.
Hisse Kodu	EKGYO - EKGYO Tİ, EKGYO İS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	1,97
Hedef Fiyat (TL)	3,34
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	7.486
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	12.681
Yükselme Potansiyeli	69%

Emlak Konut GYO Hakkında

Emlak Konut GYO, piyasa değeri, portföy büyüklüğü ve arsa stoğu bakımından Türkiye'nin en büyük GYO'sudur. 2010 yılında halka arz edilen şirketin, 2013 yılında ise ikincil halka arzı gerçekleşmiş olup, halka açıklık oranı %51'e ulaşmıştır. Şirket'in ana ortağı TOKİ ile yapılan protokolle arsa alım talepleri öncelikli olarak değerlendirilmektedir. TOKİ, arsaların imar planlarını yapma yetkisi bulunmaktadır. Ayrıca TOKİ, A grubu payları devretmediği sürece Emlak Konut yönetim kurulu üyelerini aday gösterme hakkına sahiptir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Güçlü marka bilinirliği
- Arsalara erişim kolaylığı
- Karlılığı destekleyen iş modelleri

Zayıf Yönler

- Konut piyasasındaki dalgalanmalara duyarlı
- Büyük şehirlerde arsa stokunda azalma

Fırsatlar

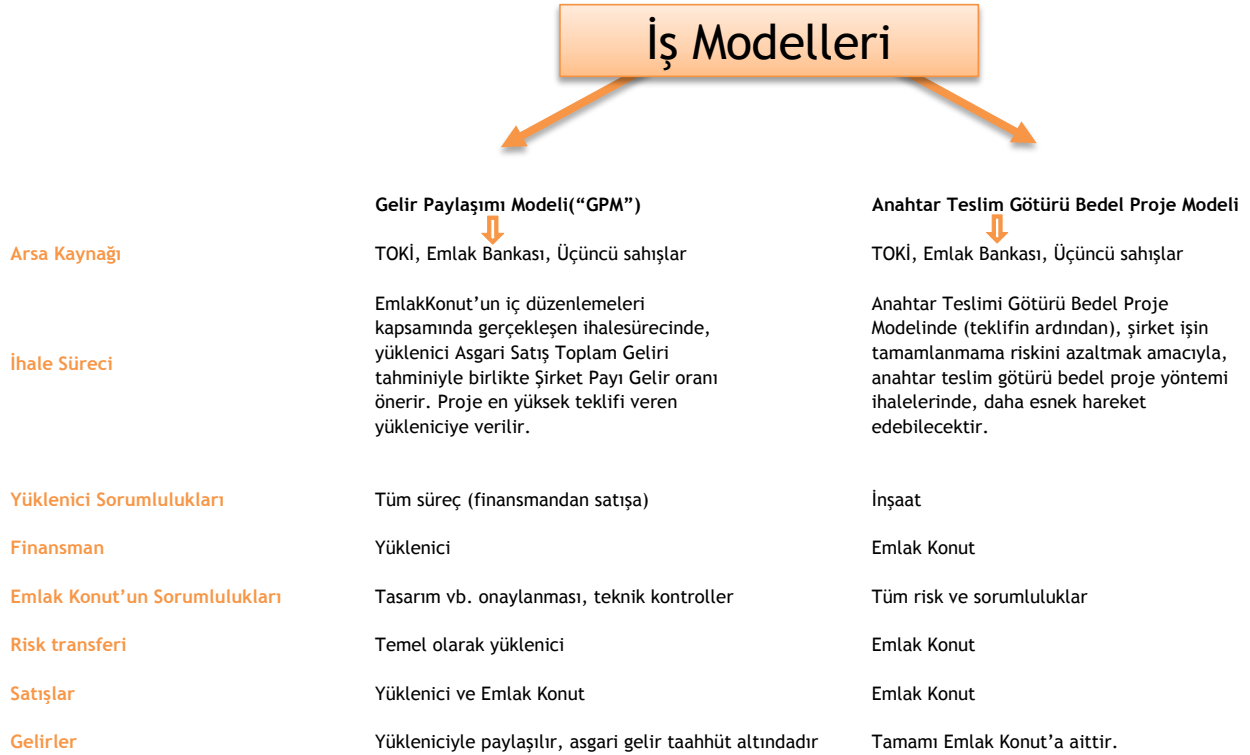
- Sektöre yönelik talebi canlandırıcı ek düzenlemeler
- Kentleşme oranında artış

Tehditler

- Kredi faiz oranlarındaki yükselişler
- Kurumlar vergisinden muafiyetin kaldırılması

Emlak Konut GYO: Sektörün lideri ve öncüsü konumunda...

- **Gayrimenkul portföyü ağırlıklı olarak konut projeleri ve arsa stokundan oluşmakta**
- Emlak Konut GYO, 2018 ilk çeyrek itibarıyla 21,0 mlr TL Net Aktif Değerine sahiptir. Aynı dönem itibarıyla ekspertiz raporlarındaki değerlere göre, Şirket'in toplam gayrimenkul portföyünün %21'ini arsalar, %7'sini binalar ve %68'ini ise GPM ve Anahtar teslim modeli ile ihalesi yapılmış gayrimenkul projeleri oluşturmaktadır. Şirket'in portföyünün önemli bir kısmı konut projelerinden oluşmakta olup, son dönemde projelerde ticari alanlara da ağırlık verilmektedir. Şirket Türkiye'de orta ve üst-orta gelir grubuna yönelik konut geliştirmekte olup, önümüzdeki dönemde orta gelir grubuna yönelik projelere ağırlık vermeyi planlamaktadır.

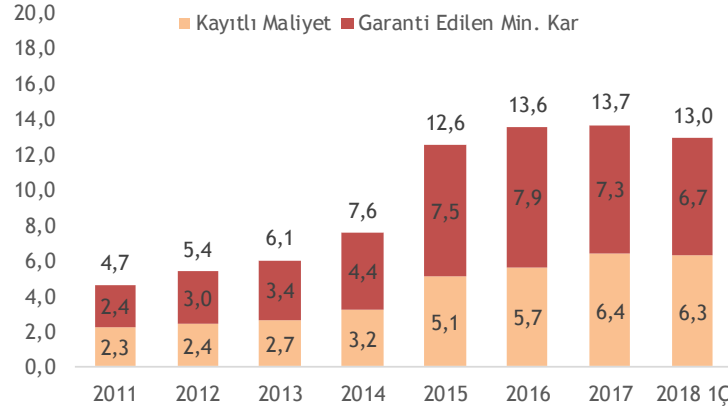


Kaynak: VKY Araştırma ve Emlak Konut GYO

- **Gelir paylaşımı modeli önemli bir gelir ve kar olanağı sunmakta** - Bu iş modelinde Emlak Konut GYO yükleniciye arsayı sağlayarak, arsa karşılığında yüklenicinin inşa ettiği konut ve ticari bölüm satışlarından elde edilen gelirin, ihale ile önceden belirlenen bir kısmını almaktadır. Yüklenici tüm proje masrafları ile bağımsız bölüm satış ve pazarlamasından sorumlu olmakta, dolayısıyla Emlak Konut GYO daha düşük bir risk ile daha tahmin edilebilir bir gelire sahip olmaktadır. Şirketin devam eden projelerinin %83'ünü gelir paylaşımı modeline dayanmaktadır. 2018-2023 dönemi için devam eden 38 gelir paylaşımı projesinde 13,0 mlr TL şirket payı geliri bulunurken, bilançodaki kayıtlı maliyetleri düştükten sonra garanti edilen minimum kar toplamı ise 6,7 mlr TL düzeyindedir.

12 Haziran 2018 Salı

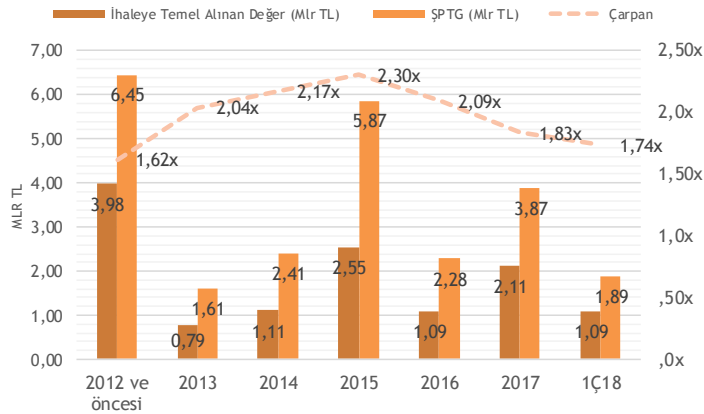
Grafik 25 - Kar Beklentileri Gelişimi (mlr TL)



Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- İhalesi yapılmış projelerin tamamlanmasıyla birlikte 2018 yılı 539 mn TL, 2019 yılı 853 mn TL, 2020 yılı 3,6 mlr TL, 2021 yılı 1,5 mlr TL, 2022 ve 2023 yılları için 374 mn TL düzeyinde gelir tablosuna net kar olarak yansımaları beklenmektedir.

Grafik 26 - Gelir Paylaşımı ile İhale Edilen Projeler Çarpanı



Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **2017'de tamamlanan ihalelerde çarpan 1,83 katı seviyesine geriledi** - Tarihsel olarak şirketin gelir paylaşımı modeli ile tamamladığı projelerine ihalelerde gelen teklifler, ihaleye esas bedelin ortalama 2,02 katı seviyesinde gerçekleşmiştir. 2017 yılında 1,83 düzeyine gerileyen bu çarpanın 2018'de ihalesini gerçekleştirdiği üç projede ortalama 1,74 seviyesinde gerçekleşti. Önümüzdeki dönemde 1,50x düzeyinin üzerinde kalmasını bekliyoruz. Piyasada zayıf talep koşulları nedeniyle yükleniciler teklif tutarları konusunda daha temkinli olma eğiliminde olmaktadır. Bu da Şirket tarafından açılan gelir paylaşımı ihalelerinde oluşan çarpanların son dönemde gerilemesine neden olmaktadır.
- Şirket yönetimi, 1,50-2,0x aralığında gerçekleşen çarpanların kar marjlarını korumak için kabul edilebilir seviyeler olarak görmektedir.
- **İhale edilmemiş arsa stoku 6,1 mn m2 seviyesinde** - Şirketin ihale edilmemiş arsa stokunun 5,6 mn m2'si İstanbul'dadır. Portföydeki arsaların ekspertiz değerleri toplamı ise 4,8 mlr TL'dir. İstanbul'daki arsalar bu toplam değerinin %94'ünü oluşturmaktadır. Proje geliştirilecek sınırlı arsa stoku bulunan İstanbul'da şirketin yakın gelecekte ihale için uygun arsa bulmakta zorlanmayacağını ve halihazırda mevcut arsa stokunun şirkete önümüzdeki dönemde de önemli bir rekabet avantajı sağlayacağını düşünüyoruz. 2018 yılı ihale programını açıklayan Şirket, ekspertiz değerleri toplamı 2,17 mlr TL olan yedi adet arsanın ihalesini gerçekleştirmeyi

12 Haziran 2018 Salı

planlıyor. İhalelerde son dönemdeki ortalamaların üzerinde yüksek çarpanların oluşması durumunda hisse performansı için katalizör olabileceğini düşünüyoruz. Şirket, 2017 yılında portföyünde bulunan üç adet arsayı 796,5 mn TL'ye OYAK'a sattığını ve 330,4 mn TL tahsil edildiğini duyurmuştu. Böylece Şirket 2017 yılında boş arsa satışından yaklaşık 218 mn TL kar elde etmiştir. Şirket ayrıca 2018 2Ç'de Arnavutköy, Dursunköy'de bulunan 3,64 m2 büyüklüğündeki arsasının %50 hissesini, 312,5 mn TL+KDV nakit bedelle Türk Hava Yolları Havaalanı Gayrimenkul Yatırım ve İşletme A.Ş.'ne satmak üzere protokol imzaladığını duyurdu. 2018 yılında oluşabilecek likidite ihtiyacı için şirketin mevcut arsa stokundan satış yapmaya devam edebileceğini düşünüyoruz.

Tablo 7 - 2018 Yılı İhale Planlaması (mn TL)

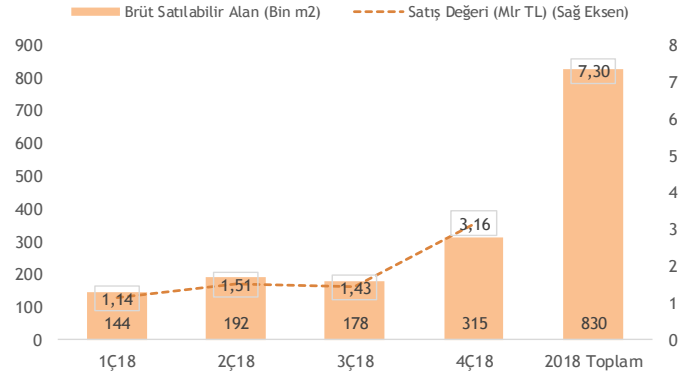
Gelir Paylaşımı						
Proje	Ekspertiz Değeri	İhale Tarihi	Şirket Payı	Toplam Geliri	Satış Toplam Geliri	İhale Çarpanı (x)
İstanbul Şişli Teşvikiye	455	21.03.2018		706	1.764	1,55
İstanbul Bakırköy Şevketiye*	423					
İstanbul Çekmeköy Taşdelen	248	29.03.2018		356	1.111	1,43
İstanbul Küçükçekmece Bizim Mahalle 1. ve 3. Etap	456					
İstanbul Florya	384	12.04.2018		833	2.250	2,17
Ankara Çankaya Saraçoğlu*	0					
Hoşdere Toplu Konut Alanı 2. Etap	110					
Toplam/Ortalama	2.075					1,74
Anahtar Teslim						
Samsun Canik	94					
Genel Toplam	2.170					

Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı projesine yönelik gelişmeler katalizör olacak - 2018 yılı için planlanan ihalelerinin yılın ilk yarısında tamamlamasını bekliyoruz.** Şirket'in ilk çeyrekte gerçekleştirdiği İstanbul Şişli Teşvikiye ve İstanbul Çekmeköy GPM işi ihalelerinde ortalama çarpan 1,51x düzeyinde gerçekleşmiştir. Yılın 2. yarısında Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı proje alanlarına yakın arsalarda (Arnavutköy ve Başakşehir-İkitelli) geliştirilecek projeler için yapılacak ihalelerin hisse performansına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Özellikle 3,6 mn m2 gibi önemli bir büyüklüğe sahip ve 445 mn TL ekspertiz değeri olan Arnavutköy arsasının, Kanal İstanbul projesine ilişkin gelişmelerle birlikte bölgenin hareketlenmesi ile Şirket'in portföyünü olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. 2018 2Ç'de Arnavutköy'de arsa satışına ilişkin olarak basında yer alan haberlerde, Emlak Konut GYO'nun İstanbul yeni havalimanı personeli için büyük bir konut projesi çalışmalarına başladığı belirtildi. İstanbul Arnavutköy'e bağlı Dursunköy'de 3,6 mn m2 alanda arsanın %50'sini satın alarak projeye dahil olan THY işbirliğiyle yaklaşık 15 bin konut yapılması planlanıyor. Haberde, projede inşa edilecek konutların yarısının THY personeline satılacağı, diğer yarısı için ise Emlak Konut GYO'nun ihale yapmasının beklendiği belirtildi.
- **Şirket 26 Nisan 2018'de portföyünde bulunan ve önemli bir bölümü arsa niteliğindeki toplam muhammen satış bedeli 480,5 mn TL olan 54 adet gayrimenkulü açık artırma usulü satışa sunmuştu.** Gerçekleştirilen ihale sonucunda toplam satış bedeli 147,8 mn TL olan 17 adete gayrimenkule 169,6 mn TL teklif geldiğini belirten Şirket, sürecin devam ettiğini açıkladı. Şirket'in 2018 ilk çeyrek sonu itibarıyla 896 mn TL net borç pozisyonu bulunmaktadır.
- **Proje yönetim danışmanlığı karlılığı destekleyecek - Temel olarak Şirket iki iş modeli ile projelerini yürütmekte olup, son olarak sektörde elde ettiği bilgi birikiminin katkısı ile "Proje Yönetim Payı" karşılığında da projelere yönetim danışmanlığı hizmeti vermektedir.** Bu yeni iş modeli ile Şirket arsa sahibi olmadan sadece yönetim danışmanlığı ile projelerden belirli oranda pay alabilmektedir. Buna örnek olarak, Ankara'da Maliye Bakanlığı ile Saraçoğlu Mahallesinde geliştirilecek proje yer

12 Haziran 2018 Salı

almaktadır. Buna göre, Şirket ile Maliye Bakanlığı arasında, Maliye Hazinesine ait Ankara Çankaya’da yer alan 88.089 m2 büyüklüğünde arsalar için, Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı modeline göre ihale edilmek üzere protokol imzalandı. Söz konusu protokole göre ihalede oluşacak şirket payı toplam gelirinin, %85’i Bakanlık’a, %15’i Emlak Konut’a ait olmak üzere paylaşım yapılacaktır. Böylece bu yeni model ile Şirket hiçbir finansman, satış vb. yükümlülüğüne girmeden %15 oranında projeden gelir elde edecektir.

