Emlak Konut 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **GYO sektöründe şirketlerden çeyreklik bazda finansal tahmin alınamaması nedeniyle konsensüs beklentilerine katılım sınırlı kalmaktadır. Bu nedenle finansal sonuç değerlendirmemizde konsensüs beklentileri dikkate alınmamıştır.*

"AL"

Hedef Fiyat: 31,0 TL

Getiri Potansiyeli : %76

- **Net Kar Yıllık %51 Artarken Çeyreklik %62 Geriledi.** Emlak Konut, 3Ç26'da 380 milyon TL net karı açıkladı. Şirket, 3Ç25'te 252 milyon TL, 2Ç26'da ise 1.010 milyon TL net kar elde etmişti. Vergi öncesi kar yıllık bazda %141 artışla 4.439 milyon TL'ye yükselirken, 4.059 milyon TL vergi gideri net kar üzerinde belirgin baskı oluşturdu. Bu dönemde efektif vergi oranının yaklaşık %91 seviyesinde gerçekleşmesi, operasyonel taraftaki iyileşmenin net kara sınırlı yansımasına neden oldu. Net finansman gideri çeyreklik bazda 4.171 milyon TL'den 3.247 milyon TL'ye gerilerken, parasal kazanç 2.067 milyon TL ile önceki çeyrekteki 112 milyon TL'nin belirgin üzerinde gerçekleşti. İlk dokuz ayda ise net kar yıllık bazda %79 gerileyerek 2.869 milyon TL oldu.

- **Maliyetlerdeki Düşüş Sayesinde FAVÖK %56 Arttı.** Şirketin net satış gelirleri 3Ç26'da yıllık bazda %6, çeyreklik bazda %44 düşüşle 17.334 milyon TL'ye geriledi. Ancak satışların maliyetinin ciroya oranının yıllık bazda 15,8 puan azalarak %53,5'e gerilemesiyle brüt kar %42 artışla 8.069 milyon TL'ye yükseldi. Bu gelişmede teslim edilen projelerin karlılık kompozisyonunun etkili olduğunu değerlendiriyoruz. Faaliyet giderlerinin ciroya oranı ise %10,8'den %12,3'e yükseldi. FAVÖK, yıllık bazda %56 artışla 6.031 milyon TL olurken, çeyreklik bazda %1 geriledi. FAVÖK marjı %34,8 ile yıllık bazda 13,8 puan, çeyreklik bazda 15,0 puan iyileşti. İlk dokuz ayda net satışlar yıllık %14 düşüşle 73.603 milyon TL, FAVÖK 18.662 milyon TL (marj %25,4), şirket tanımlı FAVÖK ise 22.212 milyon TL (marj %30,2) seviyesinde gerçekleşti. Özellikle brüt kar ve FAVÖK marjlarındaki iyileşmeyi, teslimat kompozisyonunun yanı sıra şirketin gelir paylaşımı modelinin operasyonel karlılık üzerindeki olumlu etkisi açısından önemsiyoruz.

- **Ön Satışlarda 56,8 Milyar TL, İhalelerde Güçlü Fiyatlama Performansı.** Emlak Konut, 2026'nın ilk dokuz ayında 439 bin m² brüt alana sahip 3.269 bağımsız bölüm satışı gerçekleştirerek KDV hariç 56,8 milyar TL ön satış geliri elde etti. Arsa satışları dahil toplam ön satış tutarı 62,3 milyar TL'ye ulaştı. Bağımsız bölüm satışlarında ortalama metrekare fiyatının 129.273 TL ile önceki yıl ortalamasının %22 üzerinde gerçekleşmesi, şirketin fiyatlama gücünü koruduğuna işaret ediyor. İhale tarafında ise şirketin gelir paylaşımı modeliyle sonuçlandırdığı projeler orta vadeli gelir görünürlüğünü destekliyor. 30 Eylül itibarıyla sonuçlanan 12 gelir paylaşımı ihalesinde toplam satış geliri 268,9 milyar TL, şirket payı toplam geliri 108,6 milyar TL olarak belirlenirken, 2 Ekim'de sonuçlanan Ümraniye İnkılap 2. Etap ihalesiyle birlikte ihale sayısı 13'e, toplam satış geliri 315 milyar TL'ye ve asgari şirket payı 127 milyar TL'ye yükseldi. Ayrıca 30 Eylül itibarıyla 14 protokol projesinin ihalesi sonuçlanmış, bunların 11'inde yüklenici sözleşmesi imzalanmış durumda. Söz konusu protokol projelerinde toplam satış geliri 279,7 milyar TL, şirket payı toplam geliri ise 113,9 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Bu rakamlar şirketin güçlü proje portföyünü ve orta vadeli gelir potansiyelini desteklemekle birlikte, gelirlerin satış, tahsilat ve teslimat takvimine bağlı olarak finansal tablolara farklı dönemlerde yansıyacağını hatırlatıyoruz.

