

İş GYO

AL

Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 33%

İş GYO için hedef fiyatımızı hisse başına 27,20 TL'den 35,62 TL'ye yükseltirken, güncellenen hedef fiyatımızın mevcut piyasa fiyatına göre sunduğu %33 yükseliş potansiyelini ve şirketin temel görünümünü dikkate alarak "AL" tavsiyemizi yineliyoruz.

Şirketin devam eden konut projeleri önümüzdeki dönemde gelir katkısı sunarken, kira verimini artırmaya yönelik gerçekleştirdiği varlık dönüşümünün ardından yüksek dolulukla faaliyet gösteren ofis ve alışveriş merkezi portföyünün istikrarlı nakit akışı sağlamaya devam etmesini bekliyoruz. İş GYO'nun 2Ç26 itibarıyla 1.873mn TL net nakit pozisyonuna sahip olması da devam eden projelerin finansmanı ve yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi açısından önemli bir esneklik sağlamaktadır. Şirket güncel net aktif değerine göre %56 iskonto ile işlem görmektedir olup, 5 yıllık tarihsel iskontosu ise %48 seviyesindedir.

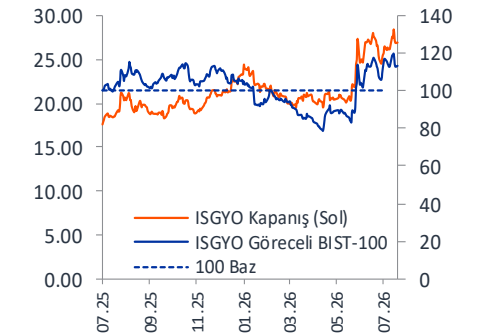
Kira gelirleri istikrarlı görünümünü koruyor. İş GYO'nun yüksek kaliteli ofis ve alışveriş merkezi portföyü, konut satışlarının teslimat takvimine bağlı olarak dönemsel dalgalandığı bir yapıda şirketin nakit akışı görünürlüğünü destekleyen temel unsur olmaya devam etmektedir. Şirket, kira verimini artırmak amacıyla portföyünde önemli bir dönüşüm gerçekleştirirken, İstanbul Finans Merkezi Ofis Binası ve Ankara İş Kulesi gibi varlıkların satışından elde ettiği kaynakların bir bölümünü finansal borçların azaltılmasında kullanırken aynı zamanda daha yüksek kira getirisi sunan gayrimenkulleri portföye eklemiştir. İş Kuleleri Kompleksi, Tuzla Teknoloji ve Operasyon Merkezi (TUTOM) ve Kanyon AVM gibi güçlü kiracı profiline ve yüksek doluluk oranlarına sahip varlıklar kira gelirlerinin dayanıklılığını desteklemektedir. Nitekim kira gelirleri 1Y26'da reel bazda %4 artışla 1.074mn TL'ye ulaşırken, 2Ç26'da da yıllık bazda %2 büyümeyle 541mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	26.88
12 Aylık Hedef Fiyat*	27.20
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	29.72
Piyasa Değeri (mn)	25,771
Halka Açık PD (mn)	10,033
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	88.7
Hisse sayısı (Adet mn)	959
Takas Saklama Oranı (%)	39
Yabancı Oranı (%)	8

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-2.5	28.6	43.2
ABD \$	-4.2	15.2	22.0
BIST-100 Relatif	-3.6	2.4	10.2

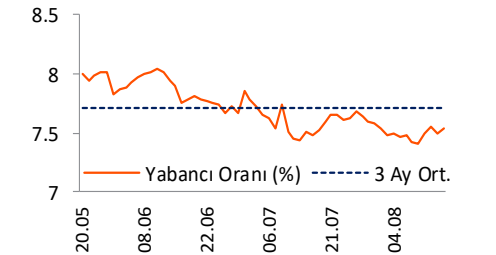
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	45.1	27.2	16.7
PD/DD	0.4	0.4	0.4
FD/FAVÖK	22.3	18.5	15.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	20.12	28.36
---------------------------	-------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	7.54
-------------------	----------	------