Grafik 27 - 2018 Satış Geliri Beklentisi (mlr TL)

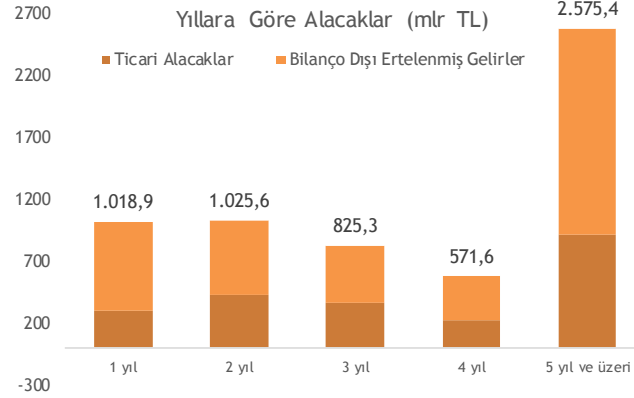
Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **Şirket 2018 yılında 7,3 mlr TL değerinde konut satışı hedefliyor** - Emlak Konut GYO, 2017 yılında %37’si ticari, %62’si konut olmak üzere toplam 7,7 mlr TL düzeyinde satış gerçekleştirmiştir. Ayrıca 2017 yılında yabancıya konut satışı 415 mn TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, toplam satış içindeki oranı bir önceki yıla göre %7,5’den %5,4’e gerilemiştir. 2018 yılında turizm sektöründe canlanması ile yabancıların konut alımının artması sonucu Şirket’in satış gelirlerine az da olsa katkının artacağını düşünüyoruz. Şirket 2018 yılı için 830 bin m2 satılabilir alanın satışı ile 7,3 mlr TL tutarında satış, 1,8 mlr TL net kar hedeflemekte.
- **Şirket’in 2018 yılında GPM projelerinden 2,3 mlr TL, Anahtar Teslim projelerden 1,4 mlr TL ve boş arsa satışından gelir edeceği varsayımı ile 2018 yılı net satış gelirleri tahminimiz yıllık bazda %9 artışla 4,24 mlr TL olup, net kar tahminimiz ise 1,5 mlr TL düzeyindedir.**
- **Geri alım programı kısa vadede hisse performansını olumlu etkileyebilir.** Emlak Konut GYO, 27 Şubat 2018 tarihinde 1 mlr TL’lik hisse geri alım programı açıklamıştı. Hisse geri alım programına göre, şirket hisse başına 4 TL’ye kadar en fazla 25,2 mn adet hisse satın alabilecek ve hisse geri alım programı 36 aya kadar uzayabilecek. Şirket 2017 yılında ise 8,3 mn adet hissenin geri alımını yapmıştı, böylece hisse geri alım programları çerçevesinde 2013 yılından bu yana geri alınan payların toplam adedi 128,4 mn adete (şirket sermayesine oranı %3,38) ulaşmış oldu. Geri alınan bu hisselerin şirkete maliyeti temettüler düşüldükten sonra hisse başına 1,94 TL’dir.
- **TOKİ ödemelerinin sona ermesi ile nakit pozisyonu iyileşecek** - Emlak Konut GYO’nun ana ortağı TOKİ’den ihalesiz olarak arsa alabilmesi gibi avantajı bulunmakta olup, TOKİ sahibi olduğu arsalar üzerinde proje geliştirme, imar planı yapma ve onaylama yetkisine sahip durumdadır. Piyasa şartlarının zorlaşması ile ihalelerde çarpanların gerilemesinin yanı sıra TOKİ’den arsa alımı nedeniyle Şirket’in nakit pozisyonunda 2017’de kötüleşme görülmüştü. Emlak Konut GYO, 2016 yılında TOKİ’den 5 adet gayrimenkulü 2,3 mlr TL bedelle satın almış, bu satın almaya yönelik ödemeleri 15 Aralık 2017 itibarıyla tamamlamıştır. Şirket ayrıca, 2017 yılı Mayıs ayında TOKİ ile yapılan protokolle İstanbul, Samsun ve Antalya’da olmak üzere toplam 7 adet arsayı 1 mlr TL bedelle satın almıştı. Şirket, toplam 1 mlr TL’lik tutarın 500 mn TL’lik kısmı 29 Eylül 2017’de öderken, kalan 450 mn TL’lik kısmı ise 29 Haziran 2018’de ödeyecek.

12 Haziran 2018 Salı

Böylece TOKİ'ye yapılan ödemelerde sadece tek taksiti kalan ve 2018'de arsa alımı planlamayan Şirket'in 2018 yılından itibaren nakit pozisyonunda iyileşme öngörüyoruz. Şirket'in ihalelerden gelen peşinatların yanı sıra arsa satışlarından elde edilen gelir ile nakit pozisyonunda 2018 yılından itibaren iyileşme görüleceğini düşünüyoruz. Şirket'in ayrıca "gayri kabili rücu" temlik etme yolu ile vadeli satışlarından nakit sağlayabilme opsiyonu da bulunmaktadır. Ayrıca yaptığımız hesaplama göre, 2018 yılı ilk yarıda planlanan ihalelerin gerçekleşmesi durumunda Şirket'in bu ihalelerden %10 peşinat ve ortalama 1,5x çarpan ile yaklaşık 319 m TL nakit elde edeceğini öngörüyoruz.

Grafik 28 - Yıllara Göre Alacaklar (mlr TL)

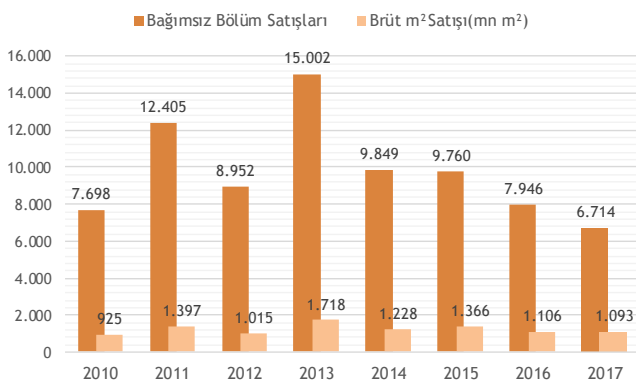


Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Şirket'in açıkladığı projeksiyonlara göre, önümüzdeki 1 yıllık dönemde 1,0 mlr TL'ye ulaşacak toplam alacaklarının 4 yılın ardından kademeli olarak azalarak 572 m TL düzeyine gerileyecek. Böylece alacakların erimesi ve nakit pozisyonun iyileşmesi ile 2018 yılı ilk çeyrekte 0,8 mlr TL net borç pozisyonun 2018 yılından devamında da kademeli iyileşerek 2020 yılında 2,1 mlr TL net nakde dönüşmesini bekliyoruz. Bu da daha yüksek temettü potansiyeline işaret etmektedir.

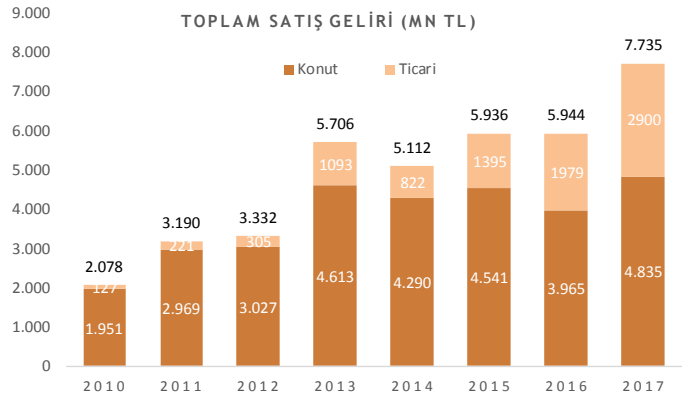
Finansal Analiz

Grafik 29 - Yıllara Göre Bağımsız Bölüm Satışları



Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

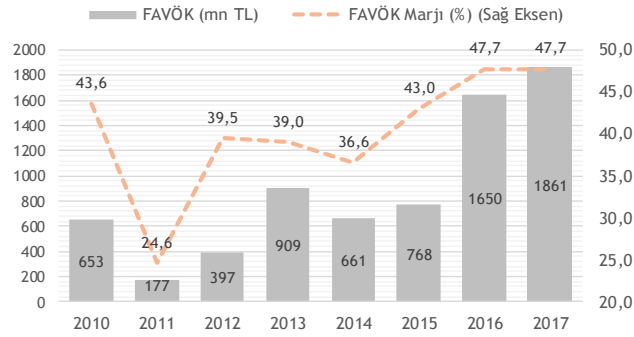
Grafik 30 - Yıllara Göre Toplam Satış Gelirleri



12 Haziran 2018 Salı

- **2017’de ticari gayrimenkul satışlarındaki artışın da etkisiyle satış gelirleri %30 yükseldi** - Emlak Konut GYO’nun 2017 yılında toplam satış gelirleri bir önceki yıla göre %30 oranında artarak 7,7 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Metropol İstanbul projesinde toplam 103.020 m2 brüt satılabilir alana sahip; 471 adet bağımsız bölümden oluşan AVM’nin 1,15 mlr TL bedelle satılması 2017 yılındaki güçlü artışa katkı sağlamıştır. Aynı dönemde Şirket’in bağımsız bölüm satışı bir önceki yıla göre %15,5 düşüş göstererek 2014 yılından bu yana görülen düşüş trendini sürdürmüştür. Bu düşüş trendi ise toplam satışlar içindeki daha yüksek metrekaresi olan ticari gayrimenkullerin payının artmasından kaynaklanmaktadır.
- **FAVÖK marjı son yılların ortalamasının üzerinde** - Şirket’in 2010 yılında 653 mn TL düzeyinde olan FAVÖK’ü 2017 yılında %16,0 yıllık bileşik büyüme oranı ile 1,86 mlr TL’ye ulaşmıştır. Aynı dönemde %43,6 olan FAVÖK marjı %47,7’ye ulaşmış olup, bu dönem aralığında ortalama %40 düzeyinde gerçekleşmiştir.

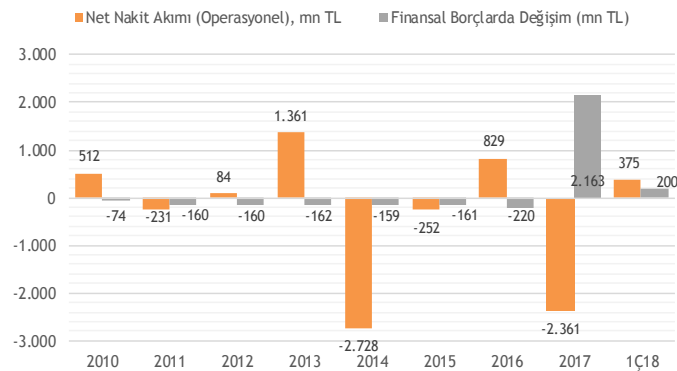
Grafik 31 - 2018 Satış Geliri Beklentisi (mlr TL)



Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Ayrıca Şirket’in 2010 yılında 7,4 mlr TL olan aktif büyüklüğü 2017 yılında %15,7 yıllık bileşik büyüme ile 20,6 mlr TL’ye çıkmıştır. Aynı dönemde Şirket’in özkaynak büyüklüğü 3,9 mlr TL’den %12,5 mlr TL’ye yükselmiştir.

Grafik 32 - Net Nakit Akımı (mn TL)



Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **2017’de TOKİ’den arsa alımı sonrasında borçlu bir şirkete dönüştü** - 2010-2016 dönemi boyunca sürekli net nakit pozisyonuna sahip olan Şirket’in 2017 yılında TOKİ’den arsa alımlarının finansmanı ve zorlu piyasa koşulları ile likiditenin azalması sonucunda net nakdin 1,3 mlr TL net borca dönüştüğü görülmektedir. Böylece 2013 yılında Şirket 5,1x ile en yüksek net nakit/FAVÖK çarpanına ulaşırken, 2017 yılında 0,7x seviyelerinde net borç/FAVÖK çarpanına dönüşmüştür. Şirket 2018 yılının ilk çeyreğinde, vadeli satışlardan kaynaklanan alacaklarının bir kısmında “gayri kabili rücu” olarak temlik edilerek toplam 632,4 mn TL nakit sağlamıştır. Bu da Şirket’in net borç pozisyonuna iyileşme getirecektir.

Değerleme

- **Emlak Konut GYO için hisse başı hedef fiyatımız 3,34 TL** - Risksiz Faiz Oranı'nı %13,0, Risk Primi'ni %5,5 ve Beta'yı 1,0 kabul ederek; şirketin gelir paylaşımı projelerini 11,7 mlr TL, anahtar teslim projelerini 2,5 mlr TL, arsa ve arazi stokunu ise ekspertiz değerleri üzerinden beş yıl içinde ihale edilebileceği varsayımıyla 1,76 mlr TL olarak değerliyoruz. Şirketin bina portföyünü ekspertiz değerine %20 iskonto uygulayarak 1,2 mlr TL olarak değerlememize katıyoruz. Son bilançosundaki 895 mn TL net borç pozisyonunu 667 mn TL'lik temettü ödemesi ile düzelterek hesaplamamıza dahil ettiğimizde Emlak Konut GYO için 12,7 mlr TL hedef piyasa değeri hesaplamaktayız. Hisse başına 3,34 TL'ye denk gelen hedef piyasa değerimize göre şirket hisseleri %69,4 getiri potansiyeli taşımaktadır.

Tablo 8 - Değerleme - Parçaların Toplamı

Gayrimenkul	Değerleme Yöntemi	mn TL
GPM Projeleri	INA	11.694
Anahtar Teslim Projeler	INA	2.526
Binalar	Ekspertiz Değeri @20 İskonto	1.212
Arsalar	INA	1.762
Toplam Özkaynak Değeri		17.194
Faaliyet giderlerinin şimdiki değeri (-)		2.951
Net Borç		-895
Hedef Piyasa Değeri*		12.681
Hedef Fiyat		3,34
Kapanış Fiyatı		1,97
Yükselme Potansiyeli		69,4%

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji

* Hedef piyasa değeri hesaplanırken, 31 Mayıs'ta gerçekleştirilen temettü ödemesinin düzeltilmesi yapılmıştır.

Net Aktif Değerlemesi

- **21 milyar TL net aktif değeri** - 2017 yılsonu ekspertiz raporları ve 2018 ilk çeyrek solo mali tabloları baz alarak yaptığımız çalışmaya göre, Emlak Konut GYO'nun net aktif değerini 21,0 mlr TL olarak hesaplıyoruz. Emlak Konut GYO hem net aktif değeri hem de portföy değeri açısından BIST'te işlem gören GYO'lar arasında en büyük şirket konumundadır.

Tablo 9 - Net Aktif Değerlemesi, mn TL

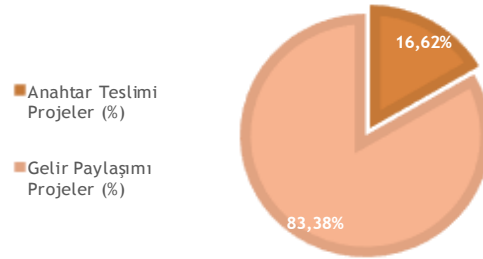
	1Ç18	Ağırlık
Arsa ve Araziler	4.574	19,95%
Binalar	1.515	6,61%
Gayrimenkul Projeleri	15.686	68,43%
Gayrimenkuller	21.775	95,0%
İştirakler		0,0%
Para ve Sermaye Piyasası Araçları	1.148	5,0%
Toplam Portföy Değeri	22.923	100,0%
Diğer Aktifler	6.456	
Borçlar	8.569	
Net Aktif Değer	20.810	
Pay Sayısı	3.800	
Paybaşı Net Aktif Değeri	5,48	
Son Hisse Fiyatı	1,97	
Prim/İskonto Oranı	-64,0%	
Sektör Ortalama İskonto Oranı	-58,1%	

12 Haziran 2018 Salı

Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

- 2017 yılsonu ekspertiz raporlarındaki değerlere göre, Şirket'in toplam gayrimenkul portföyünün %20'sini arsalar, %7'sini binalar ve %68'sini ise GPM ve Anahtar teslim olmak üzere gayrimenkul projeleri oluşturmaktadır.
- Şirketin devam eden projelerinde, gelir paylaşımı ile projelendirilenlerin oranı %84 seviyesindedir. 2017-2023 dönemi için devam eden 38 gelir paylaşımı projesi bulunmaktadır.