- **NAD 231,8 Milyar TL, Yıl Sonu Hedefler Korundu.** Haziran ayında gerçekleştirilen 650 milyon USD tutarındaki, beş yıl vadeli ve %7,75 kar paylı ilk uluslararası sukuk ihracı, şirketin finansman kaynaklarını çeşitlendirmesi açısından önemli bir gelişme oldu. Yaklaşık 1,85 milyar USD talep gören ihraç sonrasında nakit ve nakit benzerleri 30 Eylül itibarıyla 53,4 milyar TL'ye yükselirken (2025 sonu: 18,3 milyar TL) bet borç 50,5 milyar TL'ye geriledi. Şirketin Net Aktif Değeri (NAD) ise 2Ç26'daki 216,6 milyar TL'den 231,8 milyar TL'ye yükseldi.

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	EKGYO TI
Tavsiye	AL
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	31.00
Hedef Fiyat (TL/hisse)	31.00
Kapanış (TL/hisse)	17.66
Yükseliş Potansiyeli (%)	76%
Piyasa Değeri (milyon TL)	67,108
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,343
Firma Değeri (milyon TL)	149,379
Sermaye (milyon TL)	3,800
Halka Açıklık Oranı (%)	48.14

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	99,829	101,582	102,598
Büyüme (%)	139%	2%	1%
FAVÖK	21,988	22,638	22,987
Büyüme (%)	248%	3%	2%
Net Kar	6,002	13,555	14,183
Büyüme (%)	-65%	126%	5%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	22.0%	22.3%	22.4%
Net Kar Marjı	6.0%	13.3%	13.8%
Borçluluk			
Net Borç	30,374	38,069	39,823
Net Borç /FAVÖK	1.38	1.68	1.73
Değerleme Çarpanları			
F/K	11.2	5.0	4.7
PD/DD	0.6	0.5	0.5
FD/FAVÖK	6.8	6.6	6.5

*FAVÖK = (Brüt Kar- Operasyonel Giderler + Amortisman)



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkyatirim.com.tr

Emlak Konut 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

- **2026 Hedefleri Korundu, Son Çeyrekte Satış İvmesi Belirleyici Olacak.** Emlak Konut, 2026 yılı için açıkladığı 10,2 milyar TL arsa satışı, 135,2 milyar TL proje satış değeri, 7.801 adet bağımsız bölüm, 950 bin m² brüt satış alanı ve 13,1 milyar TL net kar hedeflerini korudu. İlk dokuz ay itibarıyla proje satış değerinde %42, bağımsız bölüm adedinde %42, brüt satış alanında %46 ve arsa satışında %54 gerçekleşme sağlandı. Şirket yönetimi, gelir paylaşımı projelerinin doğası gereği satışların yılın son çeyreğinde yoğunlaştığını ve mevcut gerçekleşmelerin olağan planlamayla uyumlu olduğunu belirtiyor. Net kar hedefinde gerçekleşme oranının yalnızca %21,9 seviyesinde bulunması, yılın kalan döneminde finansal sonuçlar açısından daha güçlü bir performans ihtiyacına işaret ediyor. Özellikle 4Ç26'da proje teslimatlarının, satışların ve yüksek karlılıklı projelerin gelir tablosuna katkısını yakından takip edeceğiz. Ayrıca Hayat Mekke projesinde 8 Temmuz'da imzalanan mutabakat kapsamında villaların %25'ine karşılık gelen 254 bağımsız bölümün yabancı alıcılara satışına yönelik çerçeve oluşturulmasını, şirketin yurt dışı proje geliştirme ve satış potansiyeli açısından olumlu değerlendiriyoruz.

- **12 Aylık Hedef Fiyatımızı 31,0 TL ve AL Tavsiyemizi Koruyoruz.** Emlak Konut'un 3Ç26'da reel anlamda daralan cirosuna karşın maliyet kontrolü sayesinde