

ENKA İNŞAAT

Endeks Üzeri Getiri

Yatırım zararları nedeniyle beklentinin altında sonuçlar...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

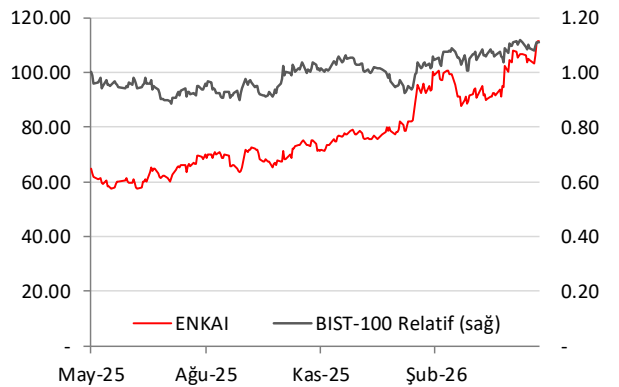
Enka İnşaat, 1Ç26'da 3,4 milyar TL net kar (-%12 y/y) açıklarken piyasa beklentisi 7,7 milyar TL ve bizim tahminimiz 6,2 milyar TL seviyesindeydi. FAVÖK, 8,1 milyar TL (%24 y/y) olarak gerçekleşirken piyasa beklentisinin (9,4 milyar TL) altında, ancak bizim tahminimizle (8,4 milyar TL) uyumlu geldi. FAVÖK marjı, müteahhitlik ve ticaret faaliyetlerindeki iyileşmeyle birlikte 1Ç26'da yıllık bazda 74 baz puan arttı. **Beklentilerimizden sapma**, beklenenden düşük yatırım geliri ve enerji ve ticaret iş kollarında daha düşük FAVÖK nedeniyle gerçekleşti. **Net nakit**, çeyreklik bazda %4 azalarak 5,3 milyar dolarına gerilerken TL bazında aynı seviyede kaldı.

Müteahhitlik tarafındaki FAVÖK, beklentilerimizin üzerinde ve 186 baz puanlık marj iyileşmesiyle 113 milyon dolar (+%16 y/y) oldu. **Sipariş birikimi** çeyreklik bazda yatay kalarak 8,74 milyar dolar seviyesindeydi. Sipariş birikiminde en büyük paya sahip bölgeler sırasıyla %22 ve %14 ile Irak ve İngiltere'dir. **Gayrimenkul** faaliyetlerindeki FAVÖK, %14 artışla 61 milyon dolar olurken İngiltere'deki ofis binasının eklenmesi ve muhtemelen mart ayındaki zayıf Ruble nedeniyle marj 940 baz puan daraldı. **Enerjide**, 4 milyon dolar negatif FAVÖK (1Ç25: +16 milyon dolar) kaydedilirken, yoğun yağışlarla birlikte zayıf elektrik fiyatına paralel olarak yıllık bazda önemli bir bozulma görüldü. **Ticaret** faaliyetindeki FAVÖK, canlı inşaat faaliyetleri sayesinde %18 artışla 15 milyon dolar olarak gerçekleşirken marjda 583 baz puanlık bir iyileşme sağlandı.

Yatırım geliri: Enka, Orta Doğu'daki çatışmaların başlamasıyla piyasaların düşmesi sonucu, ağırlıklı olarak hisse senetleri ve yabancı devlet tahvillerindeki yeniden değerlendirme kayıplarına paralel olarak yatırım faaliyetlerinden 3,0 milyar TL zarar kaydetti. S&P 500 ve NDX endeksleri 1Ç26'da sırasıyla %4,6 ve %6 oranında düşmüştü. Ancak, **her iki endeks de mart sonundan beri %10'dan fazla artış göstererek, yeniden değerlendirme kayıplarının 2Ç26'da kara dönüşme ihtimalini kuvvetlendirmektedir.** Enka'nın finansal yatırım portföyü 1Ç26 sonunda 4,4 milyar dolar seviyesindeydi. Yabancı devlet tahvilleri ve hisse senetleri portföyünün sırasıyla %48 ve %27'sini oluşturmaktadır. Kurumsal tahviller ve yatırım fonları ise Enka'nın portföyünde sırasıyla %15 ve %9 paya sahiptir.

