

Yüksek Likidite, Yüksek İskonto

Artık görüntü değişiyor. Emlak Konut GYO'nun temel faaliyeti nitelikli konut üretimi ve satışı olup, **Arsa Karşılığı Gelir Paylaşımı (GPM) ve Anahtar Teslim Modeli (ATM)** projeleriyle marka bilinirliği ve güvenilirlik sayesinde projeler henüz inşa aşamasındayken güçlü ön satış performansına ulaşmaktadır (2023/9 46,5mr₺ ön satış). **Fakat UFRS kuralları gereği, ilgili satış tutarları, maliyetler ve kâr rakamları proje tamamlanıp, teslimat gerçekleşmeden gelir tablosuna ve dolayısıyla özkaynaklara yansımamaktadır.** Enflasyonun yüksek olduğu son birkaç yıllık dönemde, cari yıl gelir tablosuna yansıyan satışların önemli bir kısmı yıllar önce ön satış yapılmış ünitelerin Türk Lirası cinsi satış tutarlarını içermekte ve bu durum doğal olarak şirketin güncel satış performansını yansıtmamaktadır. Ayrıca şirketin diğer GYO'ların aksine ağırlıklı olarak konut satışı odaklı proje geliştirme faaliyeti, ilgili varlıkların yatırım amaçlı gayrimenkuller yerine stoklar kalemi altında muhasebeleştirilmesine neden oluyor. **Bu durum şirketin gayrimenkullerinin büyük oranda tarihsel maliyet esaslı görünmesine ve sene sonlarında diğer GYO şirketlerinin aksine yeniden değerlendirme kârı görünmemesine yol açmaktaydı.** 2023 yıl sonu itibariyle enflasyon muhasebesine geçilecek olması, varlıkların yeniden değerlendirme ve/veya enflasyona uyarlanması sebebiyle, şirketin özkaynaklarının net aktif değerine yaklaşmasını sağlamasını bekliyoruz (2023/9 şirketin kendi hesapladığı NAD 92mr₺).

2025 ve devam eden yıllara yüksek kâr bakiyesi kaldı. Şirketin mevcut durumda sürdürdüğü projelerin büyük bir kısmı 2024 yıl sonundan itibaren teslimata başlayacak. Özellikle 2025 ve sonrasındaki dönemin, geçtiğimiz yıllarda güçlü ön satış kaydettiği projelerin gelir tablosuna geçeceği dönem olmasını bekliyoruz. **Öyle ki, şayet enflasyon muhasebesi uygulanmayacak olsaydı bizim hesaplamalarımıza göre 2025 yılında 25mr₺ üzeri net kâr (değerleme kârı hariç) görmemiz muhtemel olacaktı, 2025 sonrası için de benzer olumlu durum söz konusudur.** Enflasyon muhasebesi sonrası belirttiğimiz yıllarda yine de geçtiğimiz yıllara kıyasla yüksek bir kâr görmeyi bekliyoruz. Bu durumun temel sebebi stokların maliyetinin TÜFE endeksi ile güncellenecek olmasına karşın, gayrimenkul fiyatlarının geçtiğimiz yıllarda enflasyonun çok üzerinde fiyat artışları yaşaması kaynaklıdır.

Enflasyon muhasebesinin bir diğer sonucu da; normalde diğer GYO'ların aksine yeniden **değerleme kârı kaydedemeyen Emlak Konut, bundan sonra yıl içerisindeki çeyreklik dönemlerde de enflasyon endekslemesiyle veya bağımsız değerlendirme ile, stoklarını enflasyon karşısında güncelliyor olacak.** Bu değişikliklerle beraber şirket varlıklarının değeri, geçmiştekinin aksine, ara dönemlerde de daha kesintisiz ve şeffaf görünecek. Bu durum, piyasanın şirket hisselerini fiyatlama dinamiği olumlu yönde etkileyebilir. Piyasa katılımcılarının geçmişte, şirketi rakipleriyle kıyaslarken gerçekte olduğundan çok düşük görünen kâr ve özkaynak üzerinden değerlendirdiğini gözlemliyoruz. Bu durum bizce enflasyon muhasebesinin uygulanmaya başlanması ve 2023 yıl sonu finansallarının açıklanmasıyla tarihe karışacak.

Güçlenen net nakit pozisyonu göz kırıyor. Emlak Konut, 2023/9 dönemi itibariyle **10,7mr₺ net nakit pozisyonundadır** (2022/9 net borç 1,5mr₺). Şirketin son dokuz ayda faaliyetlerinden **14,7mr₺ nakit akışı** sağladığını gözlemliyoruz.

Şirketin bilanço içi ve dışı ticari alacaklardan **önümüzdeki bir yıl içerisinde 13,5mr₺ tahsilat elde etmesini öngörüyoruz.** Satışta olan ve inşası devam eden projelerinin tamamı için gereken sermaye yatırımı (Bizim tahminimiz ~7,5mr₺) bir yılda yapsa dahi **net 6mr₺'lik bir katkı söz konusu olacak.** Şirketin elindeki nakdi mevcut yüksek faiz ortamında değerlendirdiği de düşünülürse, şirket bu yıl içerisinde hiç satış yapmasa dahi, net **nakdin 20mr₺'yi aşabilmesi söz konusudur.** Sonraki yıllarda benzer eğilimin devam etmesini bekliyoruz. Enflasyon muhasebesi sonrası dağıtılabilir net dönem kârına göre şirketin temettü dağıtmasını bekliyoruz.

Cazip Değerleme. 2023 yıl sonu değerlemelerine göre bizim hesapladığımız net aktif değer 106,5mr₺ olup şirketin piyasa değeri 19 Ocak kapanışı itibariyle 33,4mr₺'dir. **Emlak Konut, mevcut piyasa değeri itibariyle %68,6 NAD iskontosuyla işlem görmektedir.** Hedef NAD'a göre **%154 yukarı potansiyel** hesaplıyor, 12 aylık hedef fiyatımızı **22,28₺** olarak belirliyoruz.

TAVSİYE**GÜÇLÜ AL**

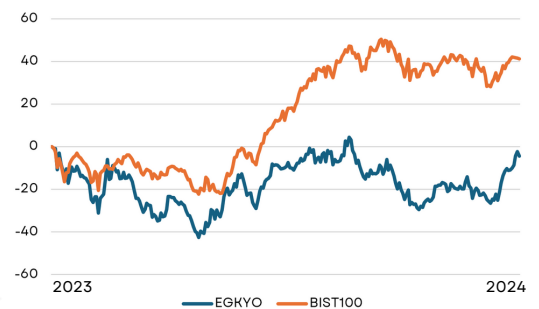
Hisse Fiyat	8,78₺
12 Aylık Hedef Fiyat	22,28₺
Getiri Potansiyeli	%154
Hisse Kodu	EKGYO
Piyasa Değeri (mn TL)	33.364
Piyasa Değeri (mn \$)	1,105
Firma Değeri (mn TL)	22.590
Hisse Sayısı (mn adet)	3.800
Halka Açıklık Oranı	%50,66
Günlük Ortalama İşlem (3 aylık-mn TL)	1.601

Fiyat Performansı	1Ay	3Ay	12Ay
BIST -100'e göre	19,5%	18,9%	-29,8%
Nominal (TL)	23,8%	23,7%	4,5%
Nominal (USD)	19,5%	14,8%	-35,1%

Gelir Tablosu(mn TL)	2021	2022	2023/9
Satışlar	6.737	8.123	12.134
FAVÖK	1.738	3.353	2.923
Net Kâr	1.332	2.997	3.684

Değerleme*	2021	2022	2023/9
PD/DD*	0,51	1,79	1,36
F/K	5,67	10,9	6,45
FD/FAVÖK	5,19	9,15	5,4
Temettü Verimi (%)	1,2%	3,5%	3,3%

*Enflasyon muhasebesi düzeltmesi içermeyen çarpanlar görülmektedir. Enflasyon muhasebesi sonrası cari pd/dd oranını ~0,35x olarak hesaplıyoruz.

Fiyat Grafiği

Emlak Konut GYO

22 Ocak 2024

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Sektörü

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak üzere düzenlenmiş sermaye piyasası oluşumlarıdır. Üç tür GYO bulunur: belirli bir proje için kurulan, belirli alanlara yatırım yapan, amaçlarında ve kurulma sürelerinde sınırlama olmaksızın kurulan. Türkiye'de 1995'te kurulan GYO'lar, 1997'de halka açılıp Borsa İstanbul'a kote olmuşlardır. **SPK düzenlemelerine göre, en az %25 oranında hisselerini halka arz etmek zorundadırlar.** Bugün itibariyle Türkiye'de faaliyet gösteren Borsa İstanbul'a kote 48 GYO şirketi bulunmaktadır.

GYO'lar, **kurumlar vergisinden istisnadır. Kâr dağıtımında stopaj oranı %0'dır.** Ayrıca gayrimenkul portföyleri ile ilgili sözleşmeler damga vergisinden de istisnadır. 2023 yıl sonu finansallarından itibaren enflasyon muhasebesi uygulamasına geçilecektir. Enflasyon muhasebesinin en az birkaç yıl uygulanacağı ve şirketlerin ödeyeceği vergi tutarlarını önemli oranda değiştirebileceği öngörülmektedir. **Enflasyon muhasebesini dikkate aldığımızda GYO'ların bahsi geçen vergi istisnalarının bu dönem için çok önemli bir avantaj olduğunu düşünüyoruz.**

Emlak Konut GYO, nitelikli konut üretimine odaklanmış bir şirkettir. Bunun yanı sıra işyeri, ofis, avm olarak da belirli kiralanabilir alan sahipliği tekrarlanabilir nakit akışına katkı sağlamaktadır. 2023/9 dönemi itibariyle **ortaklık oranınca düzeltilmiş kiralanabilir alanı 55.384 m2'dir.** 2024-2025 yıllarında Merkez Ankara Cadde'nin katılımıyla beraber kiralanabilir alanda artış olmasını öngörüyoruz.

Konut Sektörü

TÜİK'in 2023 Kasım ayı verilerine göre, Türkiye genelinde yeni konut fiyatları bir önceki yılın aynı dönemine göre %88 artış göstermiştir. İstanbul'da bu artış %79, Ankara'da %90, İzmir'de ise %79 olarak kaydedilmiştir. Ayrıca, inşaat maliyetleri de aynı dönemde %66 artış göstermiştir. Kasım ayına özgü olarak Türkiye genelinde yeni konut fiyatları %2,7, İstanbul'da %1,7, Ankara'da %1,9, İzmir'de %2,1 artmıştır.