Buğra Tanes

btanes@isyatirim.com.tr

+90 212 350 27 12

İŞ GYO

Gelir Tablosu (milyon ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Nakit Akım (milyon ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	5,242	4,049	3,665	4,447	5,345	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	-1,280	1,199	-2,934	2,190	2,613
Brüt Kar (Zarar)	1,779	2,120	2,140	2,392	2,709	Düzeltilme Öncesi Kar	1,155	-1,241	612	1,015	1,655
Operasyonel Giderler	408	570	907	899	892	Amortisman & İtfai Payları	27	37	37	37	37
Esas Faaliyet Karı	1,372	1,549	1,233	1,493	1,817	İşletme Sermayesindeki Değ.	941	-1,690	-3,856	867	653
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	6,251	-791	-745	-764	-220	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	799	444	261	259	257
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	10	765	684	688	677	Yatırım Faal. Kay. Nakit	3,740	11,763	5,986	3,420	2,216
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	31	41	40	40	Sabit Sermaye Yatırımları	-1,408	-4,628	-557	-263	-29
Net Finansman Gelir (Gideri)	-3,219	-773	-339	-7	50	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	4,413	781	874	1,451	2,364	Serbest Nakit Akım	3530	5,963	3013	5,348	4,799
Vergi Giderleri (Gelirleri)	3,258	2,022	262	435	709	Finansman Faal. Kay. Nakit	-4,285	-6,267	-1,861	-1,290	-1,188
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Finansal Borçlardaki Değişim	-877	-4,348	288	610	355
Net Kar	1,155	-1,241	612	1,015	1,655	Temettü Ödemeleri	0	0	92	557	672
Düzeltilmiş Net Kar	1,155	-1,241	612	1,015	1,655	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-3542	25,117	4796	5,817	4,068
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-1,886	-473	971	1,058	1,108	Net Nakit Değişimi	-745	-302	710	-259	-385
FAVÖK	1,399	1,587	1,270	1,530	1,853						
Bilanço (milyon ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	3,995	4,606	10,319	7,975	6,066	Büyümler					
Nakit ve Nakit Benzerleri	440	308	948	515	31	Net Satışlar	-	-22.8%	-9.5%	21.3%	20.2%
Ticari Alacaklar	108	128	407	494	594	Faaliyet Karı	-	13%	-20%	21%	22%
Stoklar	3,023	3,279	7,597	5,582	4,068	FAVÖK	-	13%	-20%	20%	21%
Diğer Dönen Varlıklar	423	891	1,367	1,385	1,374	Net Kar	-	n.m	n.m	66%	63%
Duran Varlıklar	57,721	70,751	65,828	66,412	66,938	Operasyonel Performans					
Maddi Duran Varlıklar	48,122	57,711	58,820	59,771	60,723	Brüt Marj	33.9%	52.4%	58.4%	53.8%	50.7%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	-	-	-	-	- Faaliyet Karı Marjı	26.2%	38.3%	33.6%	33.6%	34.0%
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	9,514	12,967	6,934	6,567	6,143	FAVÖK Marjı	26.7%	39.2%	34.7%	34.4%	34.7%
Toplam Varlıklar	61,716	75,358	76,147	74,387	73,004	Efektif Vergi Oranı	-95.6%	-335.2%	30.0%	24.5%	19.8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,391	2,787	4,525	4,560	4,521	Net Kar Marjı	22.0%	-30.6%	16.7%	22.8%	31.0%
Finansal Borçlar	5,231	1,310	1,113	1,090	1,059	Özkaynak Karlılığı	-	a.d	0.9%	1.6%	2.5%
Ticari Borçlar	186	162	206	250	300	Aktif Karlılığı	-	a.d	0.8%	1.3%	2.2%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	974	1,315	3,207	3,220	3,162	Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	-0.8%	1.5%	1.7%	1.7%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,678	7,498	6,557	5,008	3,343	Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	-24.4%	29.6%	-80.0%	49.3%	48.9%
Finansal Borçlar	314	0	186	581	648	Serbest Nakit Akışı / Satışlar	67.4%	-	82.2%	-	89.8%
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	Rasyo Analizi					
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,364	7,498	6,371	4,427	2,694	Düzeltilmiş F / K (x)	23.9	a.d	a.d	27.2	16.7
Özkaynaklar	50,646	65,072	65,064	64,820	65,140	FD / FAVÖK (x)	20.2	17.8	22.3	18.5	15.3
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	50,646	65,072	65,064	64,820	65,140	FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	-	-
Ödenmiş Sermaye	959	959	959	959	959	FD / Satışlar (x)	5.4	7.0	7.7	6.4	5.3
Rezerv ve Diğer Kalemler	48,249	65,072	63,494	63,021	62,851	PD / Defter Değeri (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Dönem Net Karı (Zararı)	1,155	-1,241	612	1,015	1,655	Nakit Akışı / PD	12.8%	21.6%	10.9%	19.4%	17.4%
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Hisse Başına Kazanç (₺)	1.20	n.m	0.64	1.06	1.73
Toplam Kaynaklar	61,716	75,358	76,147	74,387	73,004	Hisse Başına Temettü (₺)	n.m	0.11	0.64	0.95	1.43
						Temettü Verimi	0.0%	0.544%	2.514%	2.828%	3.6%
						Net Borç (Nakit) (milyon ₺)	2,632	-1,793	-2,471	-1,686	-1,121
						Net Borç / FAVÖK (x)	1.88	a.d	a.d	a.d	a.d
						Net Borç / Özsermaye (x)	0.05	a.d	a.d	a.d	a.d
						Kaynak: İş Yatırım					