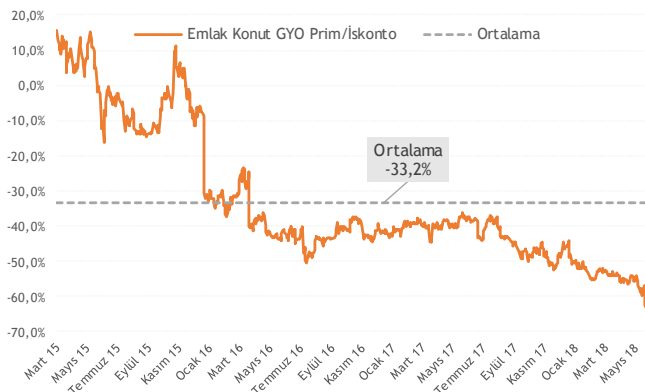
Grafik 33 - Devam Eden Projelerin Kırılımı (%)



Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

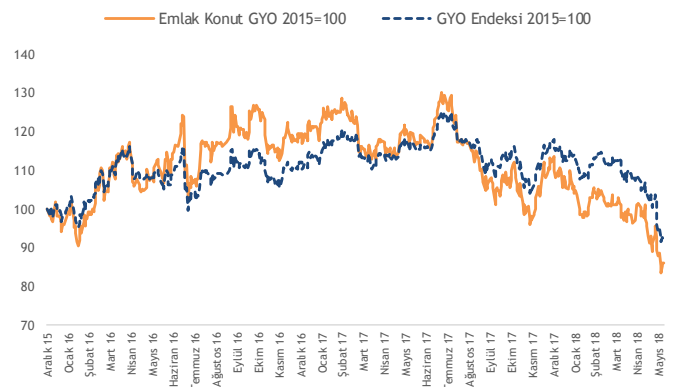
- Şirketin ihale edilmemiş arsa stokunun %95'i İstanbul ve Ankara'dadır. Arsaların toplam ekspertiz değeri ise 4,8 mlr TL seviyesindedir.
- Temel olarak Şirket iki iş modeli ile projelerini yürütmekte olup, son olarak sektörde elde bilgi birikiminin katkısı ile "Proje Yönetim Payı Model" olarak 3. bir iş modeli ile de projeler geliştirmektedir. Bu 3. model ile Şirket arsa sahibi olmadan sadece yönetim danışmanlığı ile projeden belirli oranda pay almaktadır. Buna örnek olarak Ankara Saraçoğlu projesini gösterebiliriz.
- Emlak Konut GYO'nun 2014 yılından bu yana net aktif değerine göre ortalama %33 iskonto ile işlem görmekte olup, 2018 yılı ilk çeyrek net aktif değerine göre şu anda %64 ile tarihindeki en fazla iskonto seviyesine gerilemiştir. BİST'teki diğer GYO'lar net aktif değerlerine göre ortalama %58 iskonto ile işlem görmektedir. Sektörde genel olarak likidite koşullarının zayıflaması nedeniyle yüklenici firmaların temkinli yaklaşımı, yükselen konut faiz oranları nedeniyle talebin azalması, arz fazlasına bağlı olarak konut fiyatlarındaki düşüş trendi gibi nedenlerden dolayı GYO hisseleri olumsuz etkilenmiş olup, iş modeli dolayısıyla bu gelişmelere karşı daha kırılgan olan Emlak Konut GYO iskontolu işlem görerek negatif ayrışma göstermiştir.

Grafik 34 - Emlak Konut GYO NAD Prim/İskonto



Kaynak: Emlak Konut GYO, Rasyonet, VKY Araştırma & Strateji

Grafik 35 - Emlak Konut GYO Fiyat Performansı



12 Haziran 2018 Salı

Tablo 10 - İhale Edilmiş Arsalar (Devam eden GPM Proje Tablosu)

Proje	EKGYO Min. Garanti Edilen Gelir, mn TL	EKGYO Min. Garanti Edilen Kar, mn TL	Toplam Bölüm	Satılan Bölüm	Satılan (%)	Bitiş Tarihi	Min Satış Toplam Geliri, mn TL	Şirket Payı Gelir Oranı	İlerleme Oranı
Maslak 1453 İstanbul	34	-1	5.258	4.976	95%	02.06.2018	3250	35,5%	94,48%
Göl Panorama Evleri	34	13	1.471	1.464	100%	31.12.2017	530	28,0%	91,36%
Ewel / Adım İstanbul	114	15	1.423	1060	74%	31.07.2018	726	26,0%	81,15%
İstmarina	58	43	1.625	1553	96%	30.05.2018	1335	40,0%	89,18%
Avrupark	157	75	1.480	1285	87%	27.07.2018	602	26,0%	68,39%
Karat 34	172	104	592	332	56%	16.09.2018	440	39,0%	50,08%
Nidakule Kayaşehir	408	208	1.139	707	62%	20.10.2018	1072,6	38,0%	83,41%
Koordinat Çay yolu	180	83	432	253	59%	10.05.2019	545,5	33,0%	40,41%
2018	1.156	539	13.420	11.630	87%		8.501		74,81%
Temaşehir Konya	199	112	905	481	53%	03.04.2019	705	30,0%	40,00%
Tual Bahçekent	275	156	1.925	1167	61%	14.05.2019	1090	25,3%	29,08%
Tual Adalar	117	26	542	260	48%		420	29,5%	26,76%
Evora Denizli	93	16	1.558	413	27%	28.08.2019	515	18,0%	21,71%
Validebağ Konakları	440	286	366	240	66%	03.09.2019	810	50,2%	13,88%
Ofis Karat Bakırköy	62	31	90	7	8%	12.03.2019	200	31,0%	12,32%
İstanbul / Şile Çavuş (Idealistkoru)	15	5		Satışta değil		10.08.2019	68,5	22,0%	0,00%
Köy	422	219	1.156	538	47%		1475	32,3%	33,07%
2019	1.623	853	6.542	3.106	47%		5.283		26,22%
İFM	29	29	1.447	Satışta değil		12.11.2020	1460	4,2%	44,28%
Semt Bahçekent	151	100	1.039	158	15%	01.06.2020	602	25,0%	5,40%
Bahçetepe Ispartakule/ TEM 34 Tahtakale	86	38	632	Satışta değil			342,4	25,0%	0,00%
AvruPark Hayat	157	102	1.184	335	28%		626	25,0%	9,27%
Ebruli Ispartakule	132	74	776	74	10%		600	22,0%	7,74%
Nidapark İstinye	1.876	882	555	83	15%	07.11.2020	3672	51,1%	10,10%
İstanbul / Fatih(Yedikule)	106	38	148	Satışta değil			302,68	35,0%	0,00%
Kocaeli Derince	96	26		Satışta değil			385	21,6%	0,00%
Avangart İstanbul	637	519	673	64	10%		1300	49,0%	7,55%
Yeniköy Konakları	168	123	349	88	25%		442,5	38,0%	9,61%
Merkez Ankara	1.258	624	3.060	144	5%	24.03.2020	4194,55	30,0%	9,94%
İstanbul/ Tuzla İçmeler (Tual Artı)	54	34		Satışta değil		29.07.2020	185	29,2%	0,00%
Büyükyalı İstanbul	1.569	912	1.766	169	10%		4240	37,0%	33,42%
Antalya / Muratpaşa	302	105		Satışta değil		29.10.2020	1060	28,5%	0,00%
2020	6.621	3.607	11.629	1.115	10%		19.412		
Nidapark Küçükyalı	1.527	849	2.025	708	35%	16.09.2021	3635,7	42,0%	16,10%
İstanbul / Zeytinburnu Beşelsiz	640	232	478	Satışta değil		27.08.2021	1730	37,0%	0,00%
İzmir / Konak 1. Etap	117	117		Satışta değil		16.09.2021	1672	35,0%	0,00%
Allsancak	145	145		Satışta değil		21.08.2021	2200	33,0%	0,00%
Ankara / Çankaya Oran	47	14		Satışta değil		21.01.2021	156	30,0%	0,00%
Düşler Vadisi	535	190		Satışta değil		22.09.2023	3808	25,0%	0,00%
2021	3.011	1.548	2.503	708	28%		13.202		
Ankara - Sıraçoğlu		-1							
Bizim Mahalle 2. Etap	551	125		Satışta değil		27.11.2022	2000	27,6%	0,00%
İstanbul / Teşvikiye	706	250							
2022 ve sonrası	1.257	374					2.000		
Toplam	13.667	6.921	34.094	16.559	49%		48.398		

Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

12 Haziran 2018 Salı

Tablo 11 - İhale Edilmiş Arsalar (Devam eden Anahtar Teslimi Projeler Tablosu)

Şehir/Bölge	Proje	Kayıtlı Maliyet+ Hakediş Ödemesi (mn TL)	Toplam Bölüm Sayısı	Satılan Bölüm Sayısı
İstanbul/Başakşehir	Emlak Konut Başakşehir Evleri 2. Etap	139	271	266
Kocaeli/Körfez	Körfezkent 4. Etap	153	1.124	1.106
İstanbul/Ayazma	Ayazma Emlak Konutları 1	467	1.239	1.215
İstanbul/Ayazma	Ayazma Emlak Konutları 2	122	386	
İstanbul/Avcılar	Emlak Konut İspartakule Evleri 1-1	287	978	972
İstanbul/Avcılar	Emlak Konut İspartakule Evleri 1-2	245	904	900
Ankara/Mühye	Başkent Emlak Konutları 2	148	507	
Nevşehir/Merkez	Nevşehir Emlak Konutları	173	420	318
Kocaeli / Körfez	Körfezkent Çarşı	16	106	24
Kocaeli/Gebze	Gebze Emlak Konutları 3-1	122	1.040	843
Kocaeli/Gebze	Gebze Emlak Konutları 3-2	135	950	
Niğde	Niğde Emlak Konutları	72	365	60
Ankara/Mühye	Başkent Emlak Konutları	366	1.329	145
İstanbul/Kayabaşı	Kuzey Yakası	276	373	65
Kocaeli / Gebze	Gebze Emlak Konutları 3-3	2	62	
Toplam (31.03.2018 itibariyle)		2.724	10.054	5.914

Tablo 12 - Binalar

Binalar	Kalan Bağımsız Bölüm Sayısı	M2	Kayıtlı Maliyeti, mn TL	Ekspertiz Değeri, mn TL
Varyap Meridian	2	138	1	1
Parkyaşam Mavişehir	1	345	2	2
Ankara Çankaya Next Level	4	989	7	9
İstmarina	12	42.533	294	271
Emlak Konut Mavişehir Evleri	1	144	0	0
Stüdyo 24 Projesi	2	117	0	0
Unikonut Projesi	11	3.761	23	23
Batışehir Projesi	16	3.472	39	39
Körfezkent 3. Etap	6	1.058	1	2
Bahçekent Emlak Konutları 1. Etap 3. Kısım	41	4.743	11	13
Başakşehir/Emlak Konut Evleri 1. Etap 2 Kısım	12	1.488	4	14
Emlak Konut Başakşehir Evleri 1-4	8	1.370	3	7
Resmi Kurum Binası	2	49.771	91	199
Dumankaya Mıks Projesi	31	2.570	25	26
Bulvar İstanbul Projesi	4	660	4	4
Nidakule Ataşehir Projesi	5	1.506	31	31
Esenler Emlak Konutları	227	29.756	83	128
Büyükyalı Projesi	31	3.921	0	81
Metropol İstanbul Projesi	56	6.410	78	78
Sarphan Finanspark Projesi	180	8.815	231	233
Merkez Ankara Projesi	36	22.191	0	187
Ağaoğlu Maslak 1453 Projesi	88	14.087	168	168
Binalar Toplam	776	199.846	1.097	1.515

Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

12 Haziran 2018 Salı

Tablo 13 - İhale Edilmemiş Arsalar

Gayrimenkul Adı	M2	Kayıtlı Maliyeti, mn TL	Ekspertiz Değeri, mn TL
İstanbul Küçükçekmece Halkalı	841.290	1.412	1.666
İstanbul Şişli Teşvikiye	24.469	455	455
İstanbul Arnavutköy	3.639.117	333	445
İstanbul Bakırköy Yeşilköy Şevketiye	81.328	423	423
İstanbul Başakşehir İkitelli 2	220.076	226	276
İstanbul Bakırköy Şenlik Parselleri	40.723	263	263
İstanbul Taşdelen - Çekmeköy	187.750	248	248
İstanbul Tuzla Parselleri	66.410	206	210
İstanbul Kartal Parselleri	73.970	134	152
Tekirdağ/Çerkezköy	371.236	6	126
İstanbul Başakşehir Hoşdere	286.162	84	115
Samsun Canik Parselleri	51.698	94	94
İstanbul Esenyurt Hoşdere	53.689	50	89
İstanbul, Ataşehir	25.192	40	80
Ankara Çankaya Mühye	22.913	18	30
İstanbul Başakşehir Kayabaşı	20.397	58	58
İstanbul Ümraniye	17.068	2	28
Tekirdağ/Çorlu	35.923	6	9
Kocaeli/Gebze	19.708	7	9
İstanbul Sarıyer İstinye	1.373	8	8
Kocaeli/Körfez	16.610	2	5
İstanbul Maltepe	306	3	3
İstanbul Şile	7.232	2	3
İstanbul Zekeriyaköy	992	1	1
Ankara Çankaya Cebeci	400	0	0
Kastamonu Cide	9.110	0	0
İstanbul Büyükçekmece	78	0	0
Nevşehir	26	0	0
Toplam (31.03.2018 itibariyle)	6.115.245	4.080	4.796

Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

12 Haziran 2018 Salı

Tablo 14 - İhale Edilmiş Arsalar (Devam eden Anahtar Teslimi Projeler Tablosu)

Tarih Aralığı	Proje	İhaleye Esas Alınan Değer (TL)	ŞPTG (TL)*	ŞPGO (%)*	Çarpan
2012 ve öncesi	Maslak 1453 İstanbul Köy	604.940.000	1.153.750.000	35,5	1,91
		252.910.000	475.687.500	32,3	1,88
2012 ve öncesi -Toplam/Ortalama		857.850.000	1.629.437.500		1,90
2013	İstmarina	214.045.000	534.000.000	40,0	2,49
	Göl Panorama Evleri	80.810.000	148.400.000	28,0	1,84
	Fatih Yedikule	67.915.000	105.968.270	35,0	1,56
	Ewel İstanbul	97.500.000	188.760.000	26,0	1,94
2013 - Toplam/Ortalama		460.270.000	977.128.270		2,12
2014	Büyükyalı İstanbul	725.700.000	1.568.800.000	37,0	2,16
	Avrupark	63.698.214	156.520.000	26,0	2,46
	Kocaeli, Derince	70.000.000	83.198.500	21,6	1,19
	Tual Adalar	85.030.299	123.900.000	29,5	1,46
2014 - Toplam/Ortalama		944.428.513	1.932.418.500		2,05
2015	Karat 34	63.564.095	171.600.000	39,0	2,70
	Nidapark İstinye	1.062.270.000	1.876.392.000	51,1	1,77
	Tual Bahçekent	115.680.485	275.334.000	25,3	2,38
	Temaşehir Konya	85.000.000	211.500.000	30,0	2,49
	Avangart İstanbul	115.953.466	637.000.000	49,0	5,49
	Ankara Yenimahalle	622.000.000	1.258.365.000	30,0	2,02
	Nidakule Kayaşehir	117.420.000	407.588.000	38,0	3,47
	Evora Denizli	74.738.419	92.651.000	18,0	1,24
	Koordinat Çay yolu	95.156.250	180.000.000	33,0	1,89
	Validebağ Konakları	85.003.711	406.215.000	50,2	4,78
2015 - Toplam/Ortalama		2.436.786.426	5.516.645.000		2,26
2016	Bakırköy Yenimahalle	32.025.000	62.000.000	31,0	1,94
	Eyüp Alibeyköy	46.400.000	168.150.000	38,0	3,62
	Avcılar İspartakule 5. Etap	72.111.718	132.000.000	22,0	1,83
	Esenyurt Hoşdere 5. Etap	83.391.734	156.500.000	25,0	1,88
	Esenyurt Hoşdere 6. Etap	86.255.477	150.500.000	25,0	1,74
	Maltepe Küçükyalı	713.096.640	1.527.000.300	42,0	2,14
	Avcılar İspartakule 6. Etap	61.856.717	85.600.000	25,0	1,38
2016 - Toplam/Ortalama		1.095.137.286	2.281.750.300		2,08
2017	Zeytinburnu Beşelsiz	418.966.961	640.100.000	37,0	1,53
	Beykoz Riva	396.012.119	952.000.000	25,0	2,40
	Tuzla İçmeler	24.745.500	53.927.500	29,2	2,18
	İzmir Konak 1. Etap	540.599.500	585.200.000	35,0	1,08
	İzmir Konak 2. Etap		726.000.000	33,0	2,43
	Şile Çavuş	10.031.311	15.070.000	22,0	1,50
	Antalya Muratpaşa	190.000.000	302.100.000	28,5	1,59
	Küçükçekmece 2. Etap	492.617.322	551.000.000	27,6	1,12
2017- Toplam/Ortalama		2.072.972.713	3.825.397.500		1,85
2018	Ankara Çankaya Oran	39.090.215	46.800.000	30,0	1,20
	İstanbul Teşvikiye	455.121.540	705.500.000	40,0	1,55
Genel Toplam/Ortalama		8.361.656.693	16.915.077.070		2,02