2023 yılında Türkiye genelinde konut satışları bir önceki yıla göre **%17,5 azalışla 1.225.926 adet** olmuştur. İlk 9 ayda yapılan toplam konut satışının 379.542 adedi ilk satıştan, 846.384 adedi ikinci el satıştan oluşmuştur. **İlk satışlarda %17,5, ikinci el satışlarda ise %17,5 oranında azalış yaşanmıştır.**

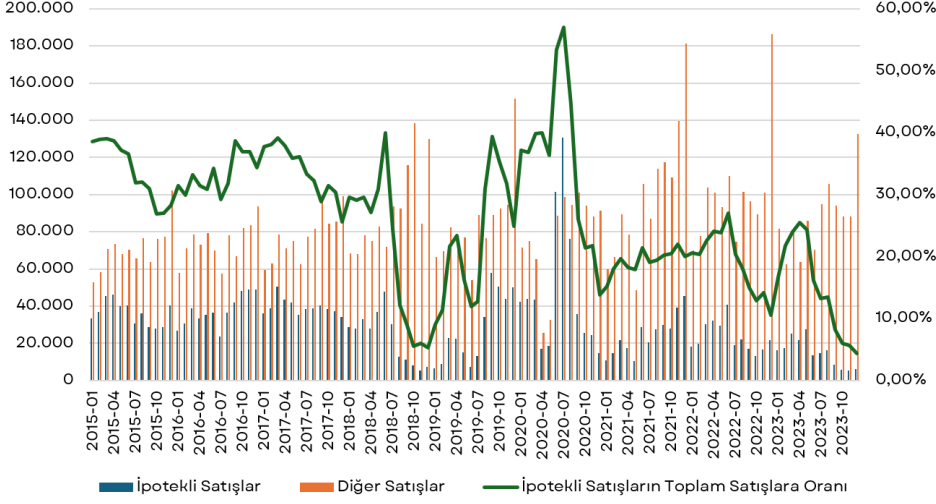
İpotek tesisi yoluyla satılan konutlar bir önceki yıla göre %36,6 azalarak 177.748 adet olurken, diğer konut satışları %13 azalışla 1.048.178 adet olarak kaydedilmiştir. Yabancılar konut satışları ise 2023 yılında bir önceki yıla göre %48,1 oranında azalarak 35.005 adet olmuştur. En çok konut satışı yapılan iller Antalya, İstanbul ve Mersin'dir.

Ayrıca, BDDK verilerine göre, Türkiye'de toplam tüketici kredileri 2023 yılı sonu itibariyle bir önceki yılsonuna göre %40 büyüyerek 1.514 milyar TL'ye ulaşmıştır. Konut kredileri ise %21,7 büyüyerek 438,4 milyar TL seviyelerine çıkmıştır. **Konut kredilerinin tüketici kredilerindeki payı ise 2022 yılsonundaki %33,20 seviyesinden 2023 Aralık ayında %29 seviyesine düşmüştür.** Konut kredilerinin dağılımına bakıldığında, Ağustos ayında 438,4 milyar TL'lik konut kredilerinin büyük bir kısmı kamu mevduat bankalarında bulunmaktadır.

Emlak Konut, **ön satışları** 2023 yılının ilk 9 ayında geçen sene aynı döneme kıyasla **adet bazında %48,7, brüt m2 bazında %19,4, satış tutarı olarak Türk lirası bazında ise %125 artırmayı başarmıştır.** Marka bilinirliği, güvenilirlik ve kendine öz finansman imkanlarıyla güçlü satış performansı göstermiştir.

Ayrıca, Emlak Konut'un bazı proje yüklenicilerine yaptığı toplu satışlar, sektördeki daralmanın aksine güçlü satış performansına katkı sağlamıştır.

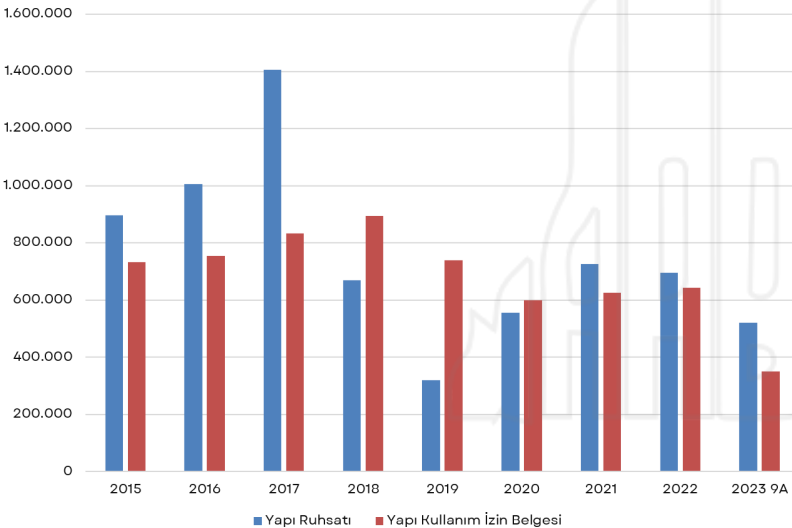
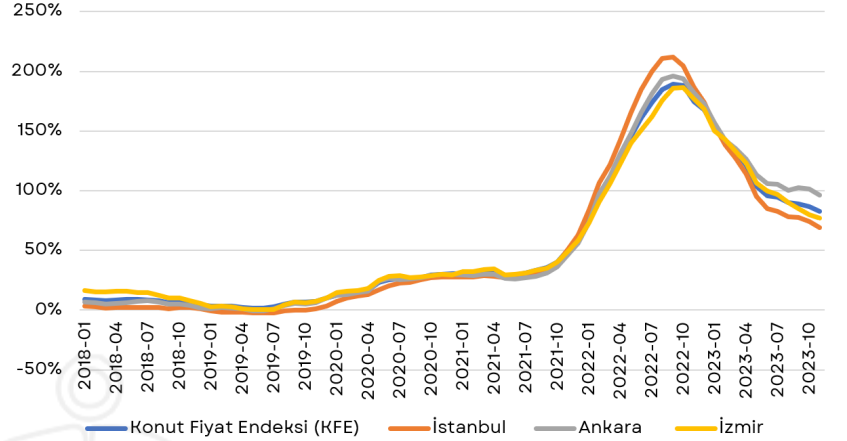
İpotekli ve Diğer Satışlar



Türkiye’de ipotekli konut satışlarının toplam satışlara oranı 2023 Aralık itibariyle %4,36 seviyesine gerilemiştir. Hem geçmiş ortalama, hem de diğer gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında tarihi düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Konut alımında kredi kullanımını, konut faizleri ile ters korelasyon içerisindedir. İlerleyen dönemde konut faizlerinin düşüşüyle konut satışlarında ve konut fiyatlarında yükseliş beklenebilir.

Türkiye’de 2023 Kasım tarihi itibariyle **Konut Fiyat Endeksi (KFE)**, geçtiğimiz yıl aynı döneme kıyasla **%82,8 artış göstermiştir**. Aynı oran İstanbul için %69, Ankara için %96, İzmir içinse %77 olarak gerçekleşmiştir. Şehirler arasındaki ayrışmanın İstanbul’daki konutlar için önceki dönemde görece erken yükselişe ve deprem sonrası Ankara’nın ön plana çıkmasına bağlıyoruz.

Konut Fiyatları Yıllık Değişim



Yapı ruhsatı inşaatı başlayan yapılar için, yapı kullanım izin belgesi ise kullanıma hazır yapılar için fikir vermektedir. Türkiye’de özellikle 2017 yılından sonra inşaa faaliyetleri yavaşlamış, yıllık ortalama 1 mn konut ihtiyacı olduğu düşünüldüğünde geçmiş 5 yıllık periyotta arz talebin gerisinde kalmıştır.

Şirketin Gelir Modelleri

Gelir Paylaşım Modeli (GPM)

Bu model, şirketin ana gelir yaratma stratejisini oluşturmaktadır. Özellikle orta ve üst gelir grubuna odaklanan projelerde öne çıkan bu model, **Emlak Konut'un bu kapsamdaki projelere arsa sahibi olarak katılım göstermesi esasına dayanıyor**. Bir diğer ismiyle Arsa Satışı Karşılığı Gelir Paylaşımı (ASKGP), **projenin inşa maliyetleri yönünden potansiyel riskleri yüklenicinin aldığı bir iş modelidir. İhale aşamasında Emlak Konut'un asgari gelirin belirlendiği bu projelerde, şayet beklenenden yüksek gelir elde edilmesi durumunda şirket gelire arsa payı oranında ortak olmaktadır**. Projenin başlamasından itibaren yapılan ön satışlarda Emlak Konut, **ihaleye esas arsa payı oranında gelir/nakit akışı elde etmekte, proje bitiminde ise kalan satılmamış bölümlerin ortaklığı oranında sahibi olmaktadır**. Proje inşa süresince satışların gidişatına göre önceden belirlenen Emlak Konut payı, Satış Toplam Gelir (STG) artışları* ile birlikte yükselmektedir. Bu iş modelinin Emlak Konut'un başta marka değeri ve kamu iştiraki olması sayesinde uygulanabilir olduğunu göz önüne aldığımızda sektör içerisinde büyük bir rekabet avantajı olarak yorumlamaktayız.

*Yapılan sözleşmeye ek protokol ile Emlak Konut asgari gelirin artışı yaşaması.

Şirket bu zamana kadar tamamladığı GPM projelerinde **henüz ihale safhasında 7,16mr₺ arsa bedeli üzerinden 13,68mr₺ Emlak Konut payı elde etmiş, projelerin devamında ise gerçekleşen satışların asgari geliri geçmesiyle şirket 18,48mr₺ net gelir elde etmiştir**. Bu durumda elde edilen nihai gelir şirkete, başlangıç arsa maliyetine kıyasla **2,58x** getiri sağlamıştır.

Devam eden GPM projelerinde ise halihazırda **ihalede temel alınan arsa maliyeti 14,15mr₺ olup beklenen Emlak Konut payı 54,08mr₺ olarak (3,82x) belirlenmiştir**. Bizim beklentimize göre devam eden projelerin **nihai gerçekleşen geliri 80mr₺'nin üzerinde olabilir**. 23/9 itibarıyla 2023'de tamamlanacak projelerin %83'ünün, 2024'te tamamlanacak olan projelerin %62'sinin ön satışı yapılmış durumdadır. **Hesaplarımıza göre devam eden projelerden satışı gerçekleşmemiş bölümlerin satışından elde edilecek nakit akımlarının bugünkü değeri 39,2mr₺ seviyesindedir**. (Bknz. Değerleme sayfa 8)

Mevcut koşullarda bahsi geçen çarpanların artış göstermesinin sebebi, **son birkaç yılda enflasyonun yüksek seyretmesi sonucunda, ihaleye temel alınan arsa değerlerinin proje gelirlerine kıyasla düşük kalmasıdır**. Şirketin mevcut durumda **devam eden 35 adet GPM projesi** olup çoğunun 2022-2023 yıllarında ihalesi yapılmış, satışı ve inşası henüz başlamamış durumdadır. Önümüzdeki iki yılda tamamlanması beklenen ve görece proje değeri büyük olup dikkatimizi çeken birkaç projeye değinmek istiyoruz;

Yeni Levent Projesi - Dap Yapı

Yeni Levent	Değerler
İhaleye bedel arsa maliyeti	437.174.713
Arsa alım tarihi	8.04.2021
Arsa payı	40%
Asgari Emlak Konut payı*	3.792.480.176
Çarpan (1)	8,67x
Proje ilerleme oranı	44,12%
Ön Satış Oranı	46,42%
Son Değerlemeye göre Proje beklenen toplam Geliri**	4.657.654.827
Çarpan (2)	10,65x



Yeni Levent Projesi, 2021 yılı nisan ayında alınan arazi üzerine geliştirilen bir proje olup 23/9 tarihi itibarıyla proje ilerleme oranı %44,12; ön satış oranı ise %46,42 seviyesindedir. **2023 yıl sonu değerlemeleri ve şu zamana kadar elde edilen satış tutarını göz önüne aldığımızda Emlak Konut'un proje gelirinin arsa maliyetine oranı 10,65x seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.**

*Mevcut durumda en son gelen STG artışı ile birlikte Emlak Konut'un projeden asgari garanti geliri.

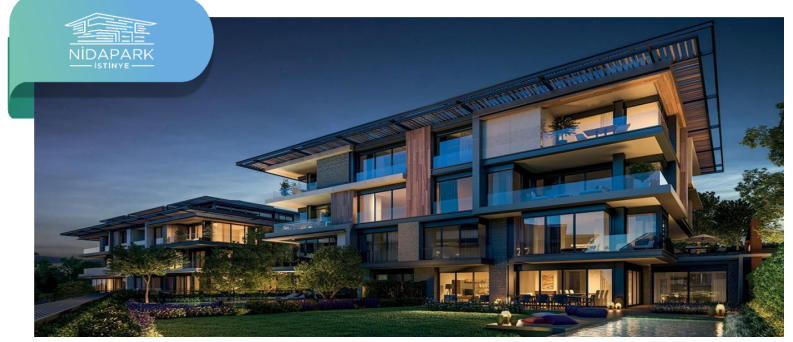
**2023 yıl sonu değerlemelerine göre henüz satılmamış bağımsız ünitelerin bugünkü değeri + bugüne kadar satılan ünitelerden elde edilen hasılat.

Kaynak: Görseller şirket sunum/raporlarından alınmıştır.

Sayfa 4/16 - Bu çalışma arka sayfada yer alan çekince bildirimi ile bir bütündür.

Nidapark İstinye - Tahincioğlu İstinye Ortak Girişimi

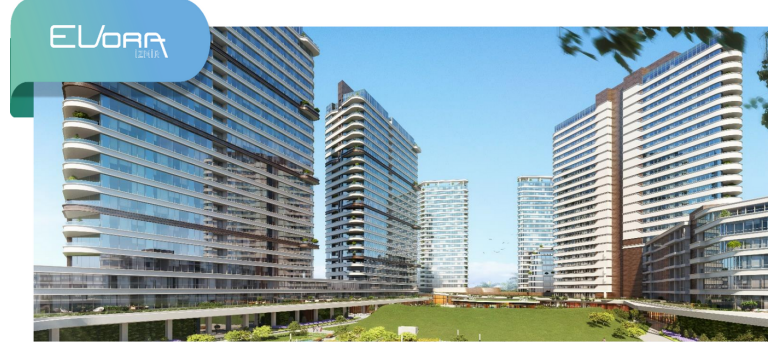
Nidapark İstinye	Değerler
İhaleye bedel arsa maliyeti	567.635.497
Arsa alım tarihi	28.05.2014
Arsa payı	51%
Asgari Emlak Konut payı*	4.078.287.280
Çarpan (1)	7,18x
Proje ilerleme oranı	62,33%
Ön Satış Oranı	79,93%
Son Değerlemeye göre Proje beklenen toplam Geliri**	5.271.301.418
Çarpan (2)	9,29x



Nidapark İstinye Projesi, 2014 yılı mayıs ayında alınan arazi üzerine geliştirilen bir proje olup 23/9 tarihi itibarıyla proje ilerleme oranı %62,33; ön satış oranı ise %79,93 seviyesindedir. **2023 yıl sonu değerlemeleri ve şu zamana kadar elde edilen satış tutarını göz önüne aldığımızda Emlak Konut'un proje gelirinin arsa maliyetine oranı 9,29x seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.**

Evora İzmir - Teknik Yapı & Halk GYO

Evora İzmir	Değerler
İhaleye bedel arsa maliyeti	-
Arsa alım tarihi	8.11.2016
Arsa payı	7%
Asgari Emlak Konut payı*	379.227.890
Çarpan (1)	x
Proje ilerleme oranı	47,34%
Ön Satış Oranı	59,75%
Son Değerlemeye göre Proje beklenen toplam Geliri**	330.805.790
Çarpan (2)	x



Evora İzmir Projesi, arsası Emlak Konut'a ait olmayan bir proje olup Halk GYO ve Teknik Yapı arasında sözleşmesi olan bir GPM projesidir. **Emlak Konut burada ihale, satış, reklam ve pazarlama regülatörü olup oyun kurucu rolündedir.** 23/9 tarihi itibarıyla proje ilerleme oranı %47,34; ön satış oranı ise %59,75 seviyesindedir. **Allsancak projesinde de benzer bir iş modeli olup Emlak Konut, toplam proje gelirinin arsa payının %20'sini (toplam gelirin %7'si) tahsil edecektir. Arsa için başlangıç sermayesi gereksinimi olmaması ve inşaat maliyet giderlerini üstlenmemesi sebebiyle bu iş kolu en beğendiğimiz iş modelleri arasına girmekte olup şirketin rekabet avantajı ve sektördeki konumu hakkında fikir vermektedir.**

Barbaros 48 - Fuzul & Fuzul

Barbaros 48	Değerler
İhaleye bedel arsa maliyeti	68.414.223
Arsa alım tarihi	7.03.2021
Arsa payı	50%
Asgari Emlak Konut payı*	230.500.000
Çarpan (1)	3,37x
Proje ilerleme oranı	15,67%
Ön Satış Oranı	25,49%
Son Değerlemeye göre Proje beklenen toplam Geliri**	778.153.918
Çarpan (2)	11,37x



Barbaros 48 Projesi, 2021 yılı mart ayında alınan arazi üzerine geliştirilen bir proje olup 23/9 tarihi itibarıyla proje ilerleme oranı %15,67; ön satış oranı ise %25,49 seviyesindedir. Görece yakın zamanda alınan bir arazi üzerine inşa edilen butik bir proje olmasına karşın, ön satış performansı ile dikkat çektiğini düşünüyoruz. **2023 yıl sonu değerlemeleri ve şu zamana kadar elde edilen satış tutarını göz önüne aldığımızda Emlak Konut'un proje gelirinin arsa maliyetine oranı 11,37x seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.**

*Mevcut durumda en son gelen STG artışı ile birlikte Emlak Konut'un projeden asgari garanti geliri.

**2023 yıl sonu değerlemelerine göre henüz satılmamış bağımsız ünitelerin bugünkü değeri + bugüne kadar satılan ünitelerden elde edilen hasılat.

Kaynak: Görseller şirket sunum/raporlarından alınmıştır.

Sayfa 5/16 - Bu çalışma arka sayfada yer alan çekince bildirimi ile bir bütündür.

Anahtar Teslimi Modeli (ATM)

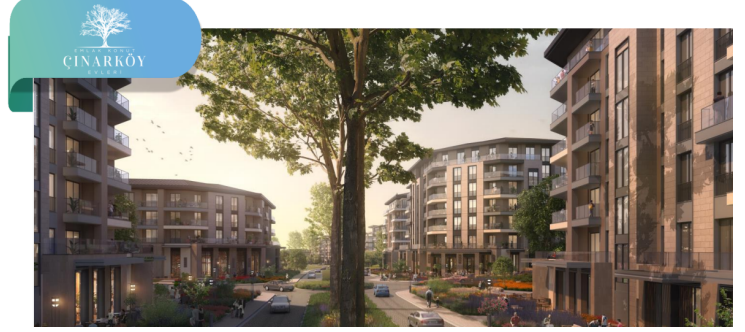
Bu model, **Emlak Konut'un maliyetleri ve sorumluluğu üstlendiği** GPM modeline göre daha küçük (tüm operasyonlar içerisinde ~%20) iş koludur. **Yüklenici, ihalede geçerli en düşük teklife göre seçilir ve proje ilerlemesine göre hakediş ödemeleri yapılır.** Bağımsız bölümlerin satışından elde edilen gelirin tamamı Emlak Konut'a kalmaktadır. Bu zamana kadar devam eden anahtar teslim projeler için toplam yapılmış **hakediş ödemeleri ve kayıtlı arsa maliyeti 10,9mr₺** seviyesindedir.

Bizim hesaplamalarımıza göre **ATM projelerinin henüz satışı gerçekleşmemiş bağımsız bölümlerinin bugünkü değeri 13,3mr₺, inşaatın devam eden/kalan yatırım maliyeti ise 7,5mr₺** değerindedir. (Bknz Değerleme Sayfa 8)

Şirketin satışı ve inşası yüksek oranda tamamlanmış olan en büyük projesi Çekmeköy Çınarköy Konutlarına (2-3-4.Etaplar) değinmek istiyoruz;

Çekmeköy Çınarköy Evleri - Muhtelif

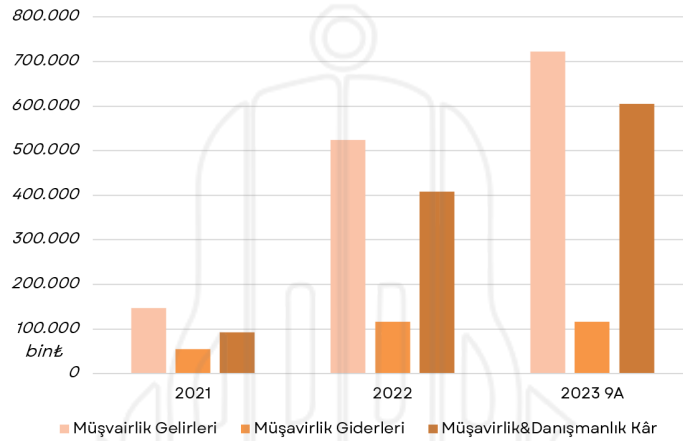
Çekmeköy Çınarköy Konutları (2. 3. 4. Etaplar)	Değerler
Arsa maliyeti ve hakediş ödemeleri	3.974.731.230
Kalan yatırım maliyeti	4.002.050.783
Toplam yatırım maliyeti	7.976.782.013
Proje ilerleme oranı	60,60%
Ön Satış Oranı	85,83%
Son Değerlemeye göre Proje beklenen toplam Geliri*	15.505.438.283
Çarpan (1)	1,94x



Çekmeköy Çınarköy Evleri, şirketin Anahtar Teslim Modeli ile yapımını sürdürdüğü en büyük projesidir. 1.Etapı villalar, 2-3-4. Etapları konut olarak tasarlanan projenin konut etapları ile ilgili kısmında; bu zamana kadar 3,97mr₺ tutarında arsa maliyeti ve yükleniciye hakediş ödemeleri yapılmış durumdadır. Kalan yatırım maliyeti olarak 4mr₺'lik bir tutar öngörürken şirketin nihai tüm ünite hasılatının 15,5mr₺ seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz.

Müşavirlik ve Danışmanlık Gelirleri

1980 yılında kurulan **Emlak Planlama İnşaat Proje Yönetimi ve Ticaret'in (EPP) ana faaliyet alanlarını proje yönetimi, gayrimenkul pazarlaması ve kiralaması, müşavirlik hizmetleri, arsalar üzerinde hasılat paylaşımı modeline dayanmaktadır.** EPP, Emlak Konut GYO A.Ş. tarafından 9 Kasım 2018'de 288mn₺'ye satın alınmıştır. 2022 sonu itibariyle toplam müşavirlik hizmet alanı 9,2mn m2'ye yükselmiştir. Fikirtepe, Sultanbeyli gibi büyük kentsel dönüşüm projelerinde de yine aynı alandan gelir sağlanmaktadır. **Şirket danışmanlık hizmetlerinden 2021'de 147mn₺, 2022'de 524mn₺, 2023 ilk 9 ayda da 722mn₺ gelir elde etmiştir.**

**Emlak Konut Asansör Sistemleri (EKA)**

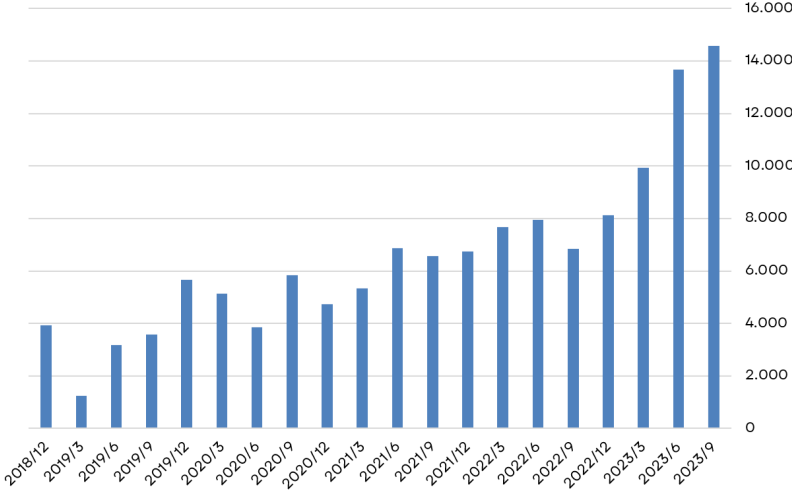
Emlak Konut Asansör Sistemleri, kentleşme çalışmalarına öncülük eden ve sektöre birçok yenilik getiren Emlak Konut GYO'nun bir iştiraki olarak faaliyet göstermektedir. Sürdürülebilir, yenilikçi ve çevre dostu olarak **konutlardan kamu binalarına, otellerden hastanelere kadar çeşitli asansör, yürüyen merdiven, yürüyen yol, bantlı konveyör** gibi ürünleri imalat, satış, pazarlama, montaj, bakım, onarım ve servis hizmetlerini sunmaktadır. Ayrıca, sektördeki en büyük Ar-Ge merkezine sahip olan şirket, yüksek yerlilik oranlı tedarik zinciri yaklaşımıyla yıllık **yaklaşık \$200m ithal ürün satışını ithal ikamesi** ile yerli üretime dönüştürmeyi hedeflemektedir. 2022 sonu itibariyle %75 yerlilik oranı ile çalışan EKA, 2024 yılında bu oranı %100'e çıkarmayı hedeflemektedir. Üretim kapasitesi insan ve yangın asansörleri için mevcut durumda 5000 adet/yıl'dır. EKA aynı zamanda ihracat pazarında da küresel bir oyuncu olmayı hedeflemektedir.

Kaynak: Şirket sunum/raporları

Sayfa 6/16 - Bu çalışma arka sayfada yer alan çekince bildirimi ile bir bütündür.

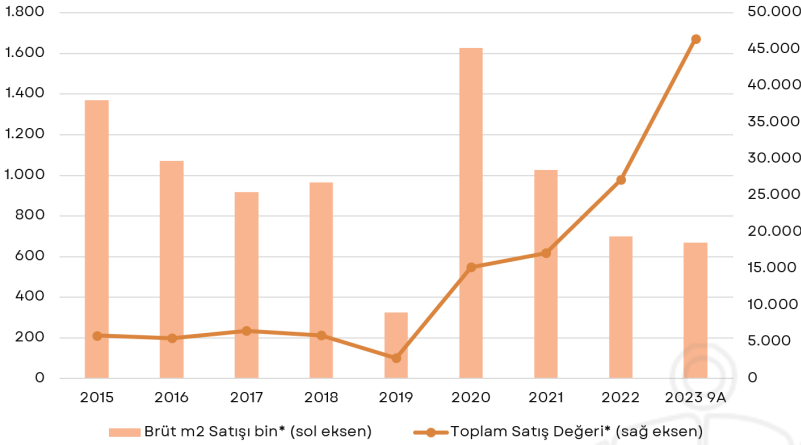
Önemli Grafikler ve Notlar:

Satış Gelirleri - yıllıklandırılmış (mn₺)



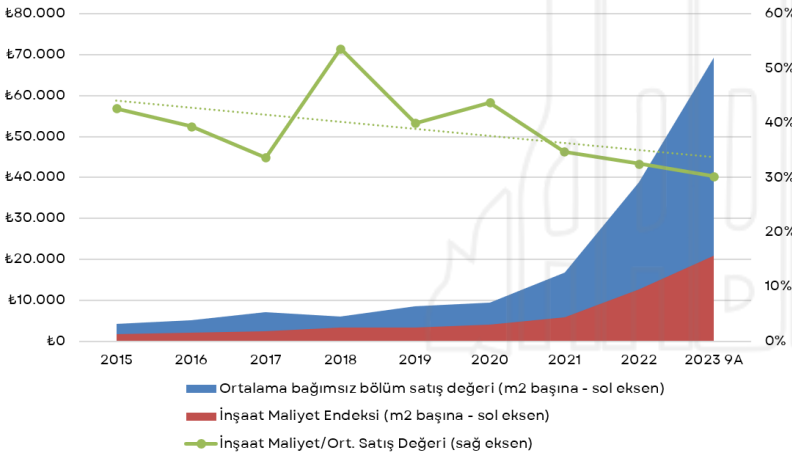
Emlak Konut, **UFRS kuralları gereği gelir olarak ancak teslimatını gerçekleştirebildiği bölümlerin satış tutarını yansıtabilmektedir.** Şirketin temel faaliyet dinamiğinin **ön satış-inşa-teslimat** olduğu düşünüldüğünde dönem içinde gelir olarak yansıttığı tutar, birkaç yıl önce satışı gerçekleşmiş ünitelere aittir. **Enflasyonun yüksek olduğu bu dönemde** proje başında satışı yapılan ünitelerin satış tutarı gelir tablosuna yeni yansıdığından Türk Lirası karşılığında bugün düşük gözükmemektedir.

Emlak Konut Satışlar (mn₺)

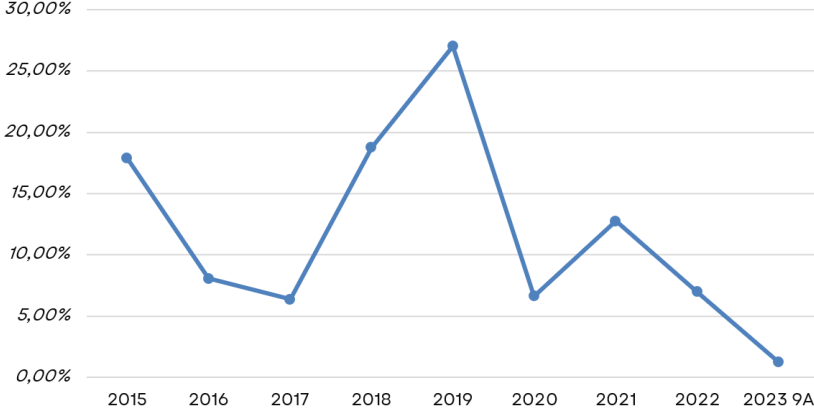


Şirketin ve projelerinin esas satış performansını değerlendirmek için şirket tarafından her çeyreğin sonunda yayınlanan ön satış tutarlarını önemsiyoruz. **Şirketin 2023 ilk 9 aya kaydettiği satış performansı 46,5mr₺ olup yıl sonu hedefi 63mr₺'dir.** Bu tutar aynı zamanda şirketin ilk 9 aya **670 bin m2 brüt alan satışı** gerçekleştirdiğini ifade etmektedir.

