

ENKA İNŞAAT

İnşaat segmenti marj beklentimizi aşağıya çektik...

Enka İnşaat, 2Ç26'da 15,0 milyar TL net kar (+%28 y/y) açıklarken piyasa beklentisi 10,7 milyar TL, bizim tahminimiz ise 16,0 milyar TL idi. FAVÖK, 7,2 milyar TL (-%21 y/y) olarak gerçekleşirken piyasa beklentisinin (9,6 milyar TL) ve bizim tahminimizin (11,3 milyar TL) altında kaldı. Enerji segmentinde efektif vergi oranının düşmesi, net kârın beklentimize paralel gerçekleşmesini sağladı. Net nakit pozisyonu çeyreklik bazda %1 artarak 2Ç26 sonunda 5,3 milyar dolara yükseldi.

Taahhüt segmenti FAVÖK'ü 2Ç26'da 23 milyon dolar ile 149 milyon dolar olan tahminimizin oldukça altında gerçekleşirken, yıllık %83 geriledi ve FAVÖK marjı %3,6'ya düştü. Segmentteki sert daralma, artan girdi fiyatları ve jeopolitik gelişmelere paralel olarak sözleşmelerin öngörülen marjlarında yapılan aşağı yönlü revizyonlardan kaynaklandı. Marj revizyonlarının bu çeyrekte önemli ölçüde tek seferlik negatif etkisi olurken önümüzdeki dönemde marjlarda sınırlı bir gerileme olsa da bu ölçüde sert bir düşüş beklemiyoruz. Enka'nın bakiye siparişleri 8,39 milyar dolar olurken çeyreklik bazda %4 azalıp, yıllık bazda %6 arttı. Irak, ABD ve İngiltere sırasıyla %22, %16 ve %14 pay ile bakiye siparişlerde en yüksek paya sahip bölgeler oldu. **Gayrimenkul** işinden elde edilen FAVÖK, 2Ç26'da 74 milyon dolar ile beklentilerimize paralel gerçekleşirken, daha güçlü RUB ve İngiltere'deki gayrimenkul operasyonlarının eklenmesinin etkisiyle yıllık bazda %27 arttı. Kapasite artışının desteğiyle **enerji segmenti**, spot piyasadaki daha düşük fiyatlara rağmen 2Ç26'da 45 milyon dolar FAVÖK kaydederek 2 milyon dolar olan tahminimizi aştı. **Ticaret segmenti** FAVÖK'ü ise 17 milyon dolar ile 21 milyon dolar olan beklentimizin altında kalırken, yıllık bazda %14 geriledi ve FAVÖK marjı 1,8 puan düştü.

Yatırım gelirleri: Enka, hisse senedi yatırımlarındaki değer artışları ve alım-satım gelirlerine paralel olarak yatırım faaliyetlerinden 10,0 milyar TL kâr kaydetti. Enka'nın finansal yatırım portföyü 2Ç26 sonunda 4,5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Yabancı devlet tahvilleri ve hisse senetleri yatırım portföyünün sırasıyla %45 ve %29'unu oluştururken, özel sektör tahvilleri ve yatırım fonlarının payları sırasıyla %15 ve %9 seviyesinde gerçekleşti.

"Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz... Yeni makro varsayımlarımızla beraber taahhüt faaliyetine ilişkin tahminlerimizi aşağı yönlü revize ederek hedef fiyatımızı %3 düşürdük. Hissenin son üç ayda BIST100'ün %13 altında performans göstermiş olması nedeniyle, zayıf 2Ç sonuçlarına piyasa tepkisinin aşırı olduğunu düşünüyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	48,916	34,497	42%	35,830	37%	43,826	48,531	12%
FAVÖK	7,205	9,086	-21%	8,057	-11%	9,565	11,286	-25%
FAVÖK Marjı	14.7%	26.3%	1161 bps	22.5%	-776 bps	21.8%	23.3%	-710 bps
Net Kar	15,033	11,703	28%	3,414	340%	10,654	15,977	41%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ENKAI T1
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	126.00
Güncel Fiyat, TL	80.15
Getiri Potansiyeli	57%
Halka Açıklık Oranı	12%
Piyasa Değeri, mn TL	480,900
Firma Değeri, mn TL	238,093