Kaynak: Emlak Konut GYO, VKY Araştırma & Strateji

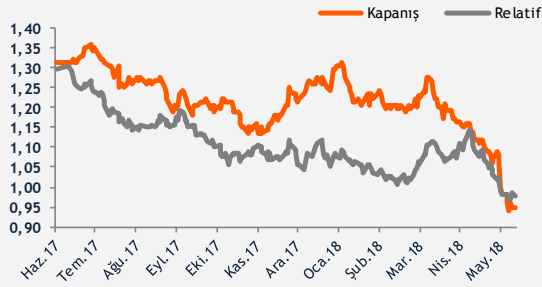
Açıklamalar: ŞPTG=Şirket Payı Toplam Gelir, ŞPGO= Şirket Payı Gelir Oranı

12 Haziran 2018 Salı

Sektör	: GYO
Şirket	: İş G.M.Y.O.
Hisse Kodu	: ISGYO - ISGYO TI, ISGYO IS
Fiyat (TL)	: 0,95
Hedef Fiyatı (TL)	: 1,12
Yükselme Potansiyeli	: 18%
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 958,8
HAO (%)	: 48%

İş GYO, ofis, AVM, otel ve projelerden oluşan çeşitlendirilmiş ve dengeli bir portföye sahiptir. Portföy büyüklüğü olarak İş GYO, GYO'lar arasında 3. en büyük şirket konumundadır. Şirketin portföy yatırımlarının değer bazında yaklaşık % 46'sı ofis, % 28'i Projeler, %20'si Alışveriş Merkezi, % 4'ü Arsa, %2'si Stok oluşturmaktadır. Şirketin gayrimenkul yatırımları ağırlıklı olarak İstanbul'da (%90) bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-15,18	-21,20	-27,68
Rölatif %	-10,62	-4,69	-25,97
En Yüksek (TL)	1,12	1,28	1,36
En Düşük (TL)	0,94	0,94	0,94

Yatırımcı Takvimi

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
: tuqba.saygin@vakifyatirim.com.tr

İş GYO - Yüksek borçluluk seviyesi devam edecek...

Düşük doluluk oranına sahip olan İstanbul'daki Kule 3 nedeniyle kira gelirlerinde büyüme sınırlanırken, devam eden projelerden artan teslimatlar sonucu 2018 yılında satış gelirlerinde önemli oranda artış bekliyoruz. Şirketin devam eden projeleri nedeniyle borçluluk seviyelerinin yüksek kalmaya devam edeceğini bekliyoruz. Şirketin yatırımlarına devam etse de düzenli olarak temettü ödemeyi sürdüreceğini öngörüyoruz. İş GYO'yu, 1,12 TL hisse başı fiyat hedefimize göre %18 iskontolu işlem görmesine bağlı olarak "TUT" önerisiyle izleme listemize dahil ediyoruz.

TRY	Ciro (mnTL)	FAVÖK (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K	FD/FAVÖK
2015/12	222	124	0,75	0,13	1,6 x	17,2 x
2016/12	405	159	0,49	0,06	2,2 x	13,4 x
2017/12	440	144	0,20	0,08	5,1 x	14,8 x
2018/12T	746	228	0,25	0,08	4,0 x	9,3 x
2019/12T	591	255	0,34	0,08	2,9 x	8,4 x
2020/12T	600	272	0,36	0,08	2,8 x	7,8 x

- Yeni projeler katalizör olabilir** - Şirketin ekspertiz değerlerine göre gayrimenkul portföyünün %46'sı ofis, %20'si perakende, %28'i devam eden konut ağırlıklı projelerden oluşmakta olup, kalan %4'ü ise arsalar. Şirket Anadolu yakasında Tuzla ve Kadıköy'de olmak üzere iki yeni proje planlamaktadır. Tuzla'da 1.000 konutluk proje ve Kadıköy'de yer alan arsa üzerinde ise otel ve ticari alanlarında geliştirilmesi planlanıyor.
- 2018'de satış gelirlerinde %70 civarında artış bekliyoruz** - Şirketin 2017 yılında kiracısı bulunmayan iki önemli gayrimenkulü nedeniyle kira gelirleri sadece %2,8 artarken, toplam gelirleri Ege Perla projesinde gerçekleştirilen teslimatların katkısı ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin satışlarının etkisi ile yıllık bazda %8,3 artmıştı. Manzara Adalar ve İstanbul projelerinden 2018 yılında başlaması planlanan teslimatlar sayesinde şirketin toplam satış gelirlerinin %70 artış ile 746 mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.
- Kira gelirlerinde Ege Perla AVM etkisi görülecek** - Şirket'in temel olarak uzun vadeli anlaşmalarla kiracıları bulunan kira getirili gayrimenkul portföyüne 2018 yılında Ege Perla AVM'den elde edilecek kira gelirlerinin katkısını göreceğiz. Ayrıca 2018 yılının ilk çeyreğinde Ankara İş Kulesi için kiralama sözleşmesi imzalanarak %100 doluluk oranına ulaşması Şirket'in toplam gelirlerini olumlu etkileyecek. Şirketin 2018 yılında toplam kira gelirlerinin yıllık bazda %4 artışla 205 mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Ayrıca %30 doluluk oranına sahip olan İstanbul'daki Kule 3 için yeni kira anlaşmaları yapılması durumunda tahminlerimizde yukarı yönlü iyileşmeye neden olabilir.
- Düzenli temettü ödemesi** - Geçtiğimiz yıllarda düzenli temettü ödemesinde bulunan Şirket'in son 5 yılda dağıttığı temettülerde ortalama verim %4,5 düzeyinde gerçekleşmiştir. Yatırım döneminde olsa da Şirket'in stratejik hedefleri arasında yer alan temettü politikasını koruyarak düzenli temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Uzun vadede Şirket'in nakit pozisyonunda iyileşmenin artmasıyla Şirket'in temettü politikasını yukarı yönlü revize edebileceğini düşünüyoruz.
- Gayrimenkul satışlarının devam edeceğini öngörüyoruz** - Son olarak Şirket 2018 yılı 2Ç'de portföyünde yer alan Ankara Ulus Banka Hizmet Binasının 49,9 mn TL bedelle satma kararı aldı. Şirket'in yoğun yatırım dönemi olan 2022'ye kadar cazip fırsatlar oluştuğunda elindeki düşük verimli gayrimenkulleri satarak nakit ihtiyacını karşılamaya devam edebileceğini düşünüyoruz.

12 Haziran 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	222,0	404,5	439,7	745,7	590,5	600,1
FVÖK	123,4	157,7	142,0	226,6	253,2	270,1
Amortisman Giderleri	0,7	1,4	1,7	1,5	1,5	1,5
FAVÖK	124,1	159,1	143,7	228,1	254,6	271,6
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	468,8	336,8	83,8	37,9	94,4	89,3
Finansal Gelir/Gider (Net)	-36,3	-73,9	-45,8	-36,6	-34,7	-32,8
VÖK	555,9	420,5	180,0	229,3	314,3	327,9
Vergiler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	555,9	420,5	180,0	229,3	314,3	327,9
HBK	0,75	0,49	0,20	0,25	0,34	0,36

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	124	127	83	578	523	688
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	22	29	47	65	51	52
Stoklar	174	92	757	383	607	309
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.665	4.564	4.344	4.438	4.793	5.048
Duran Varlıklar	27	29	31	30	30	29
Diğer Duran Varlıklar	0	103	114	10	79	68
Toplam Aktifler	4.125	4.887	5.312	5.743	6.195	6.320
Finansal Borçlar	711	1.055	1.185	1.255	1.225	1.425
Kısa Vadeli	325	132	170	190	220	270
Uzun Vadeli	386	922	1.016	1.066	1.006	1.156
Ticari Borçlar	60	34	54	74	59	60
Diğer Yükümlülükler	169	9	601	176	139	142
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	2.791	3.161	3.281	4.036	4.562	4.480
Net Borç	587	927	1.102	677	703	738

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	421	180	229	314	328
Amortisman	1	2	2	1	1
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	35	42	245	205	-297
Vergi	0	0	0	0	0
Yatırım Harcaması	-91	-38	-39	-41	-43
Temettü Ödemesi	48	69	70	72	73
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	344	131	70	-30	200
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	0	0	0	0
Yıl boyunca yaratılan nakit	662	248	437	378	115
Dönemsonu Nakit	786	376	520	956	638

Büyüme	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	82,2%	8,7%	69,6%	-20,8%	1,6%
FAVÖK	28,2%	-9,7%	58,7%	11,6%	6,6%
Net Kar	-24,4%	-57,2%	27,4%	37,1%	4,3%

Çarpanlar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	5,3	4,8	2,9	3,6	3,5
FD/FAVÖK	13,38	14,81	9,33	8,36	7,84
F/K	2,17	5,06	3,97	2,90	2,78
PD/DD	0,29	0,28	0,23	0,20	0,20

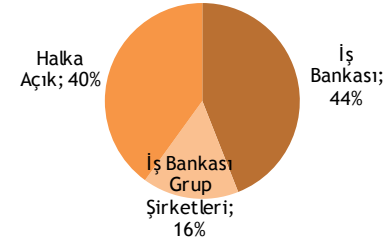
Finansal Rasyolar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	14,1%	5,6%	6,3%	7,3%	7,3%
FAVÖK Marjı	39,3%	32,7%	30,6%	43,1%	45,3%
Net Kar Marjı	103,9%	40,9%	30,7%	53,2%	54,6%
Net Borç/Özsermaye	0,29	0,34	0,17	0,15	0,16
Net Borç/FAVÖK	5,83	7,67	2,97	2,76	2,72
KV Borç/ UV Borç	14,3%	16,7%	17,8%	21,9%	23,4%
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	64,7%	61,8%	70,3%	73,6%	70,9%
Borç/Öz Kaynak	0,3	0,6	0,4	0,3	0,4
Faiz Karşılama Gücü	2,1	3,1	6,2	7,3	8,2
Cari Oran	0,8	1,7	1,1	2,7	3,0
Nakit Temettü	47,6	68,5	69,7	71,6	73,4

Şirket	İş G.M.Y.O.
Hisse Kodu	ISGYO - ISGYO TI, ISGYO IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	0,95
Hedef Fiyat (TL)	1,12
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	911
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	1.076
Yükselme Potansiyeli	18,2%

İş GYO Hakkında

İş GYO, ofis, AVM, otel ve projelerden oluşan çeşitlendirilmiş ve dengeli bir portföye sahiptir. Portföy büyüklüğü olarak İş GYO, GYO'lar arasında 3. en büyük şirket konumundadır. Şirketin portföy yatırımlarının değer bazında yaklaşık % 46'sı ofis, % 28'i Projeler, %20'si Alışveriş Merkezi, % 4'ü Arsa, %2'si Stok oluşturmaktadır. Şirketin gayrimenkul yatırımları ağırlıklı olarak İstanbul'da (%89) bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü
- Düzenli kar payı dağıtımı
- Uzun dönemli anlaşmalarla düzenli kira geliri

Zayıf Yönler

- Gayrimenkullerinin %89'u İstanbul ağırlıklı
- Sınırlı arsa stoku

Fırsatlar

- Sektöre yönelik talebi canlandırıcı ek düzenlemeler
- Kentleşme oranında artış

Tehditler

- Kredi faiz oranlarındaki yükselişler
- Kurumlar vergisinden muafiyetin kaldırılması

İş GYO: Proje teslimatları ile gelirlerde artış bekliyoruz

- **Projeler** - Şirket'in 2017 sonu itibarıyla devam eden 3 adet projesi olup, projelerin %69'u konut, %15'i ticari ve %16'sı ofis yatırımlarıdır. Projelerin toplam yatırım bedeli 1,44 - 1,52 mİr TL aralığındadır. Şirket, İzmir'deki Ege Perla projesini tamamlayarak konut ve ofis kısmında teslimatları gerçekleştirirken, 2017 Eylül itibarıyla projenin AVM bölümünden 2,8 mİn TL 3 aylık kira geliri elde etmiştir. %90 doluluk oranına ulaşan AVm için kira beklentisi yıllık 8-10 mİn TL düzeyindedir. Şirket'in Ege Perla AVm'den 2018 yılında 8,4 mİn TL kira geliri elde etmesini bekliyoruz. 2018 yılında teslimatlara başlanması planlanan Manzara Adalar ve İstanbul projesinde kaynaklı satış gelirlerinde artış bekliyoruz. Ayrıca yeni projelere ilişkin açıklamalar hisse performansı için katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

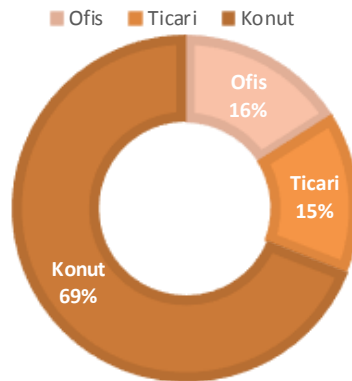
Tablo 15 - Geliştirilmekte Olan Projelerin Maliyetleri, mİn TL

Manzara Adalar Karma Proje	620-640
İstanbul Konut Projesi	550-600
İstanbul Finans Merkezi Projesi	270-280
Toplam	1.440-1.520

Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **Şirket, Anadolu yakasında iki yeni proje planlıyor.** Şirket Tuzla'da 53.460 m2 parsel üzerine 1.000 konutluk proje için çalışmalara başladı. İnşaat ruhsatı alınan proje için hazırlanan fizibilite raporuna göre, 146 mİn TL arsa maliyeti ve 545 mİn TL inşaat maliyeti olmak üzere toplam yatırım maliyetinin 691 mİn TL olacağı tahmin edilmektedir. Diğer proje ise Kadıköy'de yer alan arsa üzerinde otel ve ticari alanlarında oluşacak projedir. Bu projede, İş GYO'nun %45 oranında ortak olmasına karar verilirken, 2018 yılında inşaat ihalesinin yapılması planlanıyor. Açıklanan fizibilite raporuna göre, yaklaşık 240 oda ve ticari alanlara sahip otel projesi için toplam yatırım maliyetinin 306 mİn TL olacağı tahmin edilmektedir.