Emsal çarpanları güncelleyerek ve Orta Doğu'daki gelişmelerin Enka için orta/uzun vadede proje kazanımlarını hızlandırabileceği varsayımıyla **hedef fiyatımızı %10 artırarak 130 TL'ye yükselttik.** 2025'te %50'lik sipariş birikimi büyümesi ve güçlü bilanço nedeniyle Enka'yı beğeniyoruz.

Bloomberg Kodu	ENKAİ T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	130.00			
Güncel Fiyat, TL	111.30			
Getiri Potansiyeli	17%			
Halka Açıklık Oranı	12%			
Piyasa Değeri, mn TL	667,800			
Firma Değeri, mn TL	439,385			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	156,507	234,254	323,121	438,849
FAVÖK, mn TL	33,944	46,723	65,940	84,615
Net Kâr, mn TL	36,183	43,176	61,357	75,994
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-238,373	-324,176	-423,977	-552,962
Net Borç/FAVÖK	-7.0	-6.9	-6.4	-6.5
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.7%	19.9%	20.4%	19.3%
Net Marj	23.1%	18.4%	19.0%	17.3%
Temettü Verimi	4.8%	3.7%	3.3%	4.6%
Büyüme				
Ciro, y/y	55.7%	49.7%	37.9%	35.8%
FAVÖK, y/y	48.1%	37.6%	41.1%	28.3%
Net Kâr, y/y	46.5%	19.3%	42.1%	23.9%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	10.9	15.5	10.9	8.8
FD/FAVÖK	4.7	7.5	3.8	1.4
FD/Ciro	1.0	1.5	0.8	0.3
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	17.1%	20.5%	79.9%	45.9%
BİST-100 Relatif	5.2%	8.2%	10.8%	9.1%
AOİH, mn TL	1,105	1,059	980	1,089



Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma				
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	35,830	29,867	20%	47,541	-25%	45,547	39,134	-21%
FAVÖK	8,057	6,494	24%	9,954	-19%	9,372	8,395	-14%
FAVÖK Marjı	22.5%	21.7%	74 bps	20.9%	155 bps	20.6%	21.5%	191 bps
Net Kar	3,414	3,864	-12%	9,906	-66%	7,702	6,155	-56%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Tahminlerde Revizyonlar

milyon TL	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	234,254	323,121	438,849	243,213	319,796	406,941
% büyüme	50%	38%	36%	55%	31%	27%
FAVÖK	46,723	65,940	84,615	47,988	62,469	76,662
FAVÖK Marjı	19.9%	20.4%	19.3%	19.7%	19.5%	18.8%
Net Kar	43,176	61,357	75,994	44,031	56,844	67,252
% büyüme	19.3%	42.1%	23.9%	21.7%	29.1%	18.3%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	-4%	1%	8%			
FAVÖK	-3%	6%	10%			
Net Kar	-2%	8%	13%			
Hedef Fiyat, TL		130			118	
Hedef Fiyat Değişimi		10%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Eliminasyon Öncesi Bölümlere Göre Finansalların Dağılımı