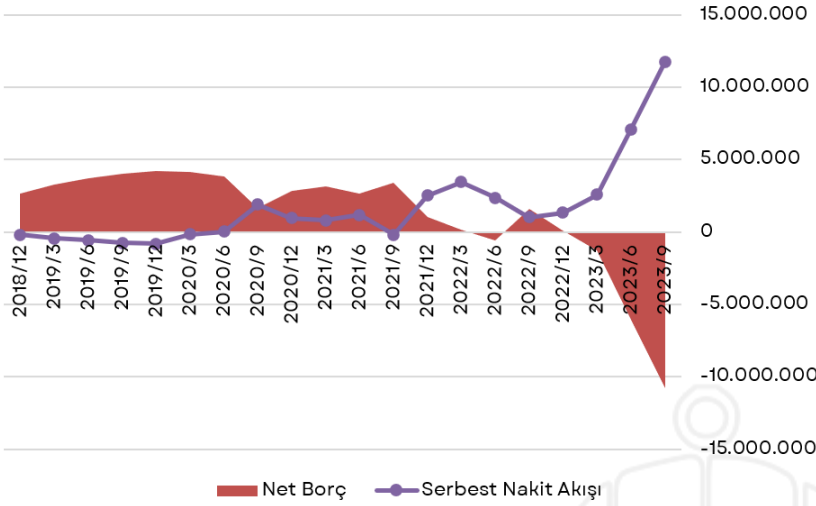
m² başına Satış Geliri vs İnşaat Maliyet Endeksi



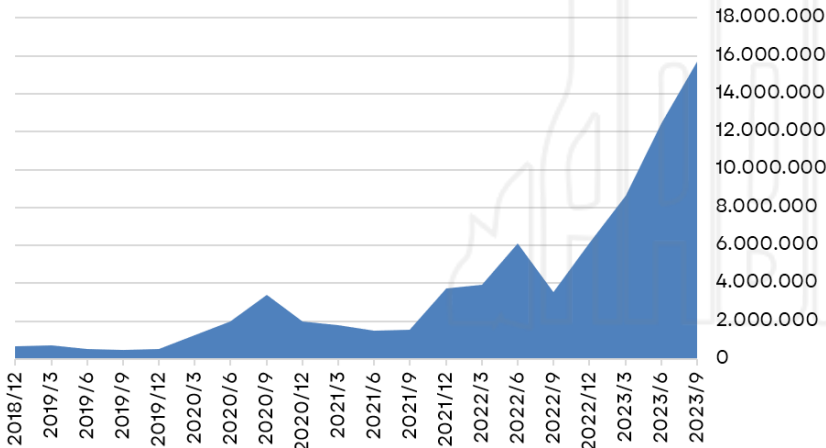
Şirketin ortalama m2 başına ünite satış fiyatı **2015'te 4.289₺ iken, 2023/9 itibariyle aynı tutar 16,2x kat artarak 69.333₺'ye yükselmiştir.** Aynı dönem içerisinde **m2 başına inşaat maliyeti ~1.800₺'den ~21.000₺'ye 11,45x kat artmıştır** (Değerleme raporları ve inşaat maliyet endeksi baz alınmıştır.)

Önemli Grafikler ve Notlar:**Yabancıya Satış Oranı**

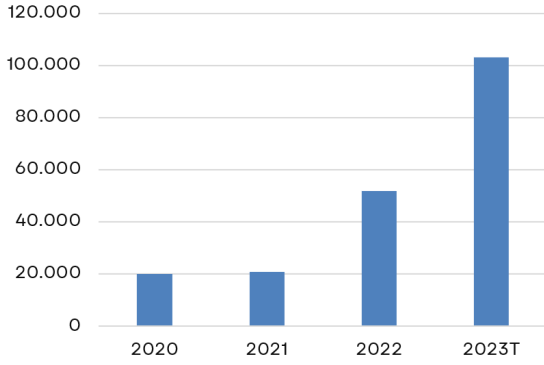
Emlak Konut GYO'nun ana faaliyet ve uzmanlık alanı nitelikli konut inşasıdır. Projelerin büyük çoğunluğu orta-üst gelir grubuna yönelik GPM projeleri olup İstanbul'da bulunması nedeniyle yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir. **Son dönemde konut fiyatlarının reel olarak yükselmesinin yabancıya satışlarda düşüşe yol açtığı** söylenebilir.

Net Borç ve Nakit Akışı (bin₺)

Şirketin **son dönemdeki başarılı satış performansı ve nakde geçme stratejisi** güçlü serbest nakit akışı üretimine olanak sağlamıştır.

Nakit ve Nakit Benzerleri (bin₺)

Emlak Konut, son üç çeyrek içerisinde nakit pozisyonunu önemli miktarda artırmıştır. Şirket halihazırda **15,7mr₺ seviyesindeki nakdinin neredeyse tamamını TL mevduat olarak değerlendirmekte olup yıllık faizi (etkin) %36,5 seviyesindedir.** Hesaplamalarımıza göre şirketin aylık faiz geliri 500mn₺ seviyesinin üzerindedir.

Önemli Grafikler ve Notlar:**Kira Geliri (bin ₺)****Kira Getirisi Olan Varlıklar**

Ağaoğlu Maslak 1453 (5 birim)

Büyükyalı (%37)

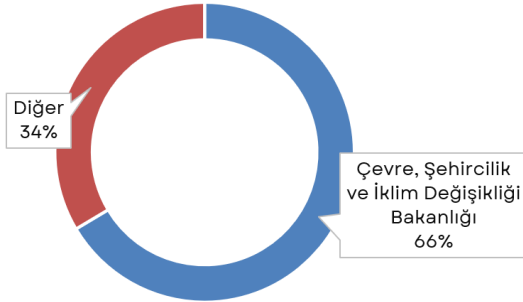
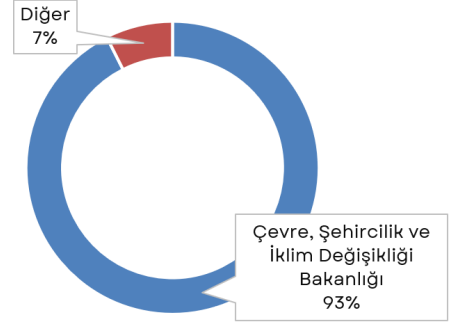
İstmarina (%40)

Sarphan Finans Park (120 birim)

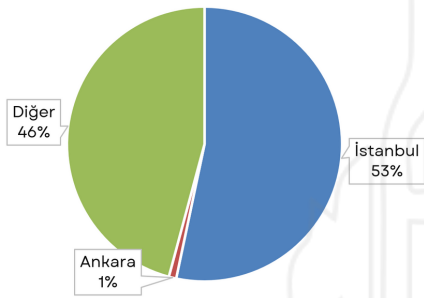
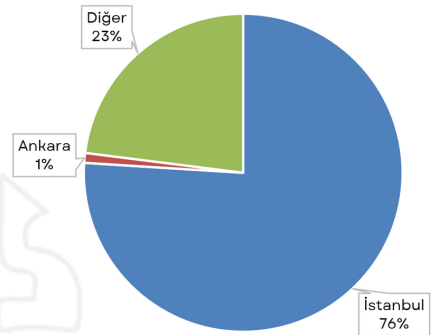
Esenler Emlak Konutları (3 birim)

Genel Müdürlük A Blok

Emlak Konut; GPM kapsamında **geliştirdiği projelerin sonunda, henüz satışı yapılmamış/kiraya verilecek olan birimlere arsa payı oranında ortak olmaktadır.** Bu olanak sayesinde Büyükyalı(%37) ve İstmarina AVM'ler(%40) başta olmak üzere çeşitli projelerden mevcut durumda **kira geliri elde edebilmektedir.** Her ne kadar şirketin faaliyet amacı kira getiren gayrimenkul geliştirmek olmasa da, arsa katılımcısı olması sayesinde kira gelirlerini **2020'deki ~20mn₺'den 2023T'de ~100mn₺ seviyelerine yükseltebilmiştir.** Önümüzdeki yıllar itibarıyla **Merkez Ankara projesi kapsamında Merkez Cadde'nin(Emlak Konut Payı - %30)** faaliyete geçmesiyle kira gelirlerinin artmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Yine Emlak Konut, yeni nesil projelerde ortaya çıkan kiralanabilir alanları proje sonunda yüklenici firma ile ortak görüş çerçevesinde* elinde tutabilir ve kira gelirlerini artırmaya devam edebilir görüşündeyiz.

2003-2022 Arsa Alımı m2**2003 - 2022 Arsa Alımı (TL)**

Şirket **2003-2022 yılları arasında toplamda 32mn m2 arsa alımı** yapmıştır (Türk lirası cinsinden 38mr₺). İlgili arsaların alan olarak %66'sı, **değer olarak %93'ü Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği bakanlığından temin edilmiştir.** Emlak Konut'un **ilgili arazileri geliştirmekle sorumlu olması; aynı zamanda da önemli bölgelerdeki bu arazilere erişim imkanını sağlıyor.** Bu durumu şirket özelinde önemli bir avantaj olarak değerlendiriyoruz.

Şehirlere göre Arsa Stoku m2**Şehirlere göre Arsa Stoku Ekspertiz Değeri**

Emlak Konut'un ihale edilmemiş arsa stoğu **2023/9 itibarıyla 1,9mn m2 seviyesindedir.** Bu arsaların alan dağılımı; **%53 İstanbul, %1 Ankara, %46 diğer şehirler** şeklindedir. İhale edilmemiş arsaların **2023 sonu ekspertiz değerleri bizim hesaplamalarımıza (değerleme şirketi baz alınarak*) göre 22,8mr₺ seviyesindedir.**

2022 yıl sonu değerlemelerine göre arsaların ekspertiz değerleri göz önüne alındığında **%76 İstanbul, %1 Ankara ve %23 diğer şehirler** olmak üzere değerlendirilmiştir. **2023 yıl sonu değerlemelerine göre yine İstanbul'un ~%73 seviyesinde olduğunu hesap ediyoruz.**