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	156,507	224,999	291,063	412,600
FAVÖK, mn TL	33,944	39,744	57,307	76,915
Net Kâr, mn TL	36,183	44,357	55,391	71,649

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-238,373	-327,022	-420,035	-570,354
Net Borç/FAVÖK	-7.0	-8.2	-7.3	-7.4

Kârlılık

FAVÖK Marjı	21.7%	17.7%	19.7%	18.6%
Net Marj	23.1%	19.7%	19.0%	17.4%
Temettü Verimi	4.8%	5.1%	5.7%	7.0%

Büyüme

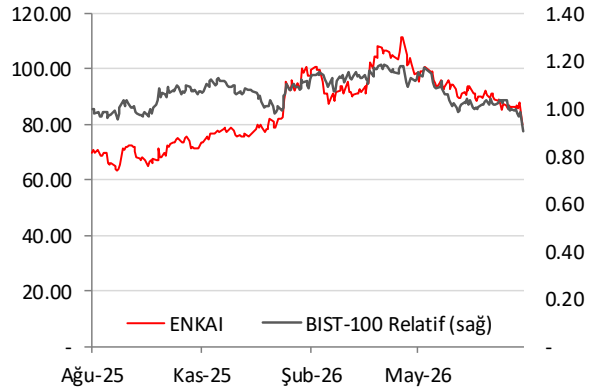
Ciro, y/y	55.7%	43.8%	29.4%	41.8%
FAVÖK, y/y	48.1%	17.1%	44.2%	34.2%
Net Kâr, y/y	46.5%	22.6%	24.9%	29.4%

Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
------------------	------	-------	-------	-------

F/K	10.9	10.8	8.7	6.7
FD/FAVÖK	4.7	4.0	1.2	n.m.
FD/Ciro	1.0	0.7	0.2	n.m.

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
----------------	----	----	-----	-----

Nominal Getiri	-11.6%	-21.2%	14.4%	5.1%
BIST-100 Relatif	-12.6%	-19.9%	-12.0%	-16.3%
AOİH, mn TL	1,112	1,085	1,040	1,099



Şirketin daha temkinli yaklaşımına paralel olarak taahhüt segmenti FAVÖK marjı tahminlerimizi aşağı yönlü revize ettik. Daha önce belirttiğimiz üzere, 2Ç26'daki sert marj düşüşü, "tamamlanma yüzdesi yöntemi" kapsamında muhasebeleştirilen sözleşmelerin öngörülen marjlarının aşağı yönlü revize edilmesinden kaynaklandı. Aşağı yönlü revizyon daha önce kaydedilmiş gelirleri de etkilediği için, bu dönemde marj daralması oldukça sert gerçekleşti ve FAVÖK marjı 2Ç25'teki %20,6 seviyesinden 2Ç26'da %3,6'ya geriledi. Taahhüt segmentinde FAVÖK marjının 2026'da %13,5 (önceki: %17,5), 2027'de ise %16,0 (önceki: %17,0) olmasını bekliyoruz. Ayrıca segmentin gelir tahminlerini de aşağı yönlü revize ettik.

Buna paralel olarak 2026-2027 dönemi konsolide FAVÖK tahminlerimizi %13-15 aşağı çektik. Diğer taraftan, daha düşük efektif vergi oranının etkisiyle 2026 net kâr tahminimizi %3 artırdık. İmalat şirketleri için kurumlar vergisi oranı 2027'den itibaren %25'ten %12,5'e düşecek. Bu düzenlemeye paralel olarak Enka, 2Ç26'da ağırlıklı olarak enerji segmenti operasyonlarıyla ilişkili olmak üzere konsolide bazda 1,9 milyar TL ertelenmiş vergi geliri kaydetti.

Tahminlerde Revizyonlar

milyon TL	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	224,999	291,063	412,600	234,254	323,121	438,849
% büyüme	44%	29%	42%	50%	38%	36%
FAVÖK	39,744	57,307	76,915	46,723	65,940	84,615
FAVÖK Marjı	17.7%	19.7%	18.6%	19.9%	20.4%	19.3%
Net Kar	44,357	55,391	71,649	43,176	61,357	75,994
% büyüme	22.6%	24.9%	29.4%	19.3%	42.1%	23.9%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	-4%	-10%	-6%			
FAVÖK	-15%	-13%	-9%			
Net Kar	3%	-10%	-6%			
Hedef Fiyat, TL		126			130	
Hedef Fiyat Değişimi		-3%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Eliminasyon Öncesi Bölümlere Göre Finansalların Dağılımı

milyon USD	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	6A26	6A25	y/y
Gelirler	1,077	891	21%	821	31%	1,905	1,720	11%
Taahhüt	630	663	-5%	578	9%	1,209	1,217	-1%
Gayrimenkul	120	99	21%	117	3%	237	187	27%
Enerji	270	69	291%	90	199%	364	214	70%
Ticaret	79	85	-7%	64	24%	144	155	-7%
FAVÖK	159	235	-32%	185	-14%	343	416	-18%
Taahhüt	23	137	-83%	113	-80%	134	235	-43%
Gayrimenkul	74	58	27%	61	20%	135	112	21%
Enerji	45	20	122%	-4	-1138%	42	37	14%
Ticaret	17	20	-14%	15	12%	32	32	0%
Net Kar	331	302	9%	78	323%	415	416	0%
Taahhüt	170	291	-41%	78	118%	250	370	-32%
Gayrimenkul	63	47	33%	50	27%	113	92	23%
Enerji	108	-34	-416%	-31	-447%	80	-40	-300%
Ticaret	10	11	-7%	7	43%	17	17	1%
FAVÖK Marjı	14.7%	26.3%	-1161 bps	22.5%	-776 bps	18.0%	24.2%	-620 bps
Taahhüt	3.6%	20.6%	-1705 bps	19.5%	-1590 bps	11.0%	19.3%	-829 bps
Gayrimenkul	61.4%	58.4%	303 bps	52.4%	902 bps	57.0%	59.9%	-287 bps
Enerji	16.8%	29.7%	-1283 bps	-4.8%	2168 bps	11.6%	17.2%	-566 bps
Ticaret	21.2%	23.0%	-176 bps	23.4%	-225 bps	22.2%	20.6%	154 bps

Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar, Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	29,867	34,497	44,603	47,541	35,830	48,916	64,364	84,746	76,705	100,541	156,507
Satışların Maliyeti	21,842	25,007	35,938	36,649	26,731	40,322	46,850	67,053	60,828	75,249	119,437
Brüt Kar	8,025	9,489	8,665	10,891	9,099	8,594	17,514	17,693	15,877	25,292	37,070
Operasyonel Giderler	2,644	1,694	1,746	2,506	2,658	3,148	4,338	5,806	3,827	6,524	8,590
Faaliyet Karı	5,381	7,796	6,918	8,385	6,441	5,446	13,177	11,887	12,049	18,768	28,480
Amortisman ve İtfa Payları	1,114	1,290	1,491	1,569	1,615	1,759	2,404	3,375	3,011	4,154	5,464
FAVÖK	6,494	9,086	8,409	9,954	8,057	7,205	15,580	15,262	15,061	22,922	33,944
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	89	9,183	7,656	4,735	-3,227	9,800	9,272	6,573	9,249	16,150	21,663
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	23	190	349	-159	40	289	213	329	912	542	403
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	-189	8,719	7,493	5,065	-2,970	10,032	8,530	7,063	8,692	17,227	21,087
Finansal Gelir / (Gider)	661	391	296	392	486	-105	1,051	382	380	-11	1,739
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-406	-117	-482	-562	-783	-417	-523	-1,200	-734	-1,610	-1,567
Vergi Öncesi Kar	5,470	16,979	14,574	13,120	3,215	15,246	22,448	18,460	21,299	34,918	50,143
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,210	-4,811	-3,193	-2,284	1,304	721	-6,021	2,025	-3,612	-8,769	-11,498
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-1,113	-1,505	-1,729	-2,862	-644	-1,164	-2,618	-1,808	-4,005	-4,510	-7,209
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-96	-3,306	-1,464	578	1,948	1,885	-3,403	3,833	393	-4,259	-4,289
Vergi Sonrası Net Kar	4,260	12,167	11,381	10,837	4,518	15,967	16,428	20,486	17,687	26,149	38,645
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	396	465	670	931	1,104	934	861	2,038	717	1,458	2,461
Net Kar	3,864	11,703	10,711	9,906	3,414	15,033	15,567	18,447	16,969	24,691	36,183
Büyüme (Yıllık)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	63.9%	45.7%	65.6%	50.0%	20.0%	41.8%	53.6%	31.7%	24.1%	31.1%	55.7%
Operasyonel Giderler	20.1%	56.3%	17.3%	43.2%	0.5%	85.9%	32.1%	33.8%	110.0%	70.5%	31.7%
Faaliyet Karı	153.4%	52.3%	51.6%	20.4%	19.7%	-30.1%	82.0%	-9.8%	-3.4%	55.8%	51.7%
FAVÖK	118.1%	52.6%	43.8%	22.3%	24.1%	-20.7%	74.4%	-2.0%	7.7%	52.2%	48.1%
Net Kar	-17.6%	83.9%	69.8%	35.1%	-11.6%	28.5%	40.8%	18.5%	765.2%	45.5%	46.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	26.9%	27.5%	19.4%	22.9%	25.4%	17.6%	27.2%	20.9%	20.7%	25.2%	23.7%
Operasyonel Gider Marjı	8.9%	4.9%	3.9%	5.3%	7.4%	6.4%	6.7%	6.9%	5.0%	6.5%	5.5%
Faaliyet Kar Marjı	18.0%	22.6%	15.5%	17.6%	18.0%	11.1%	20.5%	14.0%	15.7%	18.7%	18.2%
FAVÖK Marjı	21.7%	26.3%	18.9%	20.9%	22.5%	14.7%	24.21%	18.01%	19.63%	22.80%	21.69%
Efektif Vergi Oranı	22.1%	28.3%	21.9%	17.4%	-40.6%	-4.7%	26.8%	-11.0%	17.0%	25.1%	22.9%
Net Kar Marjı	12.9%	33.9%	24.0%	20.8%	9.5%	30.7%	24.2%	21.8%	22.1%	24.6%	23.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1.4%	-0.3%	-1.1%	-1.2%	-2.2%	-0.9%	-0.8%	-1.4%	-1.0%	-1.6%	-1.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	9.1%	17.9%	17.0%	21.2%	5.9%	13.9%	13.9%	10.5%	14.7%	15.5%	17.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-13.3%	31.2%	17.5%	12.6%	-3.0%	26.1%	10.6%	13.8%	8.4%	9.1%	13.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	42%	68%	90%	101%	26%	94%	57%	58%	75%	68%	78%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	5.7%	5.3%	5.6%	2.5%	8.4%	6.0%	5.5%	7.0%	4.0%	8.2%	4.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-9.0%	-4.0%	0.7%	7.1%	-9.1%	4.2%	-6.3%	-1.4%	0.8%	-0.8%	-0.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2023	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,732	6,184	7,594	10,088	2,116	6,802	8,916	8,918	11,259	15,545	26,597
Düzeltilme Öncesi Kar	4,260	12,167	11,381	10,837	4,518	15,967	16,428	20,486	17,687	26,149	38,645
Amortisman ve İtfa Payları	1,114	1,290	1,491	1,569	1,615	1,759	2,404	3,375	3,011	4,154	5,464
İşletme Sermayesindeki Değişim	-2,680	-1,369	291	3,361	-3,248	2,046	-4,049	-1,202	598	-853	-397
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	38	-5,904	-5,569	-5,679	-770	-12,970	-5,866	-13,740	-10,037	-13,904	-17,114
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-6,700	4,590	226	-4,113	-3,194	5,954	-2,110	2,760	-4,790	-6,424	-5,998
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,716	-1,812	-2,497	-1,194	-3,005	-2,944	-3,528	-5,949	-3,069	-8,291	-7,219
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,985	6,402	2,723	-2,919	-189	8,898	1,417	8,709	-1,721	1,867	1,221
Serbest Nakit Akımı	-3,968	10,774	7,820	5,974	-1,078	12,756	6,805	11,678	6,469	9,121	20,599
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-943	-13,224	656	-4,339	-7,127	-12,264	-14,166	-19,390	-3,486	-10,111	-17,849
Finansal Borçlardaki Değişim	-2	-17	51	29	-25	64	-19	39	-1,788	-3	62
Temettü	-1,369	-13,801	-64	-4,934	-7,574	-12,673	-15,169	-20,248	-2,434	-11,356	-20,168
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	428	594	669	566	473	346	1,022	819	737	1,248	2,256
Çevrim Farkları	4,081	3,713	3,197	-2,497	1,779	2,503	7,794	4,281	14,039	7,092	8,494
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-830	1,263	11,673	-862	-6,426	2,995	433	-3,431	17,022	6,102	11,244

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	168,200	185,722	211,118	275,272	168,200	248,558
Nakit ve Nakit Benzerleri	41,484	42,747	54,420	53,558	41,484	50,126
Ticari Alacaklar	13,309	15,917	19,793	22,437	13,309	26,302
Stoklar	15,797	18,668	19,514	16,977	15,797	22,091
Diğer Dönen Varlıklar	97,610	108,391	117,391	182,301	97,610	150,038
Duran Varlıklar	230,431	246,915	256,661	217,787	230,431	294,251
Finansal Yatırımlar	86,073	90,509	93,221	25,103	86,073	77,922
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	67,084	72,396	77,980	86,522	67,084	101,353
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	565	611	631	642	565	674
Diğer Duran Varlıklar	76,708	83,399	84,829	105,520	76,708	114,302
Toplam Varlıklar	398,631	432,637	467,779	493,060	398,631	542,808
Kısa Vadeli Yükümlülükler	56,182	65,133	69,929	72,661	56,182	84,728
Finansal Borçlar	198	221	255	340	198	367
Ticari Borçlar	10,535	12,344	16,596	19,012	10,535	19,674
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45,450	52,568	53,077	53,309	45,450	64,687
Uzun Vadeli Yükümlülükler	28,960	34,839	38,291	40,860	28,960	41,325
Finansal Borçlar	4,893	5,418	5,417	6,567	4,893	7,217
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	24,066	29,421	32,873	34,293	24,066	34,107
Özkaynaklar	313,489	332,665	359,560	379,539	313,489	416,756
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	310,192	328,412	354,395	373,217	310,192	410,763
Azınlık Payları	3,297	4,253	5,165	6,322	3,297	5,993
Toplam Kaynaklar	398,631	432,637	467,779	493,060	398,631	542,808
Yatırım Sermayesi (IC)	301,163	324,978	343,686	367,181	301,163	408,321
İşletme Sermayesi	18,572	22,240	22,711	20,401	18,572	28,720
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	17%	18%	16%	13%	11%	16%
Toplam Borç	5,091	5,639	5,672	6,907	5,091	7,584
Net Borç / (Nakit)	-204,639	-216,627	-240,442	-238,373	-204,639	-250,259
Net Borç / G12A FAVÖK	-7.7	-7.3	-7.5	-7.0	-5.8	-7.4
Net Borç / Özkaynaklar	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	21,227	16,259	29,978	28,609	21,227	0

AKYatırım

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