Emlak Konut GYO <EKGYO> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Net aktif değer büyürken vergi yükü net kârı sınırlıyor

Emlak Konut, 3Ç26'da satış gelirleri yıllık reel %6,0 azalarak 17,33 milyar TL'ye gerilemesine rağmen, brüt kârını %42,2 artışla 8,07 milyar TL'ye yükseltti. Esas faaliyet kârı %29,1 artarak 7,50 milyar TL, vergi öncesi kâr %140,5 artışla 4,44 milyar TL oldu. Ancak 4,06 milyar TL vergi gideri, vergi öncesi kârın %91,4'ünü karşılayarak net kârı 380 milyon TL ile sınırladı. Vergi öncesi kârdaki güçlenmenin net kâra yansıması sınırlı kaldı.

Gelir paylaşımı yüksek marjı destekliyor

Üçüncü çeyrekte brüt kâr marjı %30,8'den %46,5'e yükseldi. Arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı yöntemiyle projelendirilen arsalardan 9,08 milyar TL hasılat ve 7,04 milyar TL brüt kâr oluşması, marjı destekleyen başlıca unsur oldu. Dokuz ayda bu modelin hasılatı %105,9 artışla 27,30 milyar TL'ye, brüt kârı 15,75 milyar TL'ye ulaştı; modelin brüt marjı %57,7 oldu. Buna karşılık konut ve ticari ünite gelirlerinin gerilemesi, toplam dokuz aylık hasılatın %13,6 düşmesine yol açtı. Diğer doğrudan arsa satışlarında ise dokuz ayda 1,57 milyar TL brüt zarar oluştu. Bu nedenle marj artışını teslim edilen projelerin ve gelir karmasının etkisiyle birlikte okuyoruz.

Vergi baskısının ağırlığı ertelenmiş vergiden geliyor

Çeyreklik vergi giderinin 3,66 milyar TL'si ertelenmiş vergi, 397 milyon TL'si cari vergi giderinden oluşuyor. Vergi giderindeki 2,47 milyar TL yıllık artış, vergi öncesi kârdaki 2,59 milyar TL artışın yaklaşık %95'ini karşıladı. Dokuz ayda ise vergi öncesi kâr %29,0 azalarak 14,19 milyar TL'ye, net kâr %78,6 düşüşle 2,87 milyar TL'ye geriledi. Dolayısıyla vergi öncesi kârdaki büyüme üçüncü çeyreğe özgü; dokuz aylık toplamda aynı görünüm bulunmuyor. Ertelenmiş vergi gideri cari dönemde aynı tutarda nakit vergi ödemesi anlamına gelmiyor.

Net aktif değer değerlemenin temel dayanağı

Şirketin açıkladığı net aktif değer, haziran sonundaki 216,6 milyar TL'den yaklaşık %7 artarak eylül sonunda 231,81 milyar TL'ye ulaştı. Pay başına NAD 61,00 TL. 17,66 TL referans fiyat üzerinden piyasa değeri/NAD yaklaşık 0,29 ve iskonto %71,0 düzeyinde. Bu görünüm portföy değerine göre belirgin iskontoya işaret ediyor. İskontonun daralması açısından, gelir paylaşımı projelerindeki hakların tahsilata dönüşmesi ve finansman ile vergi yükünün net kârı destekleyecek şekilde dengelenmesi belirleyici olacak.