milyon USD	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	2025	2024	y/y
Gelirler	821	825	0%	1,127	-27%	3,962	3,064	29%
Taahhüt	578	549	5%	787	-27%	2,683	2,252	19%
Gayrimenkul	117	87	34%	109	7%	400	335	19%
Enerji	90	148	-39%	183	-51%	673	327	106%
Ticaret	64	70	-8%	74	-13%	307	279	10%
FAVÖK	185	179	3%	236	-22%	859	699	23%
Taahhüt	113	97	16%	144	-22%	494	412	20%
Gayrimenkul	61	54	14%	64	-4%	236	202	17%
Enerji	-4	16	-127%	11	-140%	59	21	187%
Ticaret	15	12	23%	18	-14%	70	64	9%
Net Kar	78	107	-27%	235	-67%	916	752	22%
Taahhüt	78	72	8%	143	-46%	747	706	6%
Gayrimenkul	50	44	12%	111	-55%	253	135	87%
Enerji	-31	-5	574%	-6	433%	-58	-86	-33%
Ticaret	7	6	18%	8	-17%	36	41	-12%
FAVÖK Marjı	22.5%	21.7%	74 bps	20.9%	155 bps	21.7%	22.8%	-111 bps
Taahhüt	19.5%	17.6%	186 bps	18.2%	126 bps	18.4%	18.3%	14 bps
Gayrimenkul	52.4%	61.8%	-940 bps	58.5%	-614 bps	59.1%	60.4%	-129 bps
Enerji	-4.8%	11.0%	-1585 bps	5.9%	-1079 bps	8.8%	6.3%	248 bps
Ticaret	23.4%	17.6%	583 bps	23.7%	-27 bps	22.7%	23.0%	-25 bps

Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar, Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	18,225	23,680	26,940	31,696	29,867	34,497	44,603	47,541	35,830	76,705	100,541	156,507
Satışların Maliyeti	13,901	17,479	20,886	22,983	21,842	25,007	35,938	36,649	26,731	60,828	75,249	119,437
Brüt Kar	4,324	6,201	6,054	8,713	8,025	9,489	8,665	10,891	9,099	15,877	25,292	37,070
Operasyonel Giderler	2,201	1,084	1,489	1,750	2,644	1,694	1,746	2,506	2,658	3,827	6,524	8,590
Faaliyet Karı	2,124	5,118	4,564	6,962	5,381	7,796	6,918	8,385	6,441	12,049	18,768	28,480
Amortisman ve İtfa Payları	855	838	1,284	1,178	1,114	1,290	1,491	1,569	1,615	3,011	4,154	5,464
FAVÖK	2,978	5,956	5,848	8,140	6,494	9,086	8,409	9,954	8,057	15,061	22,922	33,944
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	3,943	2,349	4,607	5,251	89	9,183	7,656	4,735	-3,227	9,249	16,150	21,663
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	263	147	-48	180	23	190	349	-159	40	912	542	403
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	3,634	2,521	5,059	6,013	-189	8,719	7,493	5,065	-2,970	8,692	17,227	21,087
Finansal Gelir / (Gider)	200	-101	221	-331	661	391	296	392	486	380	-11	1,739
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-155	-219	-625	-611	-406	-117	-482	-562	-783	-734	-1,610	-1,567
Vergi Öncesi Kar	6,066	7,467	9,171	12,213	5,470	16,979	14,574	13,120	3,215	21,299	34,918	50,143
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,222	-905	-2,463	-4,179	-1,210	-4,811	-3,193	-2,284	1,304	-3,612	-8,769	-11,498
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-751	-742	-776	-2,242	-1,113	-1,505	-1,729	-2,862	-644	-4,005	-4,510	-7,209
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-471	-163	-1,687	-1,938	-96	-3,306	-1,464	578	1,948	393	-4,259	-4,289
Vergi Sonrası Net Kar	4,844	6,562	6,708	8,034	4,260	12,167	11,381	10,837	4,518	17,687	26,149	38,645
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	153	200	402	703	396	465	670	931	1,104	717	1,458	2,461
Net Kar	4,692	6,362	6,307	7,330	3,864	11,703	10,711	9,906	3,414	16,969	24,691	36,183

Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	4.2%	59.0%	15.6%	50.7%	63.9%	45.7%	65.6%	50.0%	20.0%	24.1%	31.1%	55.7%
Operasyonel Giderler	55.5%	65.4%	55.3%	119.5%	20.1%	56.3%	17.3%	43.2%	0.5%	110.0%	70.5%	31.7%
Faaliyet Karı	6.1%	63.9%	14.7%	136.4%	153.4%	52.3%	51.6%	20.4%	19.7%	-3.4%	55.8%	51.7%
FAVÖK	26.1%	61.5%	30.7%	79.5%	118.1%	52.6%	43.8%	22.3%	24.1%	7.7%	52.2%	48.1%
Net Kar	23.0%	158.8%	68.0%	5.6%	-17.6%	83.9%	69.8%	35.1%	-11.6%	765.2%	45.5%	46.5%

Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	23.7%	26.2%	22.5%	27.5%	26.9%	27.5%	19.4%	22.9%	25.4%	20.7%	25.2%	23.7%
Operasyonel Gider Marjı	12.1%	4.6%	5.5%	5.5%	8.9%	4.9%	3.9%	5.3%	7.4%	5.0%	6.5%	5.5%
Faaliyet Kar Marjı	11.7%	21.6%	16.9%	22.0%	18.0%	22.6%	15.5%	17.6%	18.0%	15.7%	18.7%	18.2%
FAVÖK Marjı	16.3%	25.1%	21.7%	25.7%	21.7%	26.3%	18.9%	20.9%	22.5%	19.63%	22.80%	21.69%
Efektif Vergi Oranı	20.1%	12.1%	26.9%	34.2%	22.1%	28.3%	21.9%	17.4%	-40.6%	17.0%	25.1%	22.9%
Net Kar Marjı	25.7%	26.9%	23.4%	23.1%	12.9%	33.9%	24.0%	20.8%	9.5%	22.1%	24.6%	23.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.8%	-0.9%	-2.3%	-1.9%	-1.4%	-0.3%	-1.1%	-1.2%	-2.2%	-1.0%	-1.6%	-1.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	29.9%	4.7%	6.3%	23.0%	9.1%	17.9%	17.0%	21.2%	5.9%	14.7%	15.5%	17.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	18.0%	18.4%	-4.1%	8.1%	-13.3%	31.2%	17.5%	12.6%	-3.0%	8.4%	9.1%	13.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	183%	19%	29%	89%	42%	68%	90%	101%	26%	75%	68%	78%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	11.3%	9.7%	3.8%	9.2%	5.7%	5.3%	5.6%	2.5%	8.4%	4.0%	8.2%	4.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	16.2%	-11.3%	-10.5%	5.3%	-9.0%	-4.0%	0.7%	7.1%	-9.1%	0.8%	-0.8%	-0.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2023	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	5,453	1,113	1,694	7,285	2,732	6,184	7,594	10,088	2,116	11,259	15,545	26,597
Düzeltilme Öncesi Kar	4,844	6,562	6,708	8,034	4,260	12,167	11,381	10,837	4,518	17,687	26,149	38,645
Amortisman ve İtfa Payları	855	838	1,284	1,178	1,114	1,290	1,491	1,569	1,615	3,011	4,154	5,464
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,959	-2,664	-2,829	1,680	-2,680	-1,369	291	3,361	-3,248	598	-853	-397
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,206	-3,622	-3,469	-3,606	38	-5,904	-5,569	-5,679	-770	-10,037	-13,904	-17,114
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,164	3,246	-2,788	-4,717	-6,700	4,590	226	-4,113	-3,194	-4,790	-6,424	-5,998
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,058	-2,306	-1,012	-2,915	-1,716	-1,812	-2,497	-1,194	-3,005	-3,069	-8,291	-7,219
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-106	5,552	-1,777	-1,802	-4,985	6,402	2,723	-2,919	-189	-1,721	1,867	1,221
Serbest Nakit Akımı	3,288	4,359	-1,094	2,567	-3,968	10,774	7,820	5,974	-1,078	6,469	9,121	20,599
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,765	-8,053	357	350	-943	-13,224	656	-4,339	-7,127	-3,486	-10,111	-17,849
Finansal Borçlardaki Değişim	-1	-1	-1	0	-2	-17	51	29	-25	-1,788	-3	62
Temettü	-2,944	-8,345	-36	-32	-1,369	-13,801	-64	-4,934	-7,574	-2,434	-11,356	-20,168
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	180	293	393	381	428	594	669	566	473	737	1,248	2,256
Çevrim Farkları	2,965	1,034	2,125	969	4,081	3,713	3,197	-2,497	1,779	14,039	7,092	8,494
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	3,489	-2,660	1,387	3,886	-830	1,263	11,673	-862	-6,426	17,022	6,102	11,244