Grafik 36 - Projelerin Tür Bazında Dağılımı (%)



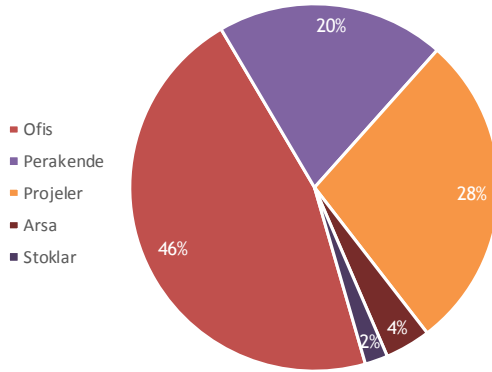
Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Toplam yatırım maliyeti 620-640 mİn TL aralığında olan **Kartal Manzara Adalar** projesinin 2018 yılının ilk yarısında tamamlanması planlanmaktadır. 975 adet konut yer alan projede üçü konut, ikisi ofis olarak toplam beş blok ve ticari alanlar olan karma projedir. Projede 2017 sonu itibarıyla 601 adet taşınmaz için sözleşme imzalanmış olup, 227,8 mİn TL sipariş avansı alınmıştır. 2018 yılında teslimatların başlaması ile Şirket'in satış gelirlerine katkının başlamasını öngörüyoruz. Ayrıca Şirket, projede bulunan ofislerin ve ticaret alanlarının kiralınmasından ise toplamda 16 mİn TL aralığında kira geliri elde etmeyi öngörmektedir.

12 Haziran 2018 Salı

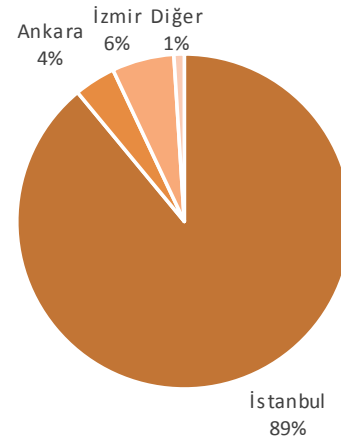
- İstanbul Topkapı’da geliştirilen **İstanbul Konut** projesi ise 4 farklı projeden oluşmakta ve %50-50 maliyet ve hasılat paylaşımı modeliyle geliştirilmektedir. 2.729 adet konut ve az sayıda ticari ünitelerden oluşan projeden 1,5-1,6 mlr TL (İş GYO payı: 750 - 800 m TL) aralığında hasılat hedeflenmekte olup, finansman hariç geliştirme maliyetinin 1,1- 1,2 mlr (İş GYO payı: 550 - 600 m TL) düzeyinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. 2015 Mayıs ayından itibaren satışa başlanan projede 2017 yılı sonu itibarıyla 2.418 satış vaadi sözleşmesi imzalanmış ve 499,5 m TL sipariş avansı alınmıştır. İlk projenin teslimlerine 2018 yılı Ocak ayından itibaren başlanmıştır.
- Yapım aşamasında olan bir diğer proje ise ofis ve ticari alanlardan oluşan **İstanbul Finans Merkezi** projesidir. Tamamlandığında projeden yaklaşık 45-50 m TL yıllık kira geliri hedeflenirken, bu gelirlerin 2021’den itibaren gelir olarak yansıtılacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 37 - Portföy Dağılımı (%)



Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

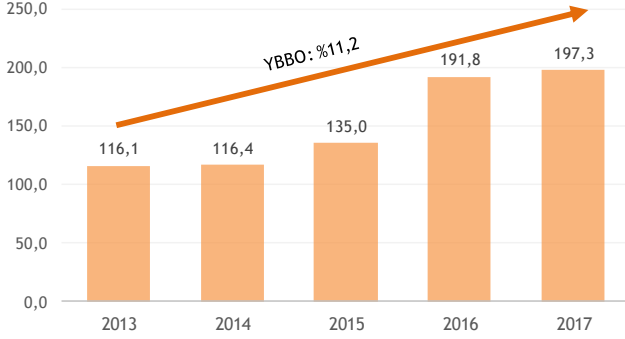
Grafik 38 - Portföyün Lokasyon Dağılımı (%)



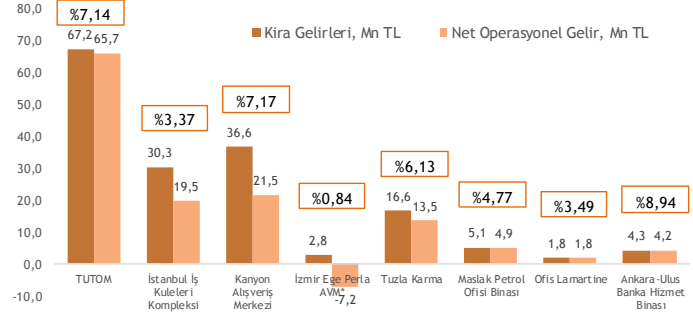
- **Gayrimenkul Portföyü** - Şirketin ekspertiz değerlerine göre gayrimenkul portföyünün %46’sını ofis, %20’sini perakende ve %28’ini projelerden oluşmakta olup, kalan %4’ü ise arsalardır. İş GYO’nun gayrimenkullerine değer bazında baktığımızda, gayrimenkul yatırımlarının %89’nun İstanbul’da yer aldığı görülmektedir. Ağırlıklı olarak İstanbul’da yer alan yatırımları ardından İzmir yatırımları %6 ve Ankara’daki yatırımları ise %4 düzeyindedir.
- Şirket’in **kira geliri ve üst hakkı geliri** elde edilen gayrimenkuller ağırlıklı olarak ofis ve alışveriş merkezi yatırımlarından oluşmaktadır. Bu yatırımların gerçeğe uygun değer bazında dağılımı ise şu şekildedir; %67 ofis, %32 AVM ve %1 otel. Şirketin kira geliri yaratılan taşınmazları için ortalama kira süresi 5 yıl olmakla birlikte kira sürelerinde, anlaşmaya ya da yatırım modelinin türüne göre farklı süreler ön plana çıkabilmektedir.

12 Haziran 2018 Salı

Grafik 39 - Kira Gelirleri, mn TL



Grafik 40 - Kira Getiri Oranları (%)



Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Şirketin arsaları mevcut portföy değerinin sadece %4'ünü oluşturmaktadır. Kısa vade için, şirketin atıl arsa varlığının çok olmamasını portföy için olumlu buluyoruz. Ancak, uzun vadede, çoğunluğunu konut projelerinin olduğu proje portföyünde teslimatların gerçekleşmesinin ardından kira gelirlerinin artmasını sağlayacak şekilde yeni projelerin devreye girmesinin gerekli olduğunu düşünüyoruz.
- Gayrimenkul satışı nakit girişi sağladı - Şirket 2017 yılında portföyünde yer alan Ankara Kızılay ve Antalya'daki banka hizmet binalarını 81,4 mn TL bedelle ve ayrıca İstanbul Esenyurt'ta bulunan hipermarket binasını 140 mn TL bedelle sattı. 2016 yılı verilerine göre, Ankara Kızılay ve Antalya'daki banka hizmet binalarının kira getiri oranları sırasıyla %8,8, %7,7 iken, hipermarket binasının kira getiri oranı ise %6,3 düzeyindeydi. Ayrıca Şirket 2018 yılı 2Ç'de portföyünde yer alan Ankara Ulus Banka Hizmet Binasının 49,9 mn TL+KDV bedel üzerinden İş Bankası'na satılmasına karar verildiğini açıkladı. Şirket 2017 yılında bu gayrimenkulden toplam 4,3 mn TL kira geliri elde etmiş olup, toplam kira gelirleri içerisindeki payı %2,2 seviyesindedir. Bu satışın, Şirket'in nakit pozisyonunda iyileşme sağlayacağını ve UFRS'ye göre gerçeğe uygun değer artışı ile birlikte yaklaşık 2 mn TL kar elde edeceğini bekliyoruz. Şirket'in yoğun yatırım dönemi olan 2022'ye kadar cazip fırsatlar oluştuğunda nakit sıkışıklığını gidermek için gayrimenkul portföyünde satış yapmaya devam edebileceğini düşünüyoruz.
- Kira gelirlerinde Ege Perla AVM etkisi görülecek - İş GYO'nun kira getirili gayrimenkul portföyünü dikkate alarak 2018 yılında ortalama %6,3 kira getiri oranı ile toplam 217 mn TL kira geliri tahmin ediyoruz. Şirket'in 2015 yılında tamamlanan ve ofislerin tamamı ile ticaret alanlarının bir bölümü Şişe Cam'a kiralanan Tuzla Karma'dan elde edilen gelir toplam kira gelirlerinin %34'ünü oluşturarak, %7,1 kira getiri oranı ile önemli oranda katkı sağlamaktadır. Ayrıca 2018 yılının ilk çeyreğinde Ankara İş Kulesi için kiralama sözleşmesi imzalanarak %100 doluluk oranına ulaşması Şirket'in toplam gelirlerini olumlu etkileyecek. 2017 yılında faaliyete başlayan Ege Perla AVM'den elde edilecek kira gelirlerinin etkisini görebileceğimizi düşünüyoruz. En yüksek kira getiri oranı MarmaraPark AVM iken, portföyde en yüksek paya sahip olan gayrimenkul ise 2015 yılında tamamlanan ve 25 yıllığına İş Bankası'na kiralanan İstanbul Tuzla'da TUTOM'dur. Mevcut durumda %30 doluluk oranına sahip olan İstanbul İş Kule 3'de yeni kira anlaşmalarının yapılması durumunda tahminlerimizdeki yukarı yönlü sapmaya neden olabileceğini düşünüyoruz.
- 2018 yılında satış gelirlerinde güçlü artış bekliyoruz - 2017 yılında satışlarının %62'si gerçekleşen Manzara Adalar projesinden gelirler ve ayrıca Topkapı Projesi'nden elde edilen satış gelirlerinin etkisi ile 2018 yılında Şirket'in toplam gelirlerinin yıllık bazda %70 artarak 746 mn TL düzeyine ulaşmasını bekliyoruz.

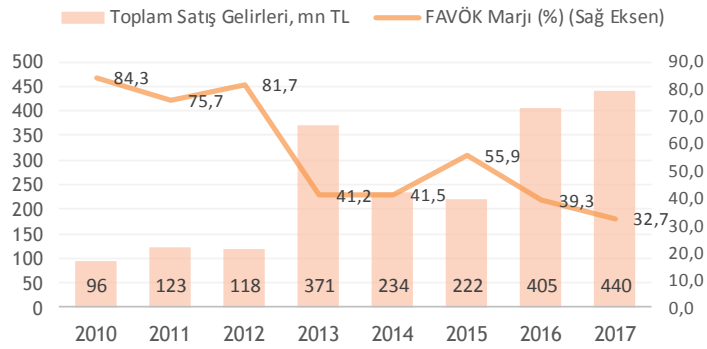
12 Haziran 2018 Salı

- **İş Bankası grubunun iştiraklerde pay geri alımı** - İş Bankası 2017 yılsonunda Borsada işlem gören bir kısım bağlı ortaklıkların paylarının ödenmiş sermayelerinin azami %3'ü ile sınırlı olmak kaydıyla alımı konusunda önceki yıllara benzer şekilde yetkilendirme yapmıştı. Kısa vadede bu karar iştiraklerinin hisse performansı üzerinde etkisi nötr olsa da, beklentimiz dahilinde olmasa da, sektör genelinde olumsuz bir atmosferin oluşması ya da yurt içinde genel konjunktürde bozulma meydana gelmesi sonucunda hisse performanslarında görülebilecek beklenmedik aşağı yönlü seyir durumunda İş Bankası'nın iştirak hisselerinde alım yapması ile hisse performansı açısından İş GYO'nun sektörde avantajlı durumda olacağını düşünüyoruz.

Finansal Analiz

- İş GYO'nun toplam satış gelirleri 2017 yılında bir önceki yıla göre %8,7 artış ile 440 mn TL'ye ulaşmıştır. Bu gelirlerin yaklaşık %45'ini kira gelirleri oluştururken, diğerlerini ise çoğunlukla gayrimenkul ve konut satışlarından elde ettiği gelirler oluşturmaktadır.

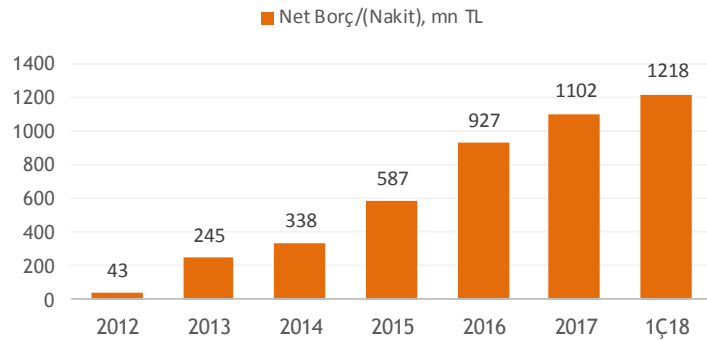
Grafik 41 - Satış Gelirleri ve FAVÖK Marjı



Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Şirket'in 2010 yılında 80 mn TL düzeyinde olan FAVÖK'ü 2017 yılında %8,6 yıllık bileşik büyüme oranı ile 144 mn TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde %84,3 olan FAVÖK marjı %32,7'ye gerilemiş olup, 2013 yılından itibaren devam eden konut projelerinden teslimat olmadığı için satış gelirlerinin kaydedilmemesi FAVÖK marjında yüksek oranda dalgalanma getirmiştir.

Grafik 42 - Net Borç Pozisyonu, mn TL



Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

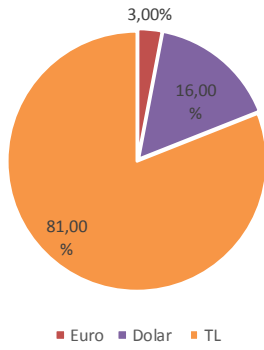
- **Son yıllardaki yatırımlar borçluluğu artırdı** - Son yıllarda yoğun yatırım döneminde olan Şirket'in buna paralel borç yükü de önemli oranda artmıştır. 2012 yılında 43 mn

12 Haziran 2018 Salı

TL seviyesinde olan Şirket'in net borcu 2018 yılının ilk çeyreğinde 1,22 mlr TL düzeyine çıkmıştır.

- 2018 ilk çeyrek itibarıyla Şirket'in toplam finansal borçlarının %55'ini banka kredileri, %45'ini ise ihraç ettiği tahviller oluşturmaktadır.
- **Borçlar ağırlıklı olarak TL cinsi** - Şirket'in finansal borçlarının %81 ile önemli bir kısmı TL cinsinden olup, %16'sı Euro, %3'ünü ise ABD Doları'dır. Ayrıca Şirket'in toplam borçlarının %79'u sabit oranla, %21'i değişken oranlıdır.

Grafik 43 - Borçların Döviz Dağılımı (%)



Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

Tablo 16 - Borçlara İlişkin Bilgiler

Banka Kredilerine İlişkin Bilgiler

Banka Kredileri	Toplam Tutar	Kredi Tarihi	Maliyet	Vade
Euro	7,3 mn €	2010 Aralık	Euribor+350 bp	10 Yıl
Dolar	52,4 mn \$	2013 Ekim	Libor+425 bp	10 Yıl
TL	493,5 mn TL	2013 Ara.- 2017 May.	%11,75-%15,10	4-6 Yıl

Tahvil İhraçlarına İlişkin Bilgiler

İhraçlar	Toplam Tutar	İhraç Tarihi	Vade
Tahvil	500 mn TL	Nis. 2016/Mart 2018	3 Yıl
Bono	100 mn TL	2018 Ocak/Mart 2018	6 Ay

Değerleme

- İş GYO için 1,08 mlr TL hedef piyasa değeri hesaplıyoruz - Parçaların toplamı analizimizde Risksiz Faiz Oranı'nı %13,0, Risk Primi'ni %5,5 ve Beta'yı 0,7 kabul ederek, İş GYO için 1,08 mlr TL piyasa değeri (1,12 TL/Hisse başı) ile öneri sürecimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %18 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. İş GYO için kısa vadede hisse performansını olumlu etkileyebilecek katalizör olmadığı için "Endekse Paralel Getiri", uzun vadede ise cazip getiri potansiyeli olmadığı için "TUT" önerisi veriyoruz.