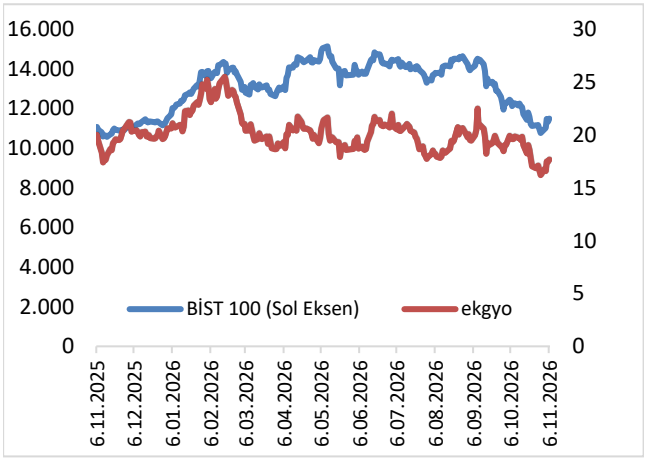
Vergi öncesi kârın net kâra dönüşümü

Üçüncü çeyrekte vergi öncesi kârdaki 2,59 milyar TL artışın 1,69 milyar TL'si esas faaliyet kârındaki iyileşmeden, 1,82 milyar TL'si parasal kazanç artışından geldi. Yatırım faaliyetleri net sonucu 519 milyon TL katkı sağlarken net finansman giderindeki 1,44 milyar TL artış bu kazanımları sınırladı. Dolayısıyla vergi öncesi kâr büyümesini yalnızca operasyonel iyileşme olarak değerlendirmiyoruz. Vergi gideri %154,7 artarak 4,06 milyar TL'ye çıktığından, vergi öncesi kârın net kâra dönüşümü %13,7'den %8,6'ya geriledi.

SINIRLI POZİTİF

Kapanış, TL (06.11.2026)	17,66 TL
Hedef Fiyat	33,10 TL
Tavsiye	AL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	3.800.000
Halka Açık Sermaye (bin TL)	1.829.700
Halka Açıklık Oranı	48,15%
Piyasa Çarpanları	
PD/NAD	0,29
PD/DD	0,42
NAD İskontosu	71,0%

Özet Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	17.334	18.437	-6,0
Brüt satış karı	8.069	5.673	42,2
Faaliyet Giderleri	2.134	1.989	7,3
Net Finansman Gideri	−5.314	−3.877	37,1
Esas Faaliyet Karı	7.500	5.810	29,1
Vergi Öncesi Kar	4.439	1.845	140,5
Ana Ortaklık Net Karı	380	252	50,7
Oranlar	**3Ç26**	**3Ç25**	**Fark**
Brüt Kar Marjı (%)	46,5	30,8	15,8
Esas Faa.Kar Marjı (%)	43,3	31,5	11,8
Net Kar Marjı (%)	2,2	1,4	0,8



Dokuz aylık 11,32 milyar TL toplam vergi gideri, 11,36 milyar TL ertelenmiş vergi gideri ve bunu kısmen karşılayan 35 milyon TL cari vergi gelirinden oluşuyor. Vergi dipnotunda stoklara ilişkin ertelenmiş vergi yükümlülüğü 7,00 milyar TL'den 22,50 milyar TL'ye yükselirken ertelenmiş gelirler kaynaklı vergi varlığı 3,67 milyar TL'den 8,39 milyar TL'ye çıktı. Net ertelenmiş vergi yükümlülüğü böylece 0,81 milyar TL'den 12,18 milyar TL'ye yükseldi. Baskı, esas olarak TFRS kayıtlarıyla vergiye esas değerler arasındaki geçici farklarla ilişkili.

Net aktif değerin bileşenleri

NAD hesaplaması (milyar TL)	Tutar
Toplam bilanço varlıkları	494,623
İhale edilmemiş arsa stokunun ekspertiz değeri	144,724
Gelir paylaşımı projelerinden şirket payı geliri	148,415
Anahtar teslim projelerde arsa maliyeti ve hakediş	45,178
Binaların ekspertiz değeri	53,498
Bağlı ortaklık gayrimenkullerinin ekspertiz değeri	11,478
Arsa ve konut stoklarının maliyet değeri	316,212
Yatırım amaçlı ve diğer gayrimenkullerin maliyeti	7,746
Bağlı ortaklık gayrimenkullerinin maliyeti	9,187
Toplam yükümlülükler	332,963
Net aktif değer	**231,806**

Kaynak: Yatırımcı Sunumu s. 27; Faaliyet Raporu basılı s. 25. Yuvarlamalardan küçük farklar oluşabilir.

Nakit artışı borçlanmayla birlikte okunmalı

Dokuz aylık işletme faaliyetlerinden 7,88 milyar TL nakit çıkışı oluştu; geçen yılın 55,31 milyar TL çıkışına göre iyileşme var, ancak dokuz aylık toplamda faaliyetlerden nakit çıkışı sürüyor. Stok ve ticari alacak değişimleri toplam 39,15 milyar TL nakit kullandı. İşletme ve yatırım faaliyetlerinin birlikte 11,59 milyar TL çıkışına karşılık finansman faaliyetleri 47,90 milyar TL giriş sağladı. Dönemde 21,18 milyar TL nakit faiz ödendi. Bilançodaki 53,41 milyar TL nakitten, proje hesaplarında yüklenicilere ait 6,21 milyar TL ve TOKİ adına tutulan 5,62 milyar TL çıkarıldığında nakit akış tablosundaki bakiye 41,58 milyar TL oluyor. Bu ayrım kullanılabilir likidite değerlendirmesinde önemli.