Not: Rasyolar dolar bazında hesaplanmıştır.

Not: Tahminler ve açıklanan geçmiş finansal sonuçlar, 2026 yıl sonu itibarıyla TL'nin satın alma gücüne göre düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesine tabii şirketler finansal sonuçlarını, ilgili dönem sonundaki satın alma gücüne göre endekslenmiş halini paylaşmaktadır. Finansal sonuçlar, enflasyon tahminlerimizi baz alarak oluşturduğumuz aşağıdaki katsayılar kullanılarak ilgili yıl sonunun satın alma gücüne göre endekslenir.

2026: 1,295

2027: 1,586

2028: 1,958



Konut satış gelirlerindeki dönemsel dalgalanmalara karşın, portföye son dönemde eklenen İzmir Hizmet Binası, İçerenköy Binaları, Parmakkapı ve Galata'da merkezi bir konumda yer alan Kuledibi binası gibi varlıkların kira katkısı ve devam eden kira artışlarının etkisiyle kira gelirlerinin şirketin operasyonel görünümünün temel destekleyicilerinden biri olmayı sürdürmesini bekliyoruz.

Devam eden konut projeleri gelir görünümünü destekliyor. İş GYO'nun devam eden konut projelerinin önümüzdeki dönemde şirketin gelir görünümüne katkı sağlamasını, faiz oranlarındaki olası normalleşme ve konut talebindeki toparlanmanın ise satış hızını desteklemesini bekliyoruz. Şirketin devam eden projelerinden Litus İstanbul'da güncel olarak 65 ünitenin teslimi tamamlanırken, kalan 33 ünitenin satış süreci devam etmektedir. Kasaba Modern'in ilk etabında teslimler başlamış olup, ikinci etapta ise inşaat faaliyetleri sürmektedir. Şirketin %40 hasılat payına sahip olduğu Avrupa Residence Şişli-2 Projesinde satışlar devam ederken, projede İş GYO'nun en az 65mn dolar gelir kaydetmesi öngörülmektedir. İş GYO'nun %35 hasılat payına sahip olduğu Tuzla Konut Projesi'nde ise Akgün Grubu ve Misek İnşaat ile arsa payı karşılığı hasılat paylaşımı sözleşmesi imzalanmış olup, ruhsat sürecinin tamamlanmasının ardından satış ve inşaat faaliyetlerinin başlaması beklenmektedir. Ek olarak şirket turizm, lojistik merkezi ve hastane gibi yatırımlarla sektörel çeşitliliğini artırmayı hedeflemektedir. Devam eden projelerin kısa ve orta vadede gelir büyümesine katkı sağlamasını beklemekle birlikte, projelerin farklı teslim ve geliştirme takvimleri nedeniyle katkının dönemler arasında değişkenlik gösterebileceğini düşünüyoruz.

Net nakit pozisyonu finansal esneklik sağlıyor. 2024 ve 2025 yıllarında gerçekleştirilen yatırım amaçlı gayrimenkul satışlarının ardından İş GYO'nun bilanço yapısı belirgin şekilde güçlenmiştir. Şirket, 2Ç26 itibarıyla 1.873mn TL net nakit pozisyonuna sahip olup (2025YS: 1.385mn TL), bu yapı devam eden projelerin finansmanı ve yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi açısından önemli bir esneklik sağlamaktadır.

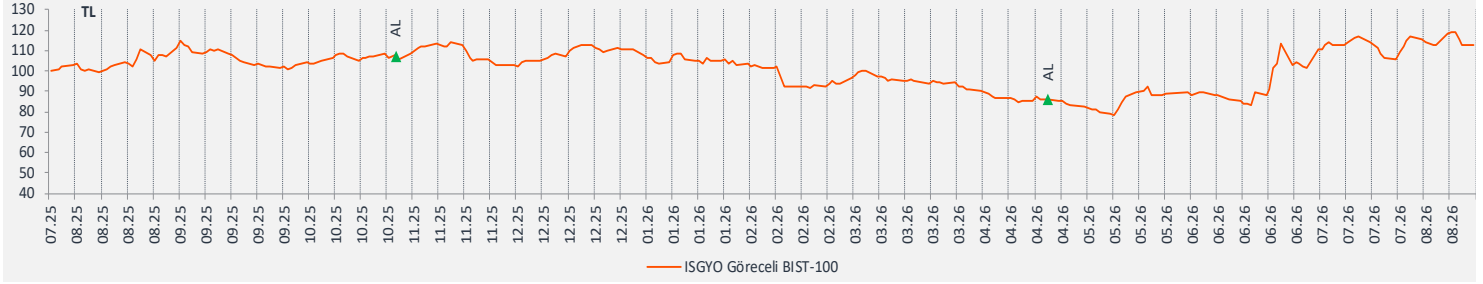
Değerleme: Hedef fiyatımızı belirlerken, gayrimenkul portföyü ve devam eden projelerin gelecekte yaratacağı nakit akımlarını yansıtan İNA bazlı net aktif değer yaklaşımını esas alıyoruz. Değerlememizde portföy genelinde ortalama %25,9 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanırken, yeni GYO vergi düzenlemesini de dikkate alarak 2027 ve takip eden yıllarda şirketin düzenli temettü dağıtımını gerçekleştireceğini varsayarak %10 kurumlar vergisi oranı uyguluyoruz. İNA bazlı ulaştığımız net aktif değere ihtiyatlı bir yaklaşımla %10 NAD iskontosu uygularken, şirket mevcut piyasa fiyatına göre İNA bazlı NAD'ımıza kıyasla %8 iskonto ile işlem görmektedir. Öte yandan, ekspertiz değerleri üzerinden hesaplanan NAD'a göre güncel iskonto %56, beş yıllık tarihsel ortalama iskonto ise %48 seviyesindedir. Güncellenen 35,62 TL hedef fiyatımız mevcut piyasa fiyatına göre %33 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Riskler ve katalizörler: Faiz indirim döngüsünün yeniden başlaması halinde konut talebinde toparlanma ve proje satışlarında hızlanma görülebilir. Kira gelirlerinin beklentilerin üzerinde reel büyümesi de şirket için ek bir yukarı yönlü katalizör oluşturabilir. Buna karşılık, konut talebinin zayıf seyretmesi, proje takvimlerinde olası gecikmeler ve yeni yatırımların beklenen getiriye sağlayamaması temel aşağı yönlü risklerdir.