Tablo 17 - Değerleme - Parçaların Toplamı, mın TL

	Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri, mın TL	Ağırlık (%)
Ofis		1.176	45,3%
İstanbul İş Kuleleri Kompleksi	INA	315	12,1%
TUTOM	INA	740	28,5%
Ofis Lamartine	INA	20	0,8%
Maslak Ofis	INA	55	2,1%
Ankara İş Kulesi	INA	45	1,7%
Perakende		528	20,3%
Kanyon	INA	190	7,3%
Marmara Park	INA	145	5,6%
İzmir Ege Perla AVM	INA	58	2,2%
Tuzla Karma	INA	128	4,9%
Mallmarine	INA	8	0,3%
Projeler		851	32,8%
İstanbul Finans Merkezi Projesi	Ekspertiz Değeri (%20 İskontolu)	154	5,9%
İzmir Ege Perla - Konut	INA	12	0,4%
Kartal Projesi (Manzara Adalar)	INA	239	9,2%
İstanbul Topkapı Projesi (İnistanbul)	INA	97	3,7%
Tuzla Arsası	INA	350	13,5%
Arsalar		38	1,5%
Üsküdar Arsası	Ekspertiz Değeri (%20 İskontolu)	35	1,3%
Levent Arsası	Ekspertiz Değeri (%20 İskontolu)	3	0,1%
Diğer	INA	2	0,1%
Toplam Gayrimenkuller		2.595	100,0%
İştirakler	Defter Değeri	3	
Net Borç		-1.218	
Faaliyet Giderlerinin Şimdiki Değeri		-301	
Özsermaye Değeri		1.076	
Ödenmiş Sermaye		959	
Hisse Başına Hedef Piyasa Değeri		1,12	
Mevcut Hisse Fiyatı		0,95	
Yükselme Potansiyeli (%)		18,2%	

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji

Net Aktif Değerlemesi

- 3,1 milyar TL net aktif değeri - 2017 yılsonu ekspertiz raporları ve 2018 1Ç solo mali tabloları baz alarak yaptığımız çalışmaya göre, İş GYO'nun net aktif değerini 3,1 mlr TL olarak hesaplıyoruz. İş GYO hem net aktif değeri hem de portföy değeri açısından BIST'te işlem gören GYO'lar arasında en büyük üçüncü şirket konumundadır. Şirket'in 2012 yılında 1,93 mlr TL olan gayrimenkul portföyü 2018 ilk çeyrek itibarıyla 4,94 mlr TL'ye ulaşmıştır.

12 Haziran 2018 Salı

Tablo 18 - Net Aktif Değerlemesi, mın TL

	1Ç18	Ağırlık
Arsa ve Araziler	48	0,9%
Üsküdar Arsası	43	0,9%
Levent Arsası	4	0,1%
Binalar	3.381	66,8%
<i>Istanbul İş Kuleleri - Kule-2&3+ Çarşı</i>	870	17,2%
<i>Ankara İş Kulesi</i>	135	2,7%
<i>Maslak Binası</i>	108	2,1%
<i>Ankara-Ulus Banka Hizmet Binası</i>	48	0,9%
<i>Kanyon Alışveriş Merkezi</i>	510	10,1%
<i>Mallmarine Alışveriş Merkezi</i>	13	0,3%
<i>Esenyurt (Marmarapark)-110 no</i>	162	3,2%
<i>Tuzla Karma Proje</i>	270	5,3%
<i>İzmir Ege Perla AVM</i>	245	4,8%
<i>Lykia Lodge Kapadokya Otel</i>	25	0,5%
<i>Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi</i>	941	18,6%
<i>Ofis Lamartine (Taksim)</i>	51	1,0%
<i>Çınarlıbahçe Tuzla Konut Projesi</i>	3	0,1%
Gayrimenkul Projeleri	1.507	29,8%
<i>Istanbul Finans Merkezi Projesi</i>	192	3,8%
<i>Tuzla Arsası (Alarko projesi)</i>	202	4,0%
<i>Kartal Projesi (Manzara Adalar)</i>	611	12,1%
<i>İzmir Ege Perla</i>	66	1,3%
<i>Istanbul Topkapı Projesi (İnistanbul)</i>	437	8,6%
Gayrimenkuller	4.936	97,5%
İştirakler	3	0,1%
Para ve Sermaye Piyasası Araçları	124	2,4%
Toplam Portföy Değeri	5.063	100,0%
Diğer Aktifler	285	
Borçlar	2.253	
Net Aktif Değer	3.096	
Pay Sayısı	959	
Paybaşı Net Aktif Değeri	3,23	
Son Hisse Fiyatı	0,95	
Prim/İskonto Oranı	-70,6%	
Sektör Ortalama İskonto Oranı	-58,1%	

Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

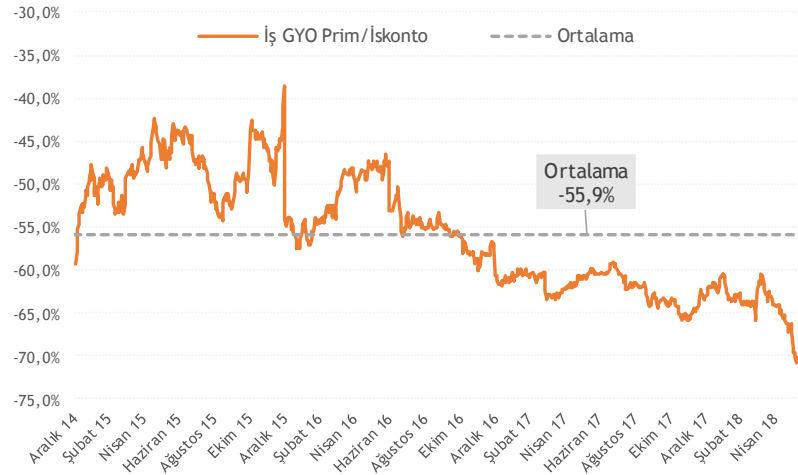
- 5 mlr TL büyüklüğündeki toplam portföyünün %67'sini binalar, %30'unu gayrimenkul projeleri ve %0,9'unu ise arsalar oluşturmaktadır.
- Şirket'in bina portföyünde bulunan en önemli gayrimenkulleri ise **İstanbul İş Kuleleri, Kanyon AVM, Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi (TUTOM)**'dur. Şirket ayrıca geçtiğimiz iki yılda kira getirili gayrimenkulleri arasında İstanbul Sirkeci, Antalya ve Ankara'daki banka hizmet binalarının yanı sıra İstanbul Esenyurt'ta bulunan hipermarket binasını satışını gerçekleştirdi.
- Önümüzdeki yıllarda Tuzla ve Kadıköy'de gerçekleştirilmesi öngörülen projelerin Şirket'in net aktif değerine büyüme getirebileceğini düşünüyoruz.

12 Haziran 2018 Salı

Prim İskonto Durumu

- Kronik olarak iskontoların çok yüksek seviyelerde seyrettiği GYO sektöründe 2017 yılsonu verilerine göre ortalama iskonto oranı %49 düzeyindedir. İş GYO'nun 2014 yılından bu yana net aktif değerine göre **ortalama %56 iskonto** ile işlem görmekte olup, rapor tarihi itibarıyla bu oran %70,6 ile tarihinin en yüksek düzeyine ulaşmıştır.

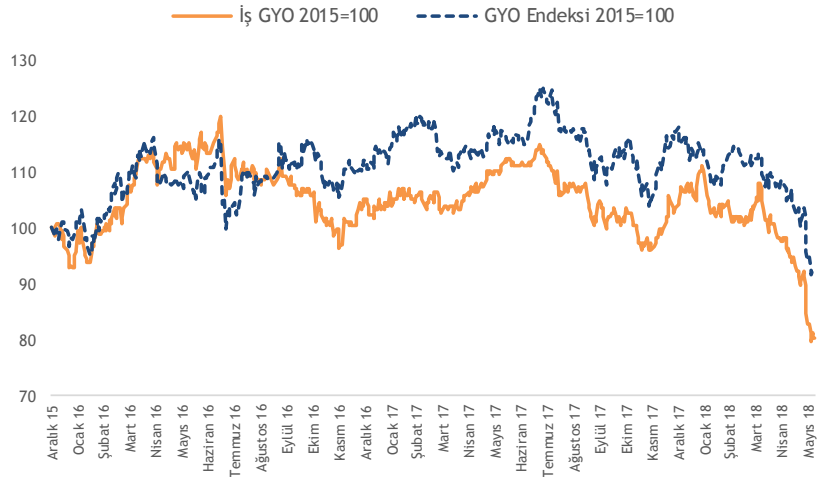
Grafik 44 - Prim/İskonto Durumu



Kaynak: İş GYO, VKY Araştırma & Strateji

- GYO sektöründeki iskonto durumunun kısa-orta vadede devam edeceğini ve buna bağlı olarak İş GYO'nun net aktif değerine göre en fazla ortalama iskonto değerine yaklaşılabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 45 - Fiyat Performansı



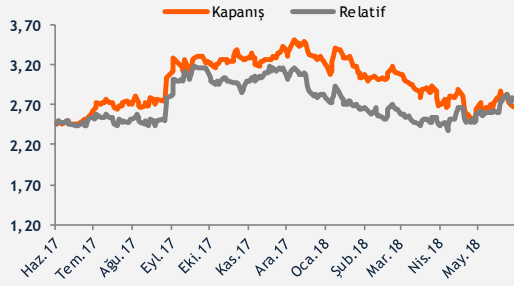
Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma & Strateji

12 Haziran 2018 Salı

Sektör	: GYO
Şirket	: Torunlar G.M.Y.O.
Hisse Kodu	: TRGYO - TRGYO TI, TRGYO IS
Fiyat (TL)	: 2,67
Hedef Fiyatı (TL)	: 3,39
Yükselme Potansiyeli	: 27%
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 1000,0
HAO (%)	: 21%

Torunlar GYO, portföy büyüklüğü ve piyasa değeri bakımından Türkiye'nin en büyük 2. GYO'su konumundadır. Torunlar GYO'nun odaklandığı başlıca alan, İstanbul, Bursa, Antalya, Samsun ve Ankara gibi kentsel bölgelerde geniş ile çok geniş kapsamlı, alışveriş merkezlerinin geliştirilmesi ve varlık yönetimidir. 2018 ilk çeyrek itibarıyla Şirket portföyünün %47'sini AVM, %25'ini ofis, %10'unu ise devam eden gayrimenkul projeleri oluşturmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	0,75	-13,87	8,98
Rölatif %	6,17	4,18	11,55
En Yüksek (TL)	2,87	3,10	3,52
En Düşük (TL)	2,63	2,51	2,45

Yatırımcı Takvimi

Temettü ödemesi	29.06.2018
-----------------	------------

Analist : Tuğba SAYGIN
İletişim : 0212 403 41 31
: tuqba.saygin@vakifyatirim.com.tr

Torunlar GYO - Borçluluk önümüzdeki yıllarda azalacak

Yoğun bir yatırım döneminde olan Torunlar GYO'nun Torun Center projesi kiralama ve satışında görülen gecikme hisse fiyatını olumsuz etkiledi. Önümüzdeki dönemde Torun Center için satışın hız kazanması ve Paşabahçe arsasında geliştirilecek projenin hisse fiyatı üzerinde olumlu etkilerini görebiliriz. Orta-uzun vadede yatırımların azalması ve kira getirili gayrimenkullerin artması ile beraber borç yükünün azalması sonucu Şirket'in temettü potansiyelinin de artacağını bekliyoruz. Şirket için hisse başına 3,39 TL hedef fiyat ile öneri sürecimizi başlatıyoruz.

TRY	Ciro (mnTL)	FAVÖK (mnTL)	HBK (TL)	HBT (TL)	F/K	FD/FAVÖK
2015/12	628	344	1,91	0,20	2,8 x	16,9 x
2016/12	666	340	2,34	0,06	2,3 x	17,0 x
2017/12	780	454	0,46	0,07	5,9 x	12,8 x
2018/12T	1.912	1.009	1,02	0,10	2,6 x	5,7 x
2019/12T	1.657	920	0,97	0,14	2,7 x	6,3 x
2020/12T	1.662	979	1,07	0,18	2,5 x	5,9 x

2021'de portföyünün %90 kira getirili gayrimenkuller oluşturacak - 2018 ilk çeyrek itibarıyla Şirket portföyünün %47'sini AVM, %25'ini ofis, %10'unu ise devam eden gayrimenkul projeleri oluşturmaktadır. Aynı dönem itibarıyla Şirket'in toplam portföy değeri 2017 sonuna göre %1,9 düşüşle 10,1 mlr TL düzeyine ulaşırken, net aktif değeri ise 6,53 mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket 2018 yılında 8,1 mlr TL net aktif değere ulaşmayı hedeflerken, projelerin tamamlanması ile beraber 2021'de portföyünün %90'unu kira getirili gayrimenkullerin oluşturacağını beklemektedir.

Kira gelirlerini 2018 yılında 589 mn TL öngörüyoruz - 2016 yılında 420 mn TL AVM ve ofis kira geliri elde eden şirketin, 2017 yılsonu itibarıyla kira geliri 492 mn TL seviyesine ulaşmıştır. Torium yurt projesinin Eylül'de düşük doluluk oranı ile faaliyete başlayacağı varsayımını da dahil ederek Şirketin 2018 yılında ortak alanlar dahil olmak üzere 589 mn TL kira geliri elde edeceğini öngörüyoruz. Ofis ve otel projelerinin önümüzdeki yıllarda faaliyete geçmesiyle birlikte Şirket'in yaklaşık 654 bin m² kiralanabilir alan ile 2022 yılında kiralamadan elde ettiği gelirlerin 912 mn TL seviyesine yükseleceğini öngörmekteyiz.

Paşabahçe arsasında geliştirilecek proje katalizör olacak - Önümüzdeki dönemde Paşabahçe projesinin şirket portföyü için katalizör olabileceğini düşünüyoruz. 2017 yılsonu itibarıyla ekspertiz değeri 755 mn TL olan Paşabahçe arsası için "Kentsel Resort Otel" konseptinde 120 odalı butik otel, yalı rezidansları ve yalıların karma bir proje olarak değerlendirilmesi planlanmaktadır. Proje için 2017 yılı Eylül ayında ruhsat alan Şirket, projeyi 2021 yılında bitirmeyi öngörmektedir.

Gelecek 3 yılda projelerin tamamlanması ve güçlü satış büyümesi hedefleniyor - Torunlar GYO'nun 5. Levent projesinde 1 ve 2. Faz ve ayrıca Torun Center'da satışı gerçekleştirilen bölümlerin teslimatların gerçekleşmesi sonucunda 2018 ve 2019 yıllarında satış gelirlerine önemli katkı yapmasını bekliyoruz. Şirket'in 2018 yılında konut ve ofis satışlarından toplam 1,3 mlr TL gelir elde etmesini bekliyoruz.

Temettü potansiyeli artacak - Düzenli olarak nakit temettü dağıtımı yapan Şirket'in önümüzdeki dönemlerde ağır yatırım döneminin sona ermesi ile nakit pozisyonunun iyileşecek olması temettü potansiyelini arttıracaktır. Torunlar GYO 3,1 mlr TL düzeyinde olan net borcunun 2021 yılı içinde sıfırlanmasını hedeflemektedir.

12 Haziran 2018 Salı

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	628,0	665,7	780,1	1.912,2	1.656,7	1.662,2
FVÖK	342,5	339,5	452,7	1.006,2	917,9	976,3
Amortisman Giderleri	1,1	0,8	1,3	2,7	2,3	2,3
FAVÖK	343,6	340,2	454,0	1.008,9	920,2	978,7
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	1.012,4	1.313,4	391,7	374,1	392,8	412,4
Finansal Gelir/Gider (Net)	-134,6	-448,4	-503,6	-419,4	-398,4	-378,5
VÖK	956,7	1.175,1	455,1	1.021,2	974,0	1.073,8
Vergiler	-3,1	-2,7	0,0	-0,7	-0,9	-2,0
Durdurulan Faaliyetlerden K/Z	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Azınlık Payları	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Dönem Karı	953,6	1.172,4	455,1	1.020,5	973,1	1.071,8
HBK	1,91	2,34	0,46	1,02	0,97	1,07

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	903	511	602	390	428	731
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	197	205	173	189	463	401
Stoklar	1.132	1.066	1.625	1.300	1.040	988
Duran Varlıklar	6.513	8.476	8.734	9.708	10.497	10.801
Şerefiye	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	160	183	93	138	115	127
Toplam Aktifler	8.863	10.378	11.336	11.666	12.622	13.089
Finansal Borçlar	2.805	3.046	3.606	2.852	2.765	1.023
Kısa Vadeli	900	1.248	866	685	772	246
Uzun Vadeli	1.905	1.798	2.740	2.168	1.993	777
Ticari Borçlar	170	141	119	130	160	138
Diğer Yükümlülükler	0	0	0	0	0	0
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	4.861	5.974	6.379	7.334	8.215	9.102
Net Borç	1.902	2.535	3.004	2.462	2.336	292

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	1.175	455	1.021	974	1.074
Amortisman	1	1	3	2	2
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-716	398	-560	-32	-262
Vergi	-3	0	-1	-1	-2
Yatırım Harcaması	0	0	-800	-464	-204
Temettü Ödemesi	30	68	101	138	176
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	241	560	-754	-88	-1.742
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	0	0	0	0
Yıl boyunca yaratılan nakit	668	1.346	-1.192	255	-1.309
Dönemsonu Nakit	1.571	2.918	1.725	1.980	671

Büyüme	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	6,0%	17,2%	145,1%	-13,4%	0,3%
FAVÖK	-1,0%	33,4%	122,2%	-8,8%	6,4%
Net Kar	22,9%	-61,2%	124,2%	-4,6%	10,1%

Çarpanlar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	8,7	7,4	3,0	3,5	3,5
FD/FAVÖK	17,03	12,76	5,74	6,30	5,92
F/K	2,28	5,87	2,62	2,74	2,49
PD/DD	0,45	0,42	0,36	0,33	0,29

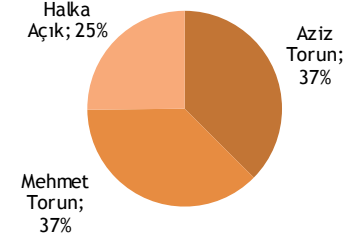
Finansal Rasyolar	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	21,6%	7,4%	14,9%	12,5%	12,4%
FAVÖK Marjı	51,1%	58,2%	52,8%	55,5%	58,9%
Net Kar Marjı	176,1%	58,3%	53,4%	58,7%	64,5%
Net Borç/Özsermaye	0,42	0,47	0,34	0,28	0,03
Net Borç/FAVÖK	7,45	6,62	2,44	2,54	0,30
KV Borç/ UV Borç	69,4%	31,6%	31,6%	38,7%	31,6%
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	57,6%	56,3%	62,9%	65,1%	69,5%
Borç/Öz Kaynak	0,5	0,6	0,4	0,4	0,1
Faiz Karşılama Gücü	0,8	0,9	2,4	2,3	2,6
Cari Oran	1,5	3,0	2,9	2,8	9,3
Nakit Temettü	30,0	68,0	100,9	138,0	176,2

Şirket	Torunlar G.M.Y.Ö.
Hisse Kodu	TRGYO - TRGYO Tİ, TRGYO İS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	2,67
Hedef Fiyat (TL)	3,39
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	2.670
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	3.390
Yükselme Potansiyeli	27%

Torunlar GYO Hakkında

Torunlar GYO, portföy büyüklüğü ve piyasa değeri bakımından Türkiye'nin en büyük 2. GYO'su konumundadır. Torunlar GYO'nun odaklandığı başlıca alan, İstanbul, Bursa, Antalya, Samsun ve Ankara gibi kentsel bölgelerde geniş ila çok geniş kapsamlı, alışveriş merkezlerinin geliştirilmesi ve varlık yönetimidir. 2018 ilk çeyrek itibarıyla Şirket portföyünün %47'sini AVM, %25'ini ofis, %10'unu ise devam eden gayrimenkul projeleri oluşturmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Nüfusun yoğun olduğu bölgelerde yoğunlaşma
- İstikrarlı kira gelirleri

Zayıf Yönler

- Arsa portföyünün sınırlı olması
- Açık döviz pozisyonu

Fırsatlar

- Sektöre yönelik talebi canlandırıcı ek düzenlemeler
- Kentleşme oranında artış

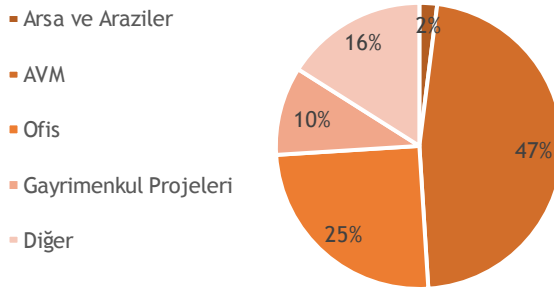
Tehditler

- Kredi faiz oranlarındaki yükselişler
- Kurumlar vergisinde muafiyetin kaldırılması

Torunlar GYO - Paşabahçe arsasında geliştirilecek proje katalizör olacak

- **2021’de portföyünün %90’ünü kira getirili gayrimenkuller oluşturacak** - 2018 yılı ilk çeyrek Şirket portföyünün %47’sini AVM, %25’ini ofis, %10’unu ise devam eden gayrimenkul projeleri oluşturmaktadır. Aynı dönem itibarıyla Şirket’in toplam portföy değeri 2017 sonuna göre %1,9 düşüşle 10,1 mlr TL düzeyine ulaşırken, net aktif değeri ise 6,53 mlr TL olarak gerçekleşmiştir. Bu da rapor tarihi itibarıyla %58 iskontoya işaret etmektedir. Şirket 2018 yılında 8,1 mlr TL net aktif değere ulaşmayı hedeflerken, projelerin tamamlanması ile beraber 2021’de portföyünün %90’ını kira getirili gayrimenkullerden oluşacağını beklemektedir. Bu durum kira gelirlerinde önemli oranda artış potansiyeline işaret etmektedir.

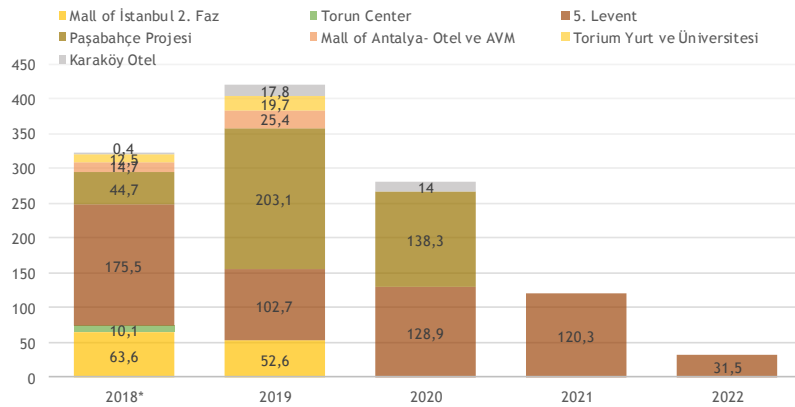
Grafik 46 - Portföy Dağılımı (%)



Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **Paşabahçe arsasında geliştirilecek proje katalizör olacak** - Torunlar GYO’nun 2018-2022 dönemi için toplam yatırım bütçesi 1,3 mlr TL olup, 2018 yılı için toplam 456 mn TL yatırım harcaması planlanmaktadır. 2018 yılı için öngörülen bütçenin önemli bir kısmını 5. Levent ve Paşabahçe projeleri oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde Paşabahçe projesinin şirket portföyü için katalizör olabileceğini düşünüyoruz. 2017 yılsonu itibarıyla ekspertiz değeri 755 mn TL olan Paşabahçe arsası için “Kentsel Resort Otel” konseptinde 120 odalı butik otel, yalı rezidansları ve de yalıları karma bir proje olarak değerlendirilmesi planlanmaktadır. Proje için 2017 yılı Eylül ayında ruhsat alan Şirket, projeyi 2021 yılında bitirmeyi öngörmektedir.

Grafik 47 - Yatırımların Dağılımı (mn TL)



Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

* 2018 yılının ilk çeyreğinde yapılan harcama dışındaki tutarı yansıtmaktadır.

- Projenin otel kısmının işletmeciliği için görüşmeler yapan Torunlar GYO, minimum 30 yıllığına anlaşma yapmayı planlıyor. Şirket Paşabahçe projesi için toplam 403,9 mn TL

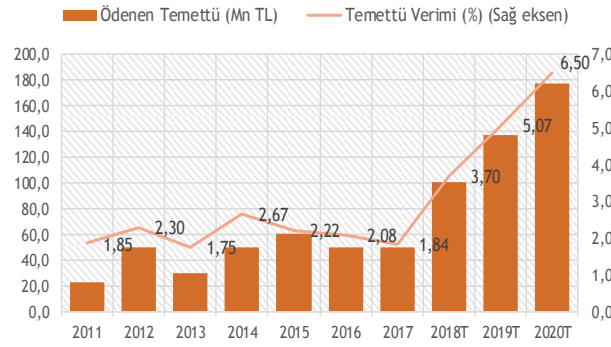
olarak öngördüğü yatırım bütçesinin 44,7 mın TL'sini 2018'de gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Şirket'in diğer önemli yatırımlarını şu şekilde özetleyebiliriz:

- Torunlar GYO, 2018 yılında Torium AVM'nin verimsiz ya da kullanılmayan bölümlerinden elde edilen alanlardan **1300 odalık yurt projesi** geliştirmeyi planlamaktadır. Toplam 46 mın TL yatırım harcaması öngörülen projenin 2018 Eylül ayında faaliyete başlaması beklenmektedir. Bu projeye birlikte AVM'nin ziyaretçi trafiğinin olumlu etkileneceğini ve böylece bu alanda elde edilen gelirlerde artış göreceğimizi düşünüyoruz.
- **Şirket Mall of İstanbul projesinin 2. etabında otel, konut ve kongre merkezi projesini yürütmektedir.** 2019 yılının 2. yarısında rezidansların tamamlanarak, teslimatlara başlanması hedeflenirken, otelin 2019 yılının ikinci yarısında faaliyetlerine başlaması beklenmektedir. 2019 - 2022 döneminde Şirket'in projedeki konut satışlarından toplam 200 mın TL gelir elde etmesini, 2020 yılında otel yatırımından %70 doluluk oranı varsayımı ile 28 mın TL gelir elde etmeye başlayacağını düşünüyoruz. Şirket geçtiğimiz günlerde otelcilik sektöründe franchise anlaşmalarını yürütmesi amacıyla TRN Otel İşletmeciliği ve Yatırımları A.Ş.'nin hisselerinin %100'ünü 109 bin TL bedelle satın aldığını duyurmuştu.
- Şirket'in diğer bir otel yatırımı ise Mall of Antalya AVM'ye ek olarak geliştirilecek **Mall of Antalya otel projesidir.** 135 oda kapasiteli olarak planlanan projenin 2019 yılının ikinci yarısında tamamlanması öngörülmektedir. Şirket'in 2020 yılında %70 doluluk oranı varsayımı ile 14,0 mın TL gelir elde etmeye başlayacağını değerlendiriyoruz.
- **Önümüzdeki 3 yılda projelerin tamamlanması ve güçlü satış büyümesi hedefleniyor** - Torunlar GYO'nun 5. Levent projesinde 1. ve 2. Faz ve ayrıca Torun Center'da satış gerçekleştirilen bölümlerin teslimatların gerçekleşmesi sonucunda 2018 ve 2019 yıllarında satış gelirlerine önemli katkı yapacağını düşünüyoruz. Şirket'in 2018 yılında konut ve ofis satışlarından toplam 1,3 mlr TL gelir elde etmesini bekliyoruz. Temkinli piyasa koşulları beraberinde Torun Center projesinde satış ve kiralama süreçlerinde gecikme görülmesi Şirket'in nakit performansını olumsuz etkiledi. 2015 Aralık ayında ofis ve 2016 Mayıs ayından itibaren konut teslimatların başladığı projede 2017 yılsonu itibarıyla 45 adet ofis, 39 adet yatay ofis ve 81 adet konut teslim edilerek 542 mın TL'lik satış geliri elde edildi. 2018 yılında Şirket'in projenin satılabilir alanlarının satışından önemli bir gelir elde etmesini bekliyoruz. Ayrıca kiralama için iki firma ile görüşme halinde olan Şirket 2018'de ofis bölümünde doluluk oranının önümüzdeki 2-3 yıl içerisinde %80'e ulaşmasını beklemektedir. 2018 yılında bu projeden Şirket'in toplam 29,6 mın TL kira geliri elde edeceğini düşünüyoruz.
- **Kira gelirlerini 2018 yılında 589 mın TL öngörüyoruz** - 2016 yılında 420 mın TL AVM ve ofis kira geliri elde eden şirketin, 2017 yılsonu itibarıyla kira geliri 492 mın TL seviyesine ulaşmıştır. Kira sözleşmelerine bağlı olarak kira bedellerinin %70'i Dolar ve %30'u Avro cinsindendir. AVM'lerde mağazalarla ortalama anlaşma vadesi 5 yıl olup, çoğunlukla sabit kiraya ek olarak ciro üzerinden belirlenen orandan paylaşım modeli uygulanmaktadır. Torunlar GYO, kurlarda yaşanan aşırı artışı, AVM'lerinde döviz cinsi kiralara kademeli kur artışları ile kontrollü olarak yansıtmakta. Şirketin kira gelirlerinin satış gelirleri içindeki payının artması, brüt kar marjında yükselişe neden olmaktadır. Torium yurt projesinin Eylül'de düşük doluluk oranı ile faaliyete başlayacağı varsayımını da dahil ederek Şirketin 2018 yılında ortak alanlar dahil olmak üzere 589 mın TL kira geliri elde edeceğini öngörüyoruz. Ofis ve otel projelerinin önümüzdeki yıllarda faaliyete geçmesiyle birlikte Şirket'in 2022 yılında yaklaşık 654 bin m² kiralanabilir alandan 912 mın TL kira geliri elde edeceğini öngörmekteyiz.
- **Yatırım döneminin ardından nakit pozisyonu iyileşecek** - Şirket'in 2018 ilk çeyrek itibarıyla net borcu 3,1 mlr TL düzeyindedir. Aynı tarih itibarıyla net döviz pozisyon açığı ise çoğunluğu USD olmak üzere 2,9 mlr TL seviyesindedir. Şirket önümüzdeki dönemde döviz açık pozisyonunu 100 mın \$ azaltmayı hedeflemektedir. Bu da kambiyo

12 Haziran 2018 Salı

zararları nedeniyle net kar üzerindeki baskıyı azaltacaktır. Ağır proje yatırımlarının sona ermesi ile birlikte önümüzdeki yıllarda Şirket'in net nakit pozisyonunda iyileşme bekliyoruz. Şirket 2019 yılında banka kredilerinin önemli bir kısmının TL ağırlıklı olacağı ve 2022'ye kadar ise banka borçlarının önemli bir kısmının sonlanacağını öngörmektedir. Şirket, %18 KDV ile inşaatını yaptığı ve %1 KDV ile satışını gerçekleştirdiği 5. Levent projesindeki konut teslimlerinin başlaması ile aradaki %17'lik KDV alacağını tahsilatını gerçekleştirmesini bekliyoruz. Böylece bu yılın ikinci çeyreğinde 139 mın TL civarındaki KDV alacağının sıfırlanacağını tahmin ediyoruz. Böylece 2017 sonunda 6,1x olan net borç/FAVÖK oranının önümüzdeki dönemde kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz.

Grafik 48 - Temettü Verimi (%)



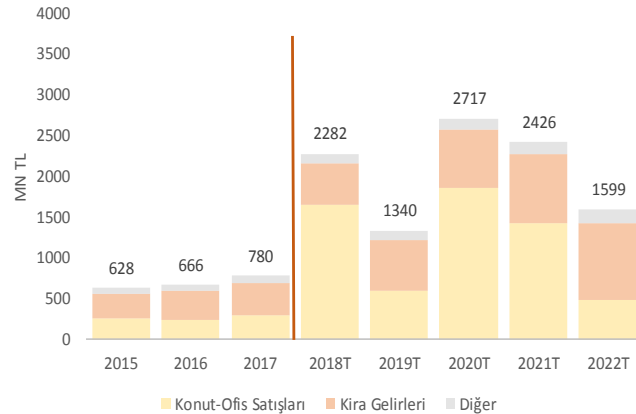
Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

- **Temettü potansiyeli artacak** - Düzenli olarak nakit temettü dağıtımı yapan Şirket'in önümüzdeki dönemlerde ağır yatırım döneminin sona ermesi ile nakit pozisyonunun iyileşmesi temettü potansiyelini arttıracaktır. Yatırım döneminde yıllık FAVÖK'ünün %15'ini dağıtan Şirket, yatırım dönemi sona erdiğinde bu oranı arttırmayı değerlendirmektedir. 2020 yılında FAVÖK'ünün %18'ini nakit temettü olarak dağıtacağı varsayımı ile Şirket'in temettü veriminin %6,5 düzeyine çıkacağını hesaplıyoruz.

Finansal Analiz

- Şirket'in 2016 yılında 666 mın TL düzeyinde olan toplam satış gelirlerinin 2017 yılında %17 artış ile 780 mın TL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde hem konut-ofis satış gelirleri hem de kira gelirlerindeki artış toplam satış gelirlerindeki büyüme performansını olumlu etkiledi. Şirket projeksiyonlarına göre, 2018, 2020 ve 2022 yıllarındaki konut-ofis satış gelirlerinde önemli derecede artış öngörüldürken, proje bitimlerinin ardından 2021-2022 dönemlerinde de kira gelirlerinin toplam gelirlere katkısının artması bekleniyor.

Grafik 49 - Satış Gelirlerini Dağılımı, mın TL

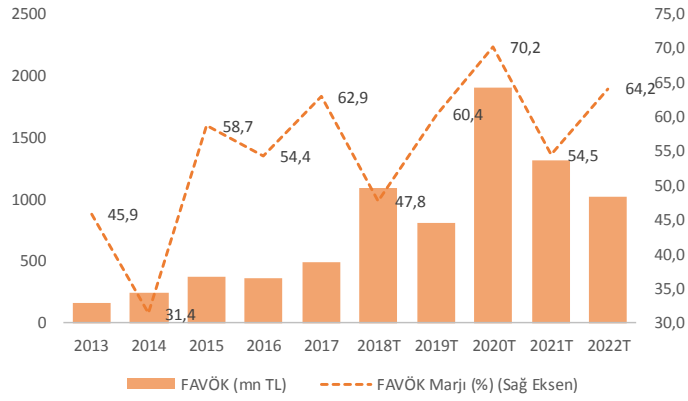


Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

12 Haziran 2018 Salı

- Şirket'in 2017 yılında FAVÖK'ü yıllık bazda %33 oranında artarak 454 mın TL'ye ulaşmıştır. Şirket tarafından hesaplanan düzeltilmiş FAVÖK ise 2013 yılında 158 mın TL düzeyinde iken, 2017 yılında %25,5 yıllık bileşik büyüme oranı ile 491 mın TL'ye ulaşmıştır. Şirket projeksiyonlarına göre, Şirket'in düzeltilmiş FAVÖK'ünün 2020 yılında 1,9 mır TL'ye ulaşması, bu tarihten sonra ise kademeli gerileyerek 1,03 mır TL'ye gerilemesi öngörülmüyor.

Grafik 50 - Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)*

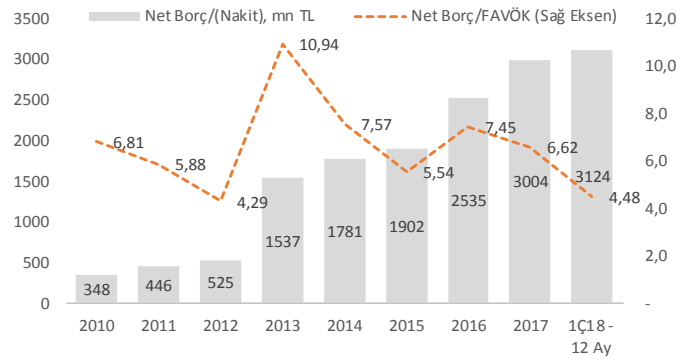


Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

* İlgili verileri şirket tarafından yapılan FAVÖK hesaplamasına göre düzenlenmiştir. Buna göre FAVÖK'e diğer gelirler ve iştiraklerden temettü gelirleri eklenmiştir.

- Torunlar GYO'nun 2010-2013 döneminde ortalama 440 mın TL seviyelerinde seyreden net borç pozisyonu 2013 yılından itibaren yatırımlara bağlı olarak hızlı bir şekilde artış göstermesinin ardından kademeli olarak yükselerek 2018 yılı ilk çeyrek itibarıyla 3,1 mır TL'ye ulaşmıştır.

Grafik 51 - Net Borç Pozisyonu, mın TL

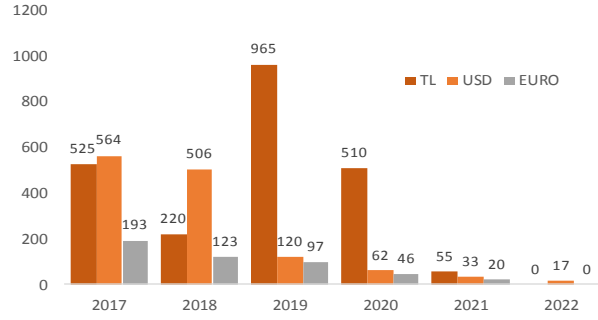


Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Şirket'in finansal borçlarının %24'ü kısa vadeli olup, geriye kalan %76'sı ise uzun vadeli. Ayrıca Şirket'in toplam borçlarının %52'si sabit oranla, %48'i ise değişken oranlıdır. Bu da faiz oranlarındaki değişime yüksek oranda duyarlılığa işaret etmektedir.

12 Haziran 2018 Salı

Grafik 52 - Banka Kredilerinin Kalan Bakiyesi Projeksiyonu, 2017, mın TL



Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Şirket projeksiyonlarına göre, Şirket'in 2019 yılında banka kredilerinin önemli bir kısmının TL ağırlık olacağı ve 2022'ye kadar ise banka borçlarının önemli bir kısmının sonlanacağı öngörülmektedir.

Değerleme

- **Hedef piyasa değerimiz 3,4 mır TL** - Risksiz Faiz Oranı'nı %13,0, Risk Primi'ni %5,5 ve Beta'yı 0,9 kabul ederek Torunlar GYO için 3,4 mır TL hedef piyasa değeri hesaplıyoruz. Bu ise 3,39 TL hisse başına hedef piyasa değerine denk gelmektedir. Son kapanış itibarıyla 2,67 TL hisse başı değere göre şirket hisseleri %27,0 iskontolu işlem görmektedir. Torunlar GYO için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede ise "AL" önerisi veriyoruz.

Tablo 19 - Torunlar GYO - Parçaların Toplamı, mın TL

	Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri	Ağırlık
Arsalar ve Araziler		177	3%
Istanbul Eyüp Arsası (5.720,90 m²)	Ekspertiz %20 iskonto	177	
Istanbul, Başakşehir, Kayabaşı Arsası (60.833,20 m²)			
Antalya Kepez Arsalar - Antalya			
Mall of İstanbul Projesi 3. Faz (12.131,79 m2)			
Binalar		5.579	80%
Zafer Plaza AVM - Bursa (%72,26 hisse)	İNA	194	
Korupark AVM - Bursa	İNA	822	
Torium AVM - İstanbul	İNA	279	
Mall of İstanbul AVM - İstanbul	İNA	1.337	
Torun Tower (Ofis Binası) - İstanbul	İNA	685	
Mall of Antalya, Antalya	İNA	181	
Deepo Outlet, Antalya	İNA	213	
Torun Center, İstanbul	İNA	1.221	
5. Levent, İstanbul	İNA	505	
Diğer	Ekspertiz %20 iskonto	143	
Projeler		934	13%
Mall of İstanbul Projesi 2.Faz - Rezidans+Otel	İNA	231	
Paşabahçe Projesi	İNA	704	
Toplam Gayrimenkuller		6.690	4%
İştirak Portföyü		293	
Yeni Gimat GYO (%14,83 hisse)	Piyasa Değeri	207	
Netsel Marina - (%44,60 hisse) - Marmaris	Defter Değeri @ 1x	39	
Bulvar Samsun AVM - (%40 hisse) - Samsun	Defter Değeri @ 1x	48	100%
Toplam Portföy Değeri		6.983	
Net Borç		-3.124	
Faaliyet Giderlerinin Şimdiki Değeri		-469	
Özsermaye Değeri		3.390	
Ödenmiş Sermaye		1.000	
Hedef Fiyat		3,39	
Kapanış		2,67	
Yükselme Potansiyeli		27,0%	

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji

12 Haziran 2018 Salı

- **6,53 milyar TL net aktif değeri** - 2017 yılsonu ekspertiz raporları ve 2018 yılı ilk çeyrek solo mali tabloları baz alarak yapığımız çalışmaya göre, Torunlar GYO'nun net aktif değerini 6,53 mlr TL olarak hesaplıyoruz. Torunlar GYO hem net aktif değeri hem de portföy değeri açısından BIST'te işlem gören büyük ölçekli GYO'lar arasında yer almaktadır.

Tablo 20 - Net Aktif Değerlemesi, mn TL

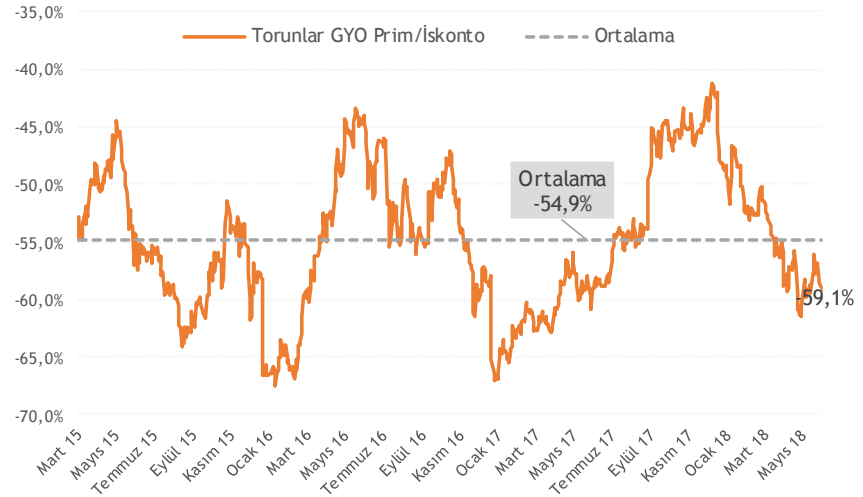
	1Ç18	Ağırlık
Arsa ve Araziler	221	2,2%
<i>Istanbul, Başakşehir, Kayabaşı Arsası (60.833 m2)</i>	53	0,5%
<i>Istanbul Eyüp Arsası (5.720,9 m2)</i>	22	0,2%
<i>Antalya Kepez Arsalar</i>	78	0,8%
<i>Mall of Istanbul Projesi 3. Faz (12.131,79 m2)</i>	68	0,7%
Binalar	8.236	81,1%
<i>Zafer Plaza Shopping AVM. Bursa/Osmangazi (72.26% hisse)</i>	292	2,9%
<i>Korupark AVM. Bursa/Emek</i>	1.293	12,7%
<i>Torium AVM</i>	465	4,6%
<i>Deepo Antalya AVM</i>	300	3,0%
<i>Mall of Antalya</i>	278	2,7%
<i>Korupark 1. and 2. Etap, İşyerleri+Depolar</i>	21	0,2%
<i>Istanbul/Beyoğlu - Kemankeş Boutique Hotel Binası</i>	58	0,6%
<i>Nışlstanbul 8 işyeri</i>	15	0,2%
<i>Korupark Konutları (15 daire+1 otopark+1 trafo)</i>	13	0,1%
<i>Torium konutları 2 daire</i>	1	0,0%
<i>Mall of Istanbul AVM İstanbul, Başakşehir</i>	1.860	18,3%
<i>Mall of Istanbul - 49 ofis+6 daire+3 yatay ofis+11 trafo</i>	70	0,7%
<i>Torun Tower Projesi (ofis)</i>	1.532	15,1%
<i>Torun Center Projesi (satılabilir konut)</i>	1.017	10,0%
<i>Torun Center Projesi (kiralabilir ofis+ticari)</i>	1.022	10,1%
Gayrimenkul Projeleri	1.011	10,0%
<i>Mall of Istanbul projesi 2.Faz İstanbul, Başakşehir</i>	256	2,5%
<i>İstanbul Paşabahçe Projesi</i>	755	7,4%
Gayrimenkuller	9.468	93,2%
İştirakler	344	3,4%
<i>Ankamall and Crown Plaza - Yeni Gimat GYO (%14.83)</i>	258	
<i>Netsel Marina(% 44,60 hisse)</i>	39	
<i>Bulvar Samsun Shopping Mall (% 40 hisse)</i>	48	
Para ve Sermaye Piyasası Araçları	342	3,4%
Toplam Portföy Değeri	10.154	100,0%
<i>Diğer Aktifler</i>	722	
<i>Borçlar</i>	4.349	
Net Aktif Değer	6.527	
Pay Sayısı	1.000	
Paybaşı Net Aktif Değeri	6,53	
<i>Son Hisse Fiyatı</i>	2,67	
Prim/İskonto Durumu	-59,1%	
Sektör Ortalama İskono Oranı	-58,1%	

Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

- 10,1 mlr TL büyüklüğündeki toplam portföyünün %81'ini binalar, %10'unu gayrimenkul projeleri ve %2,2'sini ise arsalar oluşturmaktadır.
- Ancak Şirket'in Kiptaş ile geliştirdiği **5. Levent** projesi tapu siciline şerh edilmemesi nedeniyle NAD tablosunda yer almamaktadır. Projenin büyüklüğü 669 mn TL değerindedir.

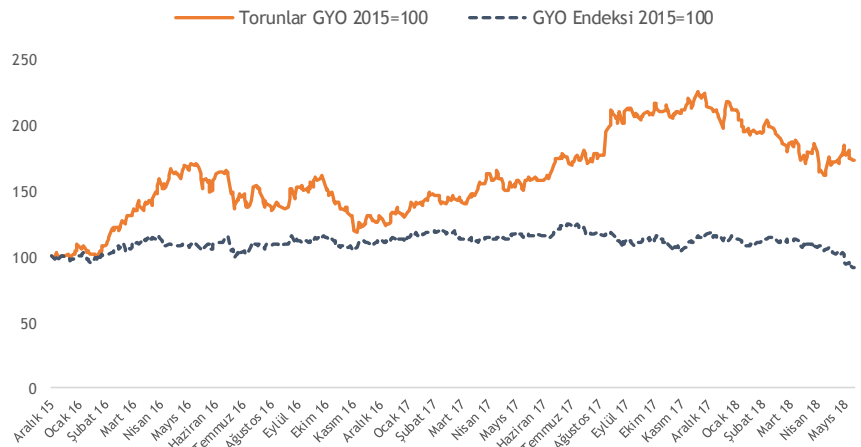
12 Haziran 2018 Salı

- Şirket'in düzenli olarak kira geliri elde ettiği bina portföyünde bulunan en önemli gayrimenkulleri ise **Mall of İstanbul, Korupark, Zafer Plaza, Torun Tower ve Torun Center**'dir. Önümüzdeki dönemlerde Şirket'in otel ve yurt yatırımlarını tamamlaması ile birlikte portföyünü çeşitlendirerek buralardan da gelir üretmeye başlamasını öngörüyoruz.
- Şirket portföyünde iki önemli proje bulunmaktadır; **Paşabahçe ve Mall of İstanbul 2.faz**. Projeler arasında 755 m TL ekspertiz değeri ile en büyük paya sahip Paşabahçe projesine 2018 yılından itibaren başlanması planlanmaktadır.

Grafik 53 - Torunlar GYO Prim/İskonto Durumu (%)

Kaynak: Torunlar GYO, VKY Araştırma & Strateji

- Torunlar GYO'nun 2014 yılından bu yana net aktif değerine göre **ortalama %55 iskonto** ile işlem görmektedir, 2018 ilk çeyrek itibarıyla bu oran **%59,1** düzeyindedir.

Grafik 54 - Fiyat Performansı

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma & Strateji

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik öneri" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan özkaynak getiri beklentisi dikkate alınarak ve nakit temettü getirisi dahil hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlanması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri verilmektedir.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme kullanıyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir. Bu durumda yeni güncel rapor yayınlanıncaya kadar öneri Revize Ediliyor (RE) olarak belirtilir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır. Nakit temettü ödemesi ve sermaye artırımları nedeniyle hedef fiyatlarında uyarlamalar ise rapor yayınlamaksızın gerçekleştirilir.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüz kısa vadeli öneriler ile vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder. Hedef değer ve öneri ile ilgili 180 takvim günü içerisinde herhangi bir revize rapor yayınlanmamış hisse senetleri de bu kapsama girmiş sayılır.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.
- **Kısıtlı (K)** - Yasal, düzenleyici kuruluş veya sözleşmelerden doğan yükümlülükler nedeniyle ilgili şirket hisseleri için herhangi bir hedef değer ve öneri verilmesinin kısıtlanmış olduğunu ifade eder.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması beklentilerini ifade eder.

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için **AĞIRLIĞI ARTIR** şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam

Mehtap İLBİ

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Enerji, Telekomünikasyon, Havacılık,
Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Serap KAYA

SERAP.KAYA@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Otomotiv, Beyaz Eşya, Demir Çelik,
Perakende, Gıda-İçecek

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

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 dayanılarak 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 ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.