Banka kredileri, kira sertifikaları, kiralama yükümlülükleri ve faktoring borçlarının toplamı 114,93 milyar TL; bilançodaki nakit düşüldüğünde net borç yaklaşık 61,52 milyar TL ve net borç/özkaynak %38,1. TOKİ adına gayrimenkul sertifikasından doğan 21,41 milyar TL diğer yükümlülük bu faizli borç tanımına dahil edilmemiştir. 650 milyon dolarlık beş yıllık yurt dışı sukuk vade yapısını desteklerken döviz yükümlülüklerini artırıyor. TL banka kredilerinin 40,90 milyar TL'sinin TLREF'e endeksli olması faiz düşüşüne duyarlılık yaratıyor; ancak teslimat ve tahsilat takvimi dengelenmeden yalnızca faiz beklentisine dayalı rahatlama varsaymıyoruz.

Ön satışlar teslimata dönüşecek talebi gösteriyor

İlk dokuz ayda KDV hariç toplam ön satış 62,33 milyar TL oldu; bunun 56,81 milyar TL'si 3.269 bağımsız bölümden, 5,52 milyar TL'si 25 arsa satışından oluşuyor. Bağımsız bölümlerde ortalama metrekare fiyatı 129.273 TL ile 2025 ortalamasının nominal %22,0 üzerinde.

Yeni ihalelerin gelir ve NAD etkisi zamana yayılacak

Eylül sonuna kadar tamamlanan 12 gelir paylaşımı ihalesinde toplam satış geliri 268,85 milyar TL, arsa sahipleriyle paylaşım öncesi asgari şirket payı 108,56 milyar TL olarak belirlendi. 2 Ekim'de sonuçlanan Ümraniye İnkılap 2. Etap ihalesiyle sayı 13'e, tutarlar 315,02 ve 127,03 milyar TL'ye ulaştı. Bu nedenle 13 ihale rakamı dokuz aylık dönem sonrasını da içeriyor. Ayrıca protokol arsalarındaki ihale tutarları arsa sahibi payı düşülmeden verildiğinden doğrudan Emlak Konut geliri veya NAD artışı sayılmamalı. Macunköy ve Halkalı Batı 2. Etap sözleşmeleri ekimde imzalandı; faaliyet raporuna göre bu projeler eylül sonu NAD hesabında yer almıyor.

Değerlendirme

Sonuçları gelir paylaşımı modelinin marj katkısı ve artan NAD açısından olumlu, net kâra ve nakde dönüşüm açısından temkinli değerlendiriyoruz. Yaklaşık %71 NAD iskontosu portföy değerine göre belirgin olsa da teslimat süresi, yüklenici performansı ve finansman maliyetiyle birlikte okunmalı. Vergi öncesi kâr artışının büyük kısmının vergi giderindeki artışla karşılanması, çeyreklik net kârı sınırlıyor. Görüşümüzün güçlenmesi için ön satışların şirket payına düşen tahsilata dönüşmesini, faaliyet nakit akışının pozitife geçmesini ve ertelenmiş vergi baskısının normalleşmesini takip edeceğiz. EKGYO için 12 aylık hedef fiyatımızı 33,10 TL seviyesinde korumaya devam ediyoruz. 17,66 TL referans fiyat üzerinden %87,4 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Özet finansallar

Gösterge (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	9A26	9A25
Net satışlar	17.334	18.437	73.603	85.228
Brüt kâr	8.069	5.673	25.080	26.772
Faaliyet giderleri	2.134	1.989	6.935	5.463
Esas faaliyet kârı	7.500	5.810	20.633	26.406
Net finansman gideri	−5.314	−3.877	−14.186	−8.335
Net parasal kazanç	2.067	246	7.397	2.255
Vergi öncesi kâr	4.439	1.845	14.190	19.993
Toplam vergi gideri	4.059	1.593	11.321	6.583
Bunun içinde ertelenmiş vergi gideri	3.662	2.243	11.356	4.537
Ana ortaklık net kârı	380	252	2.869	13.410

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286
SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287
DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr