

AL

İzleme Listesine Ekleme

Yüksek getiri sağlayacak değerli projeler

Büyüme için iyi konumlandırılmış ve çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü. Olumlu demografik özellikler, gelir düzeyindeki artış, büyük ölçekli kentsel dönüşüm ve artan yabancı talebi Türk gayrimenkul sektörünün temel büyüme unsurlarını oluşturmaktadır. Özak GYO, değerli ve çeşitlendirilmiş gayrimenkul portföyü ile Türk gayrimenkul sektörünün büyüme potansiyelini yakalamak için oldukça iyi konumlanmış proje geliştiren bir şirket olarak öne çıkmaktadır.

Değer yaratacak önemli projeler. Özak GYO'nun halihazırda 2016 yılında başlaması planlanan ve sırasıyla 2019 ve 2021 yıllarında tamamlanması hedeflenen Emlak GYO ile İstanbul, Kazlıçeşme'de ve Emlak Planlama Proje (EPP) ile İzmir, Alsancak'da iki büyük gelir paylaşımı karma projeleri bulunmaktadır. Konut, ofis, otel, perakende ve ticari ünitelerden oluşan her iki projede de beklenen gelirlerin % 37'si arsa karşılığında Emlak GYO ve EPP ödenecektir. Özak GYO %55 payının bulunduğu Kazlıçeşme, İstanbul projesinde kendi payı için 2.3 milyar TL gelir elde etmeyi hedefliyor. Tümüyle sahip olduğu Alsancak, İzmir projesinden beklenen gelir ise 2.2 milyar TL'dir.

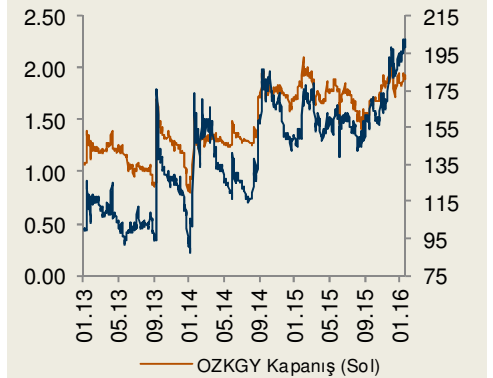
Göreceli düşük likidite. Özak GYO'nun mevcut efektif dolaşım oranı % 10.48 seviyesinde olup, üç aylık ortalama günlük hacmi ise 0.3 milyon dolardır. Özak GYO'nun SPK'nın GYO'lara ilişkin düzenlemelerine paralel olarak 15 Şubat 2012'de %25 oran ile halka açılmış olduğunu hatırlatmak isteriz. Ancak daha sonra ana hissedarlar olan Akbalık ailesi ve Özak Tekstil'in hisse fiyatını dengelemek amacıyla hisse geri alımında bulunması hissenin efektif dolaşım oranının %3.68'e düşmesine neden oldu. 2014 yılının Eylül ayı başlarında ana hissedarlar OZKGY'nin efektif dolaşım oranının %10.62'e yükselmesiyle sonuçlanan kurumsal yatırımcılara hisse satışı gerçekleştirdiler. Şirket en son olarak 28 Eylül 2015'de en fazla 3 milyon nominal hisse için hisse geri alım programı açıkladı. Hisse geri alım programı altında geri alınan OZKGY hisse sayısı bugüne kadar 331 bin adede ulaşmıştır. Ancak, şirketin nihai efektif dolaşım oranı hedefinin %25'e ulaşmak olduğu unutulmamalıdır.

OZKGY hisse takibimizi AL tavsiyesi ile başlatıyoruz. Özak GYO için ulaştığımız 1,158 milyon TL hedef değerimiz oldukça yüksek getiriyeye işaret etmektedir. Kazlıçeşme, İstanbul ve Alsancak, İzmir gelir paylaşım projeleri için toplamda hesapladığımız 640 milyon TL değer şirket hedef değerimizin %55'sini oluşturmaktadır. Her iki proje de iki büyük şehrin değerli lokasyonlarında yer aldığından ve bu nedenle hem yurtiçi hem de yabancı gayrimenkul yatırımcılarının ilgisini çekeceğinden projeler için riskin sınırlı olduğuna inanıyoruz. Bunlara ek olarak her iki projenin zamanında teslimat ve yüksek getiri sağlayan Emlak GYO ve EPP gelir paylaşım projelerinden olması da güven veren diğer unsurlar olarak öne çıkıyor. Mevcut piyasa değerine göre, Özak GYO, takibimizde olan GYO hisselerinin ortalama NAD iskontosu olan %57'ün biraz altında NAD'ine kıyasla %51 iskonto ile işlem görmektedir. Kazlıçeşme ve Alsancak projelerinin teslimatlarının tamamlandığı 2023 yılında şirketin NAD'nin 2,815 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz. Hükümetin GYO sektörüne ilişkin mevcut kurumlar vergisi muafiyetini kaldırma olasılığında hisse başına hedef fiyatımızın 4.63TL'den 3.64 TL'ye gerileyeceğini hesaplıyoruz.

Yükselme Potansiyeli* 139%

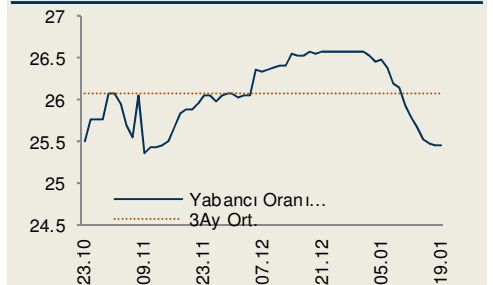
Kodu	OZKGY		
Fiyat Bilgileri	TL	USD	
Kapanış 19 01 2016	1.94	0.64	
12 Aylık Hedef Fiyat TL	4.63	1.43	
12 Aylık Önceki Hedef Fiyat TL	n.a.	n.a.	
Piyasa Değeri (mn)	485	160	
Halka Açık PD (mn)	75	25	
Ortalama İşlem Hacmi (3Ay)	1.0	0.3	
Hisse sayısı (mn)		250	
Takas Saklama Oranı (%)		15.51	
Çarpanlar	2015T	2016T	2017T
F/K	2.7	7.9	7.0
PD/DD	0.4	0.4	0.4
FD/FAVÖK	15.0	14.8	14.1
Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	12 Ay
TL	8	11	6
ABD \$	4	7	-18
BIST-100 Relatif	10	26	31

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (TL) 1.41 2.02

Yabancı Oranı (%)



Esra Suner

esuner@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Özak GYO

Özet Finansallar (TL mn)

Özet Mali Tablolar (TL mn)	2013G*	2014G*	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Gelir Tablosu (TL mn)							
Satış Geliri	93	383	189	183	145	159	1,053
FAVÖK	27	114	55	56	58	64	486
Amortisman Giderleri	9	10	11	12	13	14	15
Faaliyet Karı	18	103	43	44	45	50	471
Diğer Gelir ve Giderler (net)	25	135	208	78	85	103	122
Finansal Giderler	(38)	(16)	(70)	(60)	(60)	(47)	(30)
Azınlık Payları	4	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vergi Öncesi Kar	4	222	181	63	71	106	563
Vergi Yükümlülüğü	(4)	(2)	0	0	0	0	0
Net Kar	(4)	220	180	62	70	105	562
Nakit Akım Tablosu (TL mn)							
Net Kar	(4)	220	180	62	70	105	562
Amortisman Giderleri	9	10	11	12	13	14	15
Değer Düşüş Karşılığı	0	0	0	0	0	0	0
İşletme Sermayesi Değ.	(151)	201	(29)	(180)	(229)	(345)	172
Faaliyetlerden Gelen Nakit Akımı	(147)	432	163	(107)	(147)	(226)	749
Sabit Sermaye Yatırımları	15	17	58	6	6	8	8
Serbest Nakit Akımı	(161)	415	105	(113)	(153)	(234)	740
Bedelli Serm.Art.	0	0	0	0	0	0	0
Odenen Temettü	2	0	0	0	0	0	31
Diğer Nakit Akımı	53	(528)	(165)	74	322	542	(344)
Net Nakit Poz. Değişim	(110)	(114)	(60)	(39)	170	308	365
Net Nakit Pozisyonu	(178)	(292)	(352)	(391)	(221)	87	452
Bilanço (TL mn)							
Maddi Duran Varlıklar	311	327	373	367	360	353	347
Diğer Uzun Dönem Varlıklar	87	258	233	220	190	145	100
Maddi Olmayan Varlıklar	10	0	1	1	1	1	1
Şerefiye	0	0	0	0	0	0	0
Real Estate Investments	457	680	877	952	1,030	1,112	1,197
Stoklar	221	70	77	258	489	836	666
Ticari Alacaklar	24	6	7	7	8	9	9
Nakit & Nakit Benzerleri	125	149	49	47	158	366	581
Diğer Dönen Varlıklar	42	34	15	5	2	1	0
Toplam Varlıklar	1,278	1,523	1,633	1,859	2,239	2,824	2,903
Uzun Vadeli Borçlar	153	172	278	308	280	180	80
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	118	126	71	194	557	1,132	824
Kısa Vadeli Borçlar	150	268	124	130	100	100	50
Ticari Borçlar	14	46	24	26	29	31	33
Toplam Borç	303	441	401	438	380	280	130
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	175	94	35	38	41	45	48
Toplam Yükümlülükler	611	706	532	696	1,007	1,487	1,035
Azınlık Payları	134	1	0	0	0	0	0
Toplam Özsermaye	533	816	1,101	1,163	1,232	1,337	1,868
Odenmiş Sermaye	157	157	250	250	250	250	250
Toplam Yükümlülükler ve Özser	1,278	1,523	1,633	1,859	2,239	2,824	2,903
Rasyolar							
Özsermaye Karlılığı	-0.8	32.7	18.8	5.4	5.8	8.1	35.1
Yatırım Karlılığı	2.8	13.2	5.4	4.7	3.9	3.4	31.3
Yatırım Sermayesi	639	615	666	828	1,020	1,313	1,090
Net Borç/FAVOK	6.7	2.6	6.4	7.0	3.8	-1.4	-0.9
Net Borç/Sermaye	33.4	35.8	32.0	33.6	18.0	-6.5	-24.2
Yatırım Harcamaları/Satışlar	15.7	4.5	30.7	3.3	4.1	4.9	0.8
Yatırım Harcamaları/Amortisman	1.7	1.6	5.1	0.5	0.5	0.5	0.6
FAVOK Marjı	28.6	29.7	28.9	30.4	40.0	40.4	46.1
Faaliyet Karı Marjı	19.3	27.0	22.9	24.0	30.9	31.4	44.7
Net Kar Marjı	-4.6	57.5	95.1	33.7	47.8	65.9	53.3
Değerleme Oranları							
Firma Değeri/Satışlar	3.1x	1.6x	4.3x	4.5x	5.6x	5.2x	0.8x
Firma Değeri/FAVOK	10.7x	5.4x	15.0x	14.8x	14.1x	12.8x	1.7x
Firma Değeri/Yatırım Sermayesi	0.4x	1.0x	1.2x	1.0x	0.8x	0.6x	0.8x
Fiyat/Kazanç	n.a	1.7x	2.7x	7.9x	7.0x	4.6x	0.9x
Serbest Nakit Akım Verimi	-55%	114%	22%	-23%	-31%	-48%	153%
Temettü Verimi	1%	0%	0%	0%	0%	0%	6%

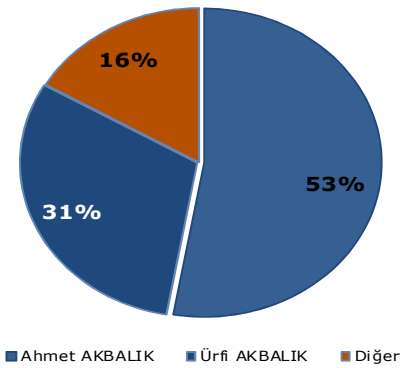
*Yılıçi ortalama PD kullanılmıştır.

Kaynak: Şirket Finansallar ve İş Yatırım

Şirket Faaliyet Konusu

Özal GYO, Türkiye'de gayrimenkul projeleri geliştirilmesi ve yatırımı faaliyetlerinde bulunan bir gayrimenkul yatırım şirkettir.

Ortaklık Yapısı



Değerleme Özeti

ÖZAK GYO'nun kiralanabilir varlıklarını ve projelerini İNA ile arsa ve iştiraklerini ise değerleme raporu sonuçlarını kullanarak değerledikten sonra toplam şirket değerine ulaşmak için "Parçaların Toplamı Yöntemi" methodunu kullanarak OZKGY için 1,158 milyon TL hedef piyasa değerine ulaştık. Şirketin gelir paylaşımı modeli projeleri olan İstanbul-Kazlıçeşme ve İzmir-Alsancak karma projeleri için hesapladığımız toplam değer 640 milyon TL olup, ulaştığımız toplam şirket değerinin %55'sine tekabül etmektedir. Her iki projenin de iki büyük şehirin değerli lokasyonlarında yer almasından ötürü hem yurtiçi hem de yabancı gayrimenkul yatırımcılarından yüksek ilgi göreceğini düşündüğümüzden projelerle ilgili riskin sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Buna ek olarak, bu zamana kadar Emlak GYO ve Emlak Planlama Proje'nin diğer gelir paylaşım modeli konut projelerinin zamanında teslimat ve yüksek getiri geçmişlerinin şirketin bu iki projesine ilişkin sınırlı risk görüşümüzü desteklediğini düşünüyoruz.

Değerleme Özeti

VARLIKLAR - TL mn	Değerleme Yöntemi	Ozak GYO Payı	Makul Değer	Özak GYO'nun payına düşen makul değer
Kiralanın Varlıklar				522
34 Portall, İstanbul - Ofis	İNA	100%	149	149
İş İstanbul, 34 - Ofis	İNA	100%	54	54
Metro Gross Market, İstanbul - Perakende	İNA	100%	49	49
Bulvar 216, İstanbul - AVM	İNA	100%	106	106
Ela Resort Quality Otel	İNA	100%	165	165
Projeler				710
<i>Geliştirilmekte olan projeler</i>				<u>640</u>
Kazlıçeşme Karma Projesi, İstanbul	İNA	55%	898	494
Alsancak Karma Projesi, İzmir	İNA	100%	147	147
<i>Tamamlanan Projeler</i>				<u>69</u>
Hayattepe Rezidans ve Sütleri	İNA	100%	69	69
Arsalar				99
Mahmutbey, İstanbul	Değerleme Raporu - 12A15	100%	30	30
Balmumcu, İstanbul	Değerleme Raporu - 12A15	100%	13	13
Gokturk, İstanbul	Değerleme Raporu - 12A15	100%	56	56
İştirakler				162
Arstate Turizm Pazarlama	Defter Değeri - 9A15	100%	83	83
Aktay Otel İşletmeleri	Defter Değeri - 9A15	95%	83	79
Toplam Şirket Değeri				1,493
9A15 sonu itibariyle net borç				-336
Hedef Piyasa Değeri				1,158
12 Aylık Hedef Fiyat				4.63
Cari Hisse Fiyatı				1.94
Getiri Potansiyeli				139%

Kaynak: İş Yatırım

Değerleme ile ilgili önemli varsayımlar

- İstanbul Kazlıçeşme Projesi**

Kazlıçeşme projesinde inşaatın Mart 2016 yılında başlamasını ve 2019 yılında tamamlanmasını öngörüyoruz. Kazlıçeşme projesinde Özak GYO'nun %55, Ziylan Gayrimenkul'nun %30 ve Yenigün İnşaat'ın %15 payı bulunmaktadır. Özak GYO'nun Emlak GYO ile 1Ç14 imzaladığı gelir paylaşımı proje sözleşmesinde yer alan şirket projeksiyonlarına paralel olarak kullandığımız 315 bin m2 satış alanı ile metrekare başına 13,370 TL ortalama fiyat tahminlerimizle Kazlıçeşme projesi için toplamda 4.2 milyar TL gelir öngörüyoruz. Sözleşme dahilinde gelirlerin %37'si arsa karşılığında Emlak GYO

Özak GYO

Kazlıçeşme ve Alsancak projeleri için tahminler

	Tür	Başlangıç Tarihi	Tamamlanma Tarihi	Satılabilir Alan m2	Ortalama m2 Fiyatı	Gelir Tahmini TLm n	Tahmini Geliştirme Maliyeti TL m n	Pay	İVO
Kazlıcesme	Karma	1Q16	2Q19	315,000	13,370 ₺	4,212 ₺	1,305 ₺	55%	49%
İzmir, Alsancak	Karma	1H17	4Q21	330,000	6,645 ₺	2,193 ₺	996 ₺	100%	24%