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Dönen Varlıklar	137,430	136,107	151,159	159,723	168,200	185,722	211,118	275,272	168,200
Nakit ve Nakit Benzerleri	39,700	37,040	38,427	42,314	41,484	42,747	54,420	53,558	41,484
Ticari Alacaklar	9,176	11,328	13,652	15,495	13,309	15,917	19,793	22,437	13,309
Stoklar	11,886	12,943	15,081	13,762	15,797	18,668	19,514	16,977	15,797
Diğer Dönen Varlıklar	76,668	74,796	83,998	88,152	97,610	108,391	117,391	182,301	97,610
Duran Varlıklar	170,603	179,351	189,130	203,788	230,431	246,915	256,661	217,787	230,431
Finansal Yatırımlar	66,147	67,991	72,818	77,082	86,073	90,509	93,221	25,103	86,073
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	43,688	47,549	52,201	59,431	67,084	72,396	77,980	86,522	67,084
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	492	488	511	1,742	565	611	631	642	565
Diğer Duran Varlıklar	60,276	63,323	63,601	65,533	76,708	83,399	84,829	105,520	76,708
Toplam Varlıklar	308,033	315,458	340,289	363,511	398,631	432,637	467,779	493,060	398,631
Kısa Vadeli Yükümlülükler	48,182	48,551	52,769	54,979	56,182	65,133	69,929	72,661	56,182
Finansal Borçlar	185	196	174	152	198	221	255	340	198
Ticari Borçlar	9,560	9,646	11,752	12,567	10,535	12,344	16,596	19,012	10,535
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	38,437	38,708	40,842	42,259	45,450	52,568	53,077	53,309	45,450
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,607	19,826	22,134	25,300	28,960	34,839	38,291	40,860	28,960
Finansal Borçlar	3,653	3,956	3,859	3,950	4,893	5,418	5,417	6,567	4,893
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,954	15,870	18,275	21,350	24,066	29,421	32,873	34,293	24,066
Özkaynaklar	241,244	247,081	265,387	283,232	313,489	332,665	359,560	379,539	313,489
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	238,022	244,487	262,137	279,418	310,192	328,412	354,395	373,217	310,192
Azınlık Payları	3,222	2,594	3,250	3,814	3,297	4,253	5,165	6,322	3,297
Toplam Kaynaklar	308,033	315,458	340,289	363,511	398,631	432,637	467,779	493,060	398,631
Yatırım Sermayesi (IC)	220,335	230,063	249,267	266,371	301,163	324,978	343,686	367,181	301,163
İşletme Sermayesi	11,501	14,625	16,981	16,689	18,572	22,240	22,711	20,401	18,572
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	15%	17%	19%	17%	17%	18%	16%	13%	11%
Toplam Borç	3,837	4,152	4,033	4,103	5,091	5,639	5,672	6,907	5,091
Net Borç / (Nakit)	-167,531	-164,116	-177,648	-190,635	-204,639	-216,627	-240,442	-238,373	-204,639
Net Borç / G12A FAVÖK	-10.7	-9.1	-9.2	-8.3	-7.7	-7.3	-7.5	-7.0	-5.8
Net Borç / Özkaynaklar	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	16,726	14,243	18,336	20,250	21,227	16,259	29,978	28,609	21,227

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 dayanarak 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.