Emlak Konut GYO

Değerleme

Net Aktif Değer

	Net Aktif Değer bin₺	Değer	Oran	Yöntem
+	Gelir Paylaşım Modeli	39.211.396	36,8%	İNA - Satılmamış Bağımsız Bölümlerin bugünkü değeri & İnşası başlamamış projelerin boş arsa değeri
+	Anahtar Teslim Projeler	13.294.633	12,5%	İNA - Satılmamış Bağımsız Bölümlerin bugünkü değeri & Arnavutköy/Dursunköy arsa değerleri
-	Anahtar Teslim Projelerin Gelecek Giderleri	7.473.508	-7,0%	İNA
+	İhale Edilmemiş Arsalar	22.814.168	21,4%	2023 Yıl Sonu Değerlemeler
+	Binalar	18.109.510	17,0%	2023 Yıl Sonu Değerlemeler
-	Net Nakit	10.773.878	10,1%	2023/9 Mali Tablolar (UFRS)
+	Bilanço dışı ticari alacaklar	15.871.442	14,9%	İNA
+	Bilanço içi ticari alacaklar	9.818.602	9,2%	2023/9 Mali Tablolar (UFRS)
-	Faaliyet Giderlerinin Bugünkü Değeri	9.720.320	-9,1%	İNA (7 yıllık \$)
+	EPP - Müşavirlik & Danışmanlık Gelirlerinin Bugünkü Değeri	4.595.039	4,3%	İNA (7 yıllık \$)
+	Diğer Varlıklar	4.433.925	4,2%	2023/9 Mali Tablolar (UFRS) & Geri Alınan Paylar (Sermayenin %0,12'si)
-	Diğer Yükümlülükler	15.203.379	-14,3%	GPM yüklenicilerinden alınan avanslar ve diğer yükümlülükler (Deprem başışı kalan taksit dahil)
=	Net Aktif Değer	106.525.386	100%	
	12Ay İleri NAD	141.146.137		
	%40 İskonto	84.687.682		
	Hedef Fiyat	₺22,28		
	Hisse İşlem Fiyatı	₺8,78		
	12A Potansiyel	154%		

Hassasiyet Tablosu

Hedef Fiyat	NAD İskontosu				
	60%	50%	40%	30%	20%
Hedef NAD -10%	₺16,33	₺20,42	₺24,50	₺28,59	₺32,68
Hedef NAD'a göre hisse değeri	₺14,85	₺18,56	₺22,28	₺25,99	₺29,70
Hedef NAD +10%	₺13,36	₺16,70	₺20,05	₺23,39	₺26,73

- Portföyün farklı bileşenlerini aşağıda detaylarını verdiğimiz şekillerde değerleyerek, uygun gördüğümüz durumlarda muhafazakar tarafta kalarak, şirket için **Likidasyon temelli Net Aktif Değer tahminine ve Hedef Değer'e** ulaşıyoruz.

Gelir Paylaşımı Modeli Projeleri:

Gelir Paylaşım Modeli (GPM) kapsamındaki halihazırda ilerlemiş projelerde, ön satışı gerçekleşmiş ünitelere dair ön satış gelirleri ve ilgili taksitli ödemeler kaynaklı alacaklar, bugün itibarıyla nakit ve ticari alacak kalemi altında sınıflanmış durumdadır. Bu sebeple şirket portföyünün halihazırda ilerlemiş GPM projeleri kısmını değerlerken, bu projeler kapsamındaki **henüz ön satışı gerçekleşmemiş ünitelerden kaynaklı beklenen gelirleri temel alan bir değerlemeyi uygun buluyoruz**. Farklı projelerdeki ilgili bölümlerin değerini saptarken ise, şirketin 2023 yılsonu için kamuoyuna açıkladığı **bağımsız değerlendirme raporlarını kullandık**. Diğer taraftan, ihalesi yapılmış fakat **ünite satışı henüz başlamamış veya çok erken fazdaki GPM projelerini ise muhafazakar bir bakışla değerlememize yalnızca arsa değerinden** dahil ediyoruz.

Emlak Konut GYO

22 Ocak 2024

Yukarıda bahsettiğimiz metodoloji ile şirket portföyünün GPM projeleri kısmına dair kalan satışlar kaynaklı nakit akımlarının **bugünkü değerini 39,2mr₺ seviyesinde hesaplıyoruz**. Farklı projelere dair 2023 yılsonu değerlendirme raporlarında, özellikle bazı projelerde varsayılan m2 bazında satılabilir alan fiyatlarını güncel piyasa ile kıyaslayınca kısmen düşük bulsak da değerlemenin güvenli tarafında kalmak amacıyla olduğu gibi kullanmayı tercih ettik.

• Anahtar Teslim Modeli Projeleri:

Portföyün Anahtar Teslim Modeli (ATM) projeleri kısmını değerlendirirken Gelir Paylaşımı Modeli için yukarıda açıkladığımız metodolojiye benzer bir yöntem kullanıyoruz. Fakat bu projelerde GPM projelerinden **farklı olarak yatırım ve diğer harcamalar şirketin kendi yükümlülüğü olduğu için, bu tip projelerde kalan satılmamış ünitelere dair beklenen gelirin haricinde şirketin güncel durumdan proje inşaatı ve satışı tamamlanana kadarki beklenen yatırım ve diğer harcamalarını da değerlemeye dahil ediyoruz**. Hem gelir hem de maliyete dair hesaplamaları yaparken yine ilgili projelere dair 2023 yılsonu bağımsız değerlendirme raporlarını temel aldık. Fakat hesaplamalarımıza göre, projelere dair hem gelir hem de maliyet tarafında sınırlı da olsa, yukarı yönlü bir revize ile inisiyatif almanın doğru olacağını düşündük. Bu yöntemle Anahtar Teslim Projeler için bugüne indirgenmiş şekilde **13,3mr₺ gelir, 7,5mr₺ gider öngörüyoruz**.

• Ticari Alacaklar:

Emlak Konut özelinde ticari alacaklar tarafında bilanço içi ve dışı şekilde ayırım yapmak gerekmektedir. **TFRS 15 kriterleri gereği herhangi bir satışın teslimatı gerçekleşmeden, ticari alacaklara geçmemektedir**. Şirketin teslimatı henüz yapılmamış ünitelere dair gelecek taksitlerden kaynaklanan bu tip alacakları, finansal raporlarının dipnotlarında detayı verildiği üzere bilanço dışı ticari alacaklar altında sınıflandırılmaktadır. Bilanço içi ticari alacaklar UFRS kuralları gereği mali tablolarında bugüne indirgenmiş şekilde kayıt altına alındığından ilgili ticari alacakları doğrudan kullanmayı uygun buluyoruz. Bilanço dışı ticari alacaklar için ise, alacağın vadesiyle uyumlu iskonto oranları kullanarak İNA yöntemiyle bu alacakların bugünkü değerini hesaplama yöntemi kullanıyoruz. **Şirketin ticari alacaklarında mülkiyet transferi ödemeler tamamlanmadan gerçekleşmediği için ve bu ünitelerin piyasa fiyatları şu anda ön satışlar yapıldığı döneme göre daha yüksek olduğu için herhangi bir risk görmüyoruz**. Bu şekilde bir hesaplama bilanço içi ticari alacakları 9,8mr₺; bilanço dışı ticari alacakları 15,9mr₺ seviyesinden Net Aktif Değer tahminimize dahil ediyoruz.

• İhale Edilmemiş Arsalar ve Binalar:

İhale edilmemiş arsalar ve binalar için 2023 yıl sonu değerlemelerini kullandık. **Bu alanın bağımsız bölümlerin sınıflandırmadaki yer değişikliğine bağlı olarak değişebileceğinin altını çizmek istiyoruz**. Bu durumun şirket nihai değerini etkilemediğini vurgulamakta da fayda var.

• Faaliyet Giderleri ve Diğer Faaliyet Gelirleri:

Şirketin faaliyetlerini sürdürmesi için gerekli olan **genel yönetim, pazarlama ve satış giderlerini de değerlemeye dahil etmek gerektiğini düşünüyoruz**. Likidasyon zaman ufkumuz 2030 yılı olmasından kaynaklı 7 yıllık sonlu bir İNA yöntemi kullandık. Şirketin bu dönem içindeki **faaliyet giderlerinin bugünkü değerini 9,7mr₺ olarak hesaplıyoruz**.

Müşavirlik ve Danışmanlık gelirlerinin bugünkü değerini faaliyet giderlerine benzer yöntemle, İNA ile hesapladık. Şirketin **önümüzdeki 7 yılda elde edeceği müşavirlik gelirlerinin bugünkü değerini 4,6mr₺ olarak hesaplıyoruz**.

Diğer varlıklar tarafında şirketin 2023/9 konsolide bilançosunda varlık tarafında peşin ödenmiş giderler, diğer varlıklar gibi kalemleri değerlemeye dahil ediyoruz. Aynı zamanda %0,12'lik geri alınmış payı da piyasa değerinden %7,5 iskonto ile diğer varlıklar tarafına eklemeyi makul bulduk.

Emlak Konut, **GPM projelerinde yüklenici firmalar ile sözleşme imzalanmadan önce, toplam satış gelirinden şirket payına denk gelen toplam gelirin belirlenen oranlarda ilk yapılan ödemesini peşin olarak tahsil etmektedir**. Bu tutarı **bir yükümlülük olarak düşünerek ilgili düzeltmeyi yapmayı doğru buluyoruz**. Bunun yanı sıra diğer ticari borçlar başta olmak üzere giderleri (deprem dolayısıyla yapılan bağışın kalan 300mn₺'lik kısmını içermektedir) diğer giderler altında sınıflandırmayı uygun bulduk.

Emlak Konut GYO

22 Ocak 2024

• Net Aktif Değer ve Hedef Değer:

Bu varsayımlar sonucunda hesapladığımız **cari dönem Net Aktif Değer 106,5mr₺ seviyesinde oluşmuştur. 12 aylık ileri vadeli hedef NAD'ı ise 141,1mr₺ olarak hesaplıyoruz.** Kullandığımız özsermaye maliyeti %32,5 olup, 2023 yılsonu bağımsız değerlendirme raporlarında kullanılan gelir indirgeme yöntemindeki varsayımla uyumludur. Ayrıca 2024 yıl sonu enflasyon tahminimiz %42 seviyesinde iken bir yıllık NAD büyüme tahminimiz, enflasyon tahminimizin yaklaşık %10 altındadır. **Yükselen faiz ortamında piyasanın gayrimenkul fiyatları ile ilgili endişesine hak veriyor, bu nedenle Net Aktif Değer büyümesinin güvenli bölgede kalması gerektiğine inanıyoruz.**

Bugün itibarıyla değerlemeye dahil etmediğimiz Emlak Konut Asansör, henüz faaliyetlerine yeni başlamıştır, dolayısıyla faaliyet gelirlerine kısa vadede katkısı büyük olmayacaktır. **Fakat kısa vadenin ötesine baktığımızda, önümüzdeki yıllar içinde Emlak Konut Asansör'ün şirketin faaliyet gelirlerine önemli derecede katkısı olabileceğini düşünüyoruz.** İlerleyen dönemlerde bu iştirakin operasyonel yapısının gelişmesi ve satış hacminin artması ile beraber değerlemeye dahil etmenin doğru olacağını düşünüyoruz.