Kaynak: İş Yatırım

ödenektir. Projede %55 paya sahip olan Özak GYO Emlak GYO'ya 130 milyon TL avans ödemesini halihazırda gerçekleştirmiş durumdadır. Konut, ticari birimler, ofis ve otel inşaatını içeren bir karma proje olan Kazlıçeşme Projesinin pazarlama giderlerini de içeren toplam geliştirme maliyetini Özak GYO'nun bütçelemiş olduğu 1.2 milyar TL'nin biraz üzerinde 1.3 milyar TL olarak öngörüyoruz. Mevcut durumda Özak GYO'nun projedeki ticari birimlerin, ofislerin ve otelin satıp satmayacağı henüz belli olmamakla birlikte biz proje için öngörülerimizde tüm birimlerin satılacağını varsaydık. 1Ç16'de başlayacağını öngördüğümüz önsatışların projenin geliştirme maliyetinin finansmanı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Proje önsatış süresinin şirket planlarına paralel 2020 yılında biteceğini öngörüyoruz.

• **İzmir Alsancak Projesi**

Özak GYO'nun İzmir'in şehir merkezinde yer alan en büyük boş parselde sahip olan konut, ofis, alışveriş merkezi, otel ve ticari birimlerden oluşan karma kullanımlı Alsancak projesinde tam sahipliği bulunmaktadır. İzmir Alsancak projesinde şirketten daha muhafazakar kalarak inşaatın 2017 yılında başlayacağını ve 2021 yılında biteceğini varsayıyoruz. Özak GYO İzmir Alsancak projesinde inşaatı 4Ç16'da başlatmayı, 1. fazı 4Ç19'de bitirmeyi, 2. fazı ise 4Ç21'de bitirmeyi planlıyor. Kazlıçeşme'de projesine benzer şekilde, Özak GYO'nun Emlak Planlama Proje ile (EPP) Eylül 2013'de imzaladığı sözleşme dahilinde gelirlerin % 37'si arsa karşılığında Emlak Planlama Proje'ye (EPP) ödenecektir. Özak GYO projeye ilişkin olarak EPP'ye şu ana kadar 83 milyon TL avans ödemesinde bulunmuştur. Sözleşmede yer alan 330 bin m2 satılabilir alan ve m2 başına ortalama 6,645 TL fiyat varsayımları bağlı kalarak, Özak GYO'nun Alsancak projesinden 2.2 milyar TL gelir elde edeceğini hesaplıyoruz. Özak GYO'nun proje önsatışlarına 2017 yılında başlayacağını ve buradan sağlanan nakit akımları ile proje için öngördüğümüz pazarlama giderlerinin de dahil olduğu 996 milyon TL geliştirme maliyetini (Özak GYO tahmini : 985 milyon TL) finanse edeceğini öngörüyoruz.

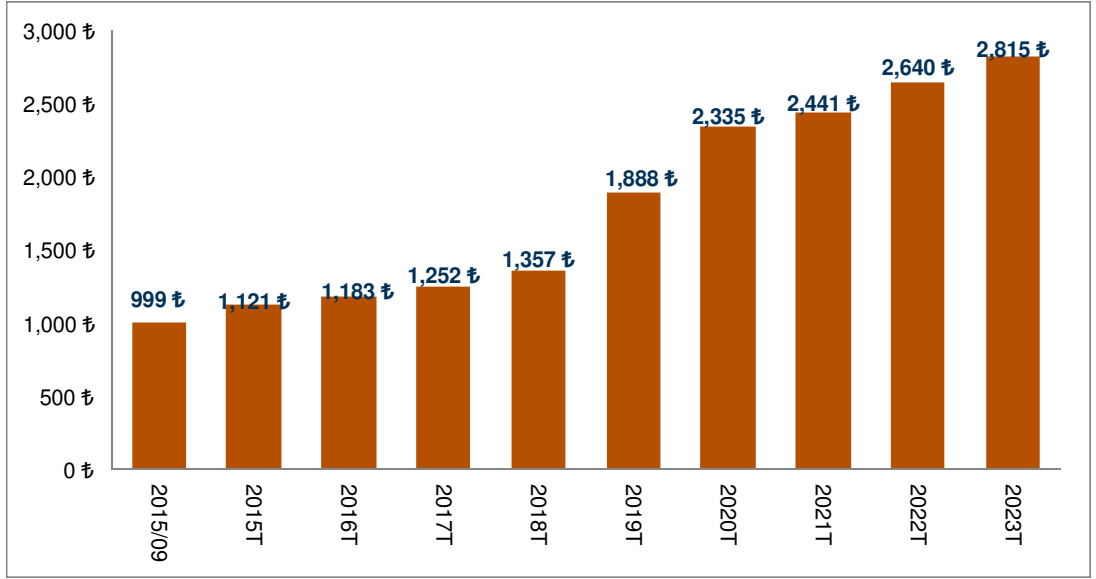
- Modelimizde kiralanabilir varlıklar için yaptığımız TL bazlı İNA modelimizde sonsuz büyüme oranını %5 varsaydık. TL değerlememizde ortalama %9.7 risksiz getiri oranı, %6.5 risk primi ve beta 1 tahminleriyle ortalama %15.7 AOSM kullandık.
- GYO sektöründeki mevcut vergi rejimi değişikliğinin ve ekonomik konjunktürdeki gelişmelere dayalı konut talebindeki olası değişikliklerin değerlememize etkisini görebilmek için aşağıdaki tabloda sonuçları görülen iyi, baz ve kötü senaryo analizleri gerçekleştirdik. Baz senaryomuzda GYO sektörüne kurumlar vergisi muafiyeti sağlayan mevcut vergi rejimi varsayımımızla Özak GYO için hisse başına hedef fiyatımızı 4.63 TL olarak hesaplıyoruz. GYO sektörüne olan kurumlar vergi muafiyetinin kaldırılması durumunda ise baz senaryo hisse başına hedef fiyatımızın 3.64 TL'ye düşeceğini hesaplıyoruz.

Senaryo Analizi

	İyi Senaryo		Baz Senaryo		Kötü Senaryo	
	Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli	Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli	Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli
GYO sektörü ile ilgili mevcut vergi rejimi : Kurumlar vergisi muafiyeti	5.07 ₺	161%	4.63 ₺	139%	3.97 ₺	105%
GYO sektörü potansiyel vergi rejimi değişikliği: Kurumlar vergi muafiyetinin kaldırılması	4.00 ₺	106%	3.64 ₺	88%	3.12 ₺	61%

Kaynak: İş Yatırım

Özak GYO NAD Gelişimi



Kaynak: İş Yatırım

İstanbul-Kazlıçeşme ve İzmir-Alsancak projeleri Özak GYO NAD'ini gelecekte önemli ölçüde arttırıyor

Mevcut piyasa değerine göre, Özak GYO, takibimizde olan GYO hisselerinin ortalama NAD iskontosu olan %57'ün biraz altında NAD'ine kıyasla %51 iskonto ile işlem görmektedir. Kazlıçeşme ve Alsancak projelerinin teslimatlarının tamamlandığı 2023 yılında şirketin NAD'nin 2,815 milyon TL'ye ulaşacağını öngörüyoruz.

Takibimizdeki GYO hisseleri için NAD tablosu

(TLmn)	Kapanış	Piyasa Değeri	Net Aktif Değer	İskonto/ Prim	İskonto/ Prim Tar. Ort.	PD/Sektör Toplam PD	Halka Açık Kısım Piyasa Değeri (mn TL)	Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)
EKGYO	2.55	9,690	17,267	-44%	-18%	5403%	4,893	37.26
TRGYO	3.29	1,645	3,531	-53%	-50%	386%	349	0.51
ISGYO	1.69	1,261	2,441	-48%	-52%	685%	620	2.04
SNGYO	0.6	360	1,775	-80%	-71%	149%	135	0.44
HLGYO	1.01	750	1,425	-47%	-39%	174%	158	0.95
OZKGY	1.94	485	999	-51%	-50%	83%	75	0.34
RYGYO	0.5	123	511	-76%	-72%	52%	47	0.05
Median				-51%	-50%			
Ortalama				-57%	-50%			

Kaynak: Şirketler ve İş Yatırım

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.