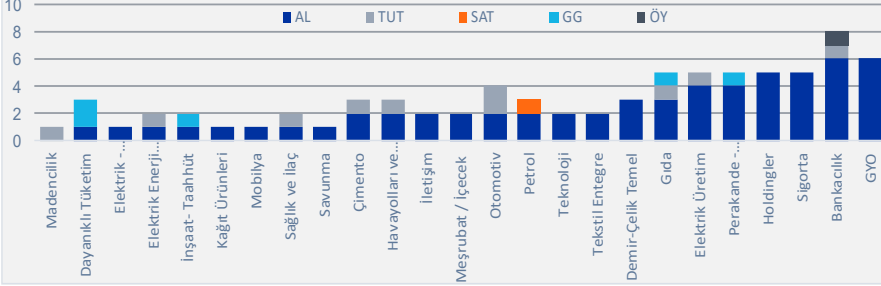
Değerleme Tablosu

Değerleme Methodu		İş GYO'ya Atfedilen Değer
Kira Getirili Gayrimenkuller		25,515
TUTOM	İNA	7,055
İş Kuleleri Kompleksi	İNA	6,998
Maslak Binası	İNA	550
Ofis Lamartine	İNA	249
Kanyon AVM	İNA	7,781
Ege Perla AVM	İNA	254
Marmaris Mallmarine	İNA	103
İstanbul Şubesi	İNA	643
Izmir Hizmet Binası	İNA	732
İçerenköy Binaları	İNA	214
Parmakkapı Binası	İNA	444
Tuzla Meydan Çarşı	İNA	134
Kuledibi Binası	İNA	358
Satıştaki Projeler		3,316
Kasaba Modern	İNA	594
Avrupa Residence Şişli-2	İNA	1,547
Litus Altunizade - Konut	İNA	1,139
Kartal Manzara Adalar - Konut	İNA	36
Geliştirme Aşamasındaki Projeler		2,403
Tuzla Konut Projesi	İNA	2,403
Binalar	Ekspertiz Değeri	-
Arsalar	Ekspertiz Değeri	4,580
Operasyonel Giderler		- 9,992
Toplam Şirket Değeri (mn TL)		25,821
Net Borç-Nakit 2Ç26 itibarıyla		1,873
Hedef NAD		37,940
NAD İskontosu		10%
Hedef Piyasa Değeri		34,146.31
Hedef Fiyat (TL)		35.62
Cari Fiyat		26.88
Artış Potansiyeli		32.5%

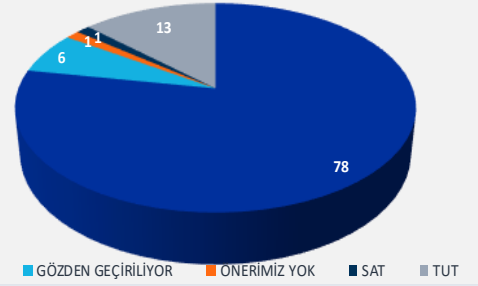
Göreceli Getiri / Öneriler



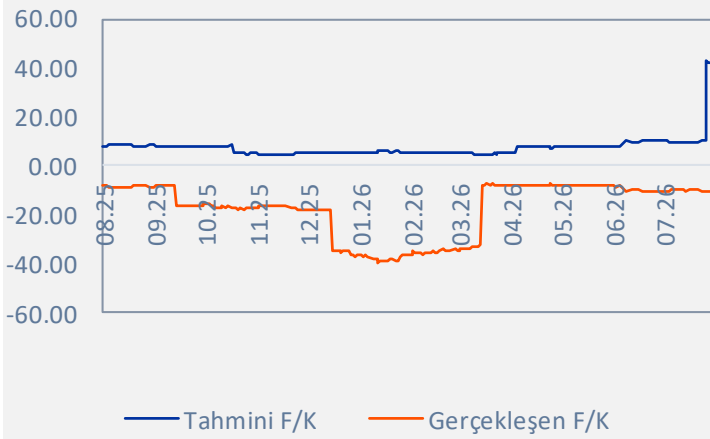
Şirket Sayısı



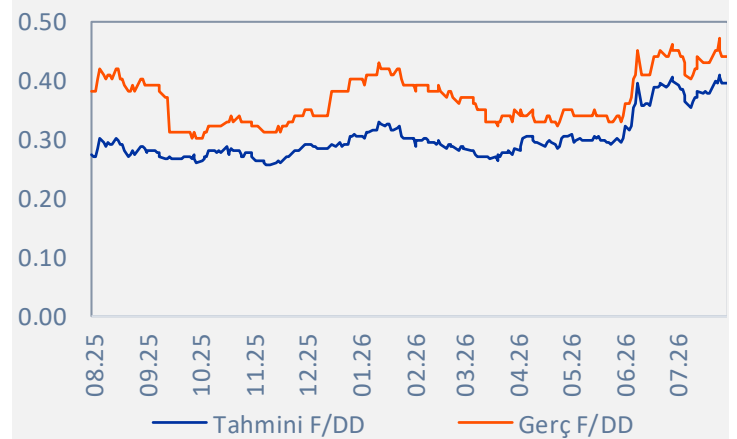
Tahmin Üstesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.