Son olarak ulaştığımız **12 Ay vadeli Hedef Net Aktif Değere %40 iskonto uygulayarak hedef değeri 84,7mr₺, Hisse başı Hedef Fiyatı 22,28₺ olarak hesaplıyoruz.** Emlak Konut GYO için Hedef Net Aktif Değere uygulanacak uygun iskonto oranı hakkında:

1- Net aktif değer hesaplamasında en az iskonto hak eden bileşen **şirketin mevcut durumdaki nakit pozisyonudur.** Net nakit pozisyonun NAD içerisindeki payı arttıkça, şirketin NAD iskontosu da düşmelidir. Aksi taktirde, şirketin net nakit pozisyonu piyasa değerinin bir süre sonra üzerine çıkabilecek ve bu da piyasa fiyatlamasının tekrar sorgulanmasına neden olabilecektir.

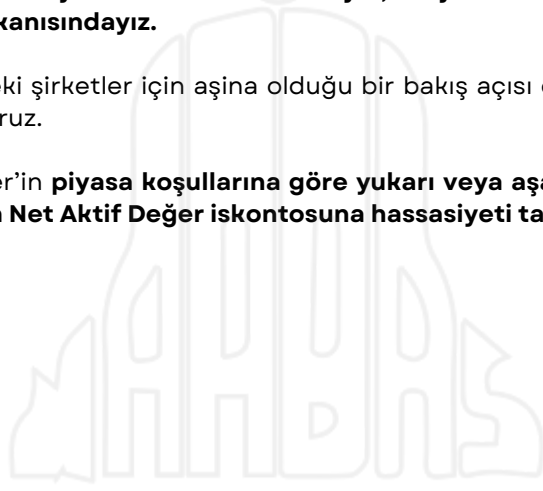
2- Bizim değerlendirme modelimizin **temelde likidasyon esasına dayanıyor olması, bir anlamda değerlemenin terminal döneminde şirketin tamamının nakde geçeceği anlamına geliyor.** Yine önceki argümanda açıkladığımız gibi, tamamı nakde geçecek (değerleme varsayımı) olan bir şirketin hak ettiği NAD iskontosu bugünden çok daha düşük olmalıdır.

3- Gayrimenkul değerlemeleri için referans aldığımız **değerleme raporlarında arsalar için %10, bazı konut, işyeri emsalleri için %20'ye varan iskontolar kullanılmıştır.** Mevcut durumda güncel piyasa değerine göre güvenlik marjı sunan bu varlıkları daha fazla iskontoya maruz bırakmanın doğru olmayacağı kanaatindeyiz.

4- Net Aktif Değer'e iskonto şeklindeki bir değerlendirme yaklaşımı aslında şirketin sadece mevcut varlıklarını göz önüne alan bir değerlendirme yöntemidir. **Yeni proje geliştirmede aktif olan bir şirket için, gelecekte yeni projelerden elde edilebilecek değeri dışarıda bırakan bir yöntem olması sebebiyle, bu yöntemin değeri gerçekte olduğundan önemli oranda daha düşük gösterebileceği kanısındayız.**

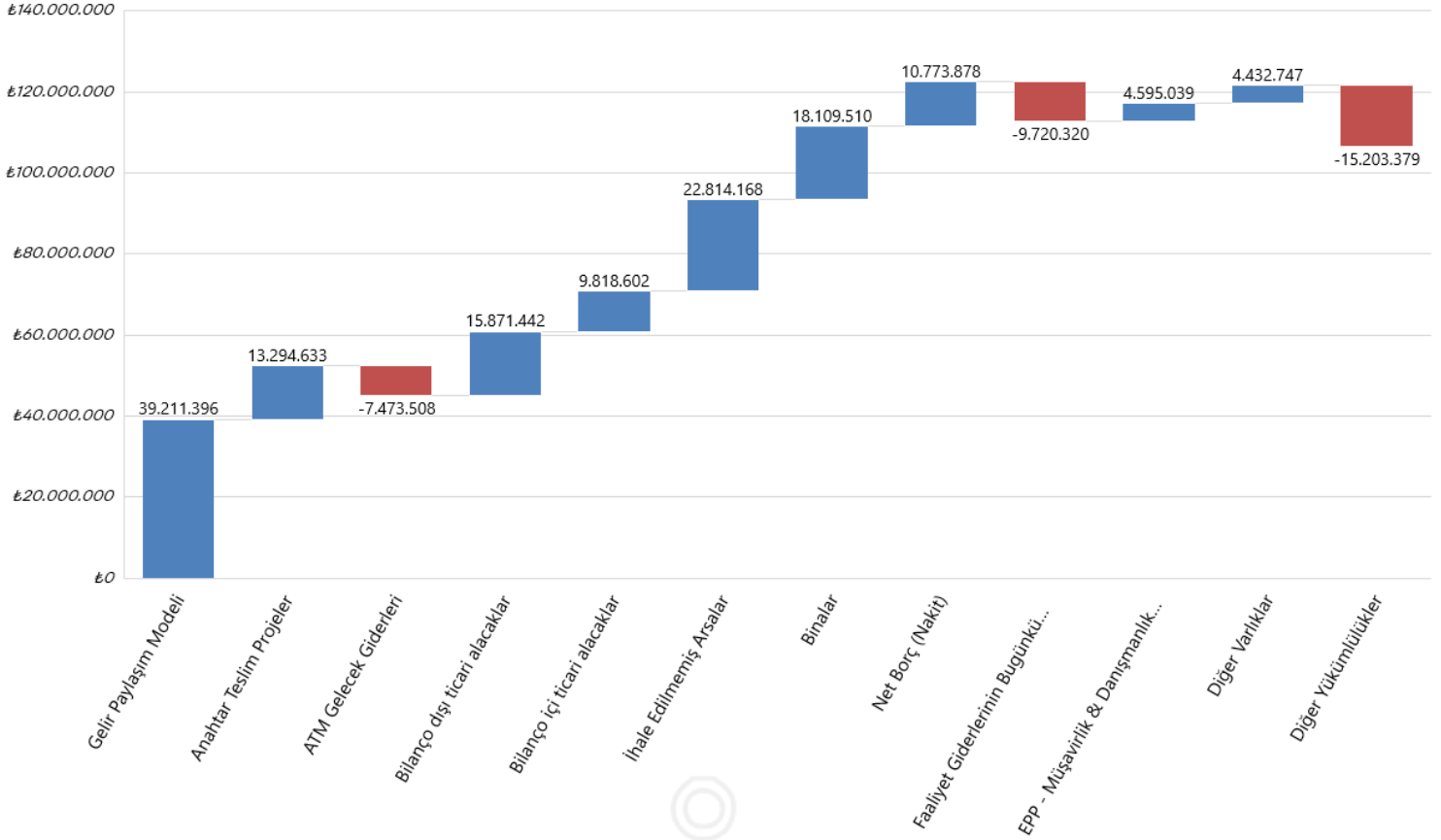
Yine de yatırımcının GYO sektöründeki şirketler için aşına olduğu bir bakış açısı olması sebebiyle şirket için NAD temelli bir değerlendirme yöntemini tercih ediyoruz.

Ayrıca hesapladığımız Net Aktif Değer'in **piyasa koşullarına göre yukarı veya aşağı yönde %10 dalgalanabileceğini** göz önünde bulundurarak **Hedef Değer'in Net Aktif Değer iskontosuna hassasiyeti tablosunu eklemeyi uygun bulduk.**



Emlak Konut GYO**22 Ocak 2024****Nihai Değer**

Hedef NAD değerlememiz sonucunda bulduğumuz 12 aylık hisse başı hedef değer 22,28₺'dir. **19.01.2024 tarihi itibarıyla hissenin kapanış fiyatı 8,78₺ olup 12 ay vadede %154 yukarı potansiyel taşımaktadır.**

Emlak Konut Net Aktif Değer Diyagramı

Emlak Konut GYO - Ek 1

22 Ocak 2024

Şirket Tarihçesi

Emlak Konut, 1953 yılında kurulmuş olup Türkiye'nin köklü konut üreticilerinden biridir. Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak faaliyet gösteren şirket, 1991'de Türkiye Emlak Bankası A.Ş.'nin bağlı ortaklığı olarak tescil edilmiş ve 2002'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşmüştür. Geniş projeler yelpazesiyle kazandığı marka değeri, 2002'de gerçekleşen dönüşümle devam etmektedir. Şirketin unvanı 2006 yılında Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir. **Şirketin amacı, konut ve ticari birimlerin dahil olduğu gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek ve bu projelerin pazarlama ve satışını yapmaktır.** Şirketin %25 oranındaki hisseleri 2 Aralık 2010'dan itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Şirket, 2013 yılında ikinci halka arzı gerçekleştirerek önemli bir başarı elde etmiştir. Grubun merkezi İstanbul'da bulunmaktadır ve 30 Eylül 2023 itibarıyla 1.279 daimi çalışanı vardır. **Şirketin hakim sermayedarı T.C. Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'dır (TOKİ).**

Emlak Konut GYO'nun temel iş modelleri şu şekildedir:

Gelir Paylaşımı Modeli (GPM): Şirket, projelere esas arazilerini **büyük ölçüde TOKİ** ve sınırlı olarak üçüncü şahıslardan temin etmektedir. İnşaat ve gayrimenkul sektör muhasebesine göre, satışlar ve maliyetler, gelir tablosuna yalnızca projenin Emlak Konut GYO A.Ş. tarafından tamamlandığına onay verilmesiyle eklenir. **Şirketin 70 yılda oluşturduğu marka değeri, özellikle ön satışların proje finansmanında büyük rol oynadığı bu modele önemli ölçüde olumlu katkı sağlamaktadır.** Bu model, orta ve üst gelir grubuna yönelik projelerde öne çıkan ve yüksek karlılık ve fon akışı sağlayan özgün bir modeldir. Şirket, gelir paylaşım modeline göre geliştirilen projelerden bağımsız bölüm satın alabilir veya projenin sonunda yüklenici ile bağımsız bölüm paylaşımı yapabilmektedir.

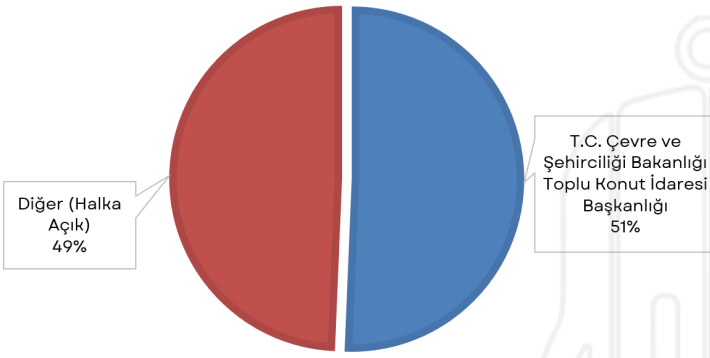
Anahtar Teslimi Proje Modeli (ATM): Bu modelde yüklenici, Anahtar Teslimi Modeli'ne uygun olarak seçilir ve projenin geliştirilmesiyle ilgili tüm riskleri ve sorumlulukları Emlak Konut üstlenir. Bu modelde elde edilen gelirin tamamı Emlak Konut'a aittir.

Ortaklık Yapısı

Şirketin hakim sermayedarı T.C. Çevre ve Şehirciliği Bakanlığı Toplu Konut İdaresi Başkanlığıdır (TOKİ).

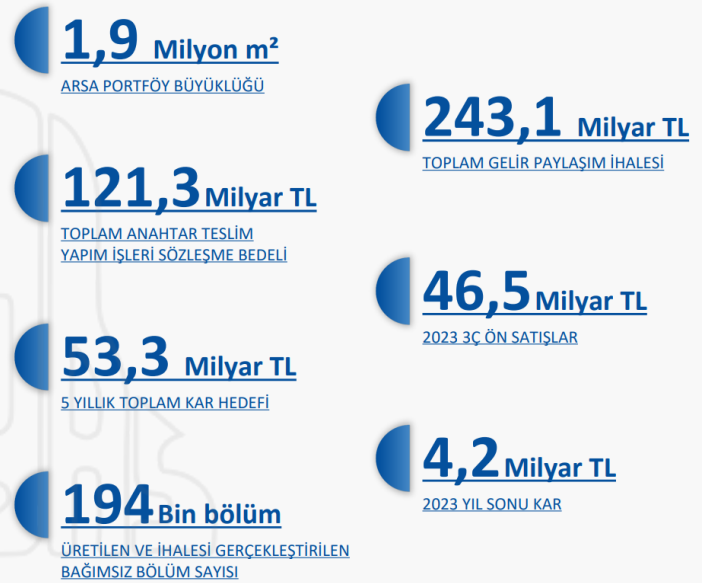
Şirketin ödenmiş sermayesi 3.800mn olup halihazırda %50,66'lık kısmı Borsa İstanbul'da fiili dolaşım halindedir. Şirket sürdürdüğü geri alım programında 191.550.291 (Sermayenin %5,04'ü) nominal tutarlı hissesini piyasadan geri almış olup 18 Eylül 2023 tarihi itibarıyla 187.000.000 (sermayenin %4,92'si) adedini yabancı bir kuruluşa o gün piyasa değerinden %7,5 iskonto ile pay başına 7,5₺'den satışını tamamlamıştır.

Emlak Konut GYO Ortaklık Oranı



Kaynak ; Şirket Finansalları

Rakamlarla Emlak Konut GYO



Kaynak ; Şirket Yatırımcı Sunumu

Emlak Konut GYO - Ek 2**22 Ocak 2024**

Not: Enflasyon muhasebesi gereği, 2023 yıl sonu mali tabloları sonraki çeyreklik dönem finansalları için baz oluşturacak ve 2023 yıl sonu itibarıyla özellikle stoklar, maddi duran varlıklar vb. parasal olmayan kalemler başta olmak üzere bilanço kalemleri büyük ölçüde güncellenecektir. Devam eden dönem gelir tablosunu ise yine bu baz alınan dönem belirleyecektir.

Bu sebepten dolayı her ne kadar rapor içerisinde yer yer gelecek dönemler ile ilgili öngörülerimize yer versek de, bu aşamada gelecek yıllar ile ilgili tahminlerimiz için 2023 yıl sonu finansallarını beklemeyi uygun görüyoruz.

Gelir Tablosu	2023/9	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12
Satış Gelirleri	12.134.387.000	8.122.851.000	6.737.461.000	4.730.462.000	5.667.598.000	3.927.643.000
Satışların Maliyeti (-)	-7.620.572.000	-3.481.310.000	-4.536.400.000	-3.603.101.000	-4.122.381.000	-2.259.405.000
Brüt Kâr	4.513.815.000	4.641.541.000	2.201.061.000	1.127.361.000	1.545.217.000	1.668.238.000
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.808.539.000	-918.357.000	-468.185.000	-346.185.000	-308.362.000	-227.160.000
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-282.746.000	-167.358.000	-83.334.000	-88.587.000	-83.188.000	-71.537.000
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.439.653.000	975.988.000	680.245.000	641.381.000	506.062.000	512.529.000
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-987.630.000	-1.230.840.000	-622.626.000	-274.723.000	-299.182.000	-268.202.000
Faaliyet Kârı	2.874.553.000	3.300.974.000	1.707.161.000	1.059.247.000	1.360.547.000	1.613.868.000
Favök	2.470.837.000	3.607.884.000	1.680.224.000	722.815.000	1.184.519.000	1.376.946.000
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5.317.000	27.347.000	30.798.000	6.342.000	174.000	208.000
Özkaynak Kârı (Zararı)	-	-	-	-949.000	-6.770.000	-
Finansman Öncesi Faaliyet Kârı	2.879.870.000	3.328.321.000	1.737.959.000	1.064.640.000	1.353.951.000	1.614.076.000
Finansal Gelirler	1.803.521.000	617.881.000	187.732.000	255.226.000	157.269.000	204.449.000
Finansal Giderler (-)	-1.005.475.000	-952.068.000	-609.431.000	-485.727.000	-739.936.000	-550.476.000
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	3.677.916.000	2.994.134.000	1.316.260.000	834.139.000	771.284.000	1.268.049.000
Vergi Geliri (Gideri)	6.438.000	2.999.000	16.063.000	2.424.000	7.066.000	-
Dönem Kârı	3.684.354.000	2.997.133.000	1.332.323.000	836.258.000	778.369.000	1.268.049.000

Bilanço	2023/9	2022/12	2021/12	2020/12	2019/12	2018/12
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.694.524.000	6.107.609.000	3.728.285.000	2.005.246.000	546.968.000	674.871.000
Finansal Yatırımlar	-	-	500.000	306.015.000	22.370.000	54.442.000
Ticari Alacaklar	4.850.776.000	3.268.382.000	2.794.039.000	2.524.625.000	2.916.749.000	1.622.995.000
Diğer Alacaklar	759.850.000	577.700.000	554.742.000	925.593.000	1.139.809.000	1.163.367.000
Stoklar	30.230.234.000	28.955.350.000	17.853.446.000	16.262.148.000	13.782.778.000	15.407.484.000
Peşin Ödenmiş Giderler	2.134.772.000	2.374.680.000	977.233.000	1.625.385.000	1.750.228.000	1.467.489.000
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	3.838.000	5.968.000	-	-	2.993.000	3.052.000
Diğer Dönen Varlıklar	1.431.218.000	852.225.000	204.973.000	315.871.000	230.934.000	301.719.000
Dönen Varlıklar	55.105.212.000	42.141.914.000	26.113.218.000	23.964.883.000	20.392.829.000	20.695.419.000
Finansal Yatırımlar	-	-	842.000	836.000	836.000	836.000
Ticari Alacaklar	4.779.020.000	3.730.187.000	3.630.723.000	3.736.340.000	3.067.809.000	1.895.829.000
Diğer Alacaklar	23.331.000	21.650.000	11.473.000	54.508.000	42.035.000	28.829.000
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.351.000	841.000	-	6.387.000	7.331.000	7.866.000
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	434.985.000	742.683.000	843.675.000	735.290.000	480.145.000	390.340.000
Maddi Duran Varlıklar	392.742.000	285.862.000	152.613.000	115.677.000	105.913.000	66.342.000
Kullanım Hakkı Varlıkları	42.610.000	17.721.000	180.000	75.000	539.000	-
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36.452.000	7.965.000	5.028.000	4.586.000	4.393.000	1.984.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	13.185.000	10.356.000	2.700.000	1.813.000	7.454.000	388.000
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	23.895.000	75.958.000	231.437.000
Duran Varlıklar	5.723.676.000	4.817.265.000	4.647.234.000	4.679.407.000	3.792.413.000	2.623.851.000
Varlıklar	60.828.888.000	46.959.179.000	30.760.452.000	28.644.290.000	24.185.242.000	23.319.270.000
Finansal Borçlar	3.178.461.000	3.114.408.000	2.759.735.000	2.201.618.000	3.178.621.000	1.675.662.000
Ticari Borçlar	2.251.552.000	2.956.858.000	2.006.203.000	2.494.109.000	505.768.000	978.347.000
Diğer Borçlar	791.666.000	516.169.000	196.047.000	590.262.000	571.706.000	633.686.000
Ertelenmiş Gelirler	29.995.947.000	18.423.670.000	7.695.649.000	5.604.105.000	4.344.566.000	4.904.297.000
Kısa Vadeli Karşılıklar	330.838.000	282.876.000	173.259.000	142.114.000	121.389.000	137.659.000
Kısa Vadeli Yükümlülükler	36.548.464.000	25.293.981.000	12.838.385.000	11.032.208.000	8.722.050.000	8.329.651.000
Finansal Borçlar	1.742.185.000	3.103.650.000	2.030.678.000	2.983.427.000	1.590.567.000	1.685.943.000
Ticari Borçlar	-	20.000	2.099.000	28.000	102.000	77.349.000
Diğer Borçlar	201.882.000	117.382.000	89.537.000	59.985.000	48.887.000	68.792.000
Ertelenmiş Gelirler	4.738.000	4.738.000	4.738.000	4.738.000	4.591.000	3.175.000
Uzun vadeli Karşılıklar	94.018.000	48.753.000	25.268.000	15.804.000	13.846.000	8.685.000
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	19.023.000	22.632.000	22.860.000	54.092.000	62.157.000	62.157.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.061.846.000	3.297.175.000	2.175.180.000	3.118.074.000	1.720.150.000	1.906.101.000
Toplam Özkaynaklar	22.218.578.000	18.368.023.000	15.746.887.000	14.494.008.000	13.743.042.000	13.083.518.000
Toplam Kaynaklar	60.828.888.000	46.959.179.000	30.760.452.000	28.644.290.000	24.185.242.000	23.319.270.000

Kaynak : Fintables

Marbaş Menkul Değerler Araştırma - arastirma@marbasmenkul.com.tr

YASAL UYARI

Bu rapor, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya bunları ihraç eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında, belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. müşterilerine ve/veya dağıtım kanallarına yönelik olarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin anlaşmalı olduğu dışarıdan hizmet sağlayıcı kuruluş tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir şekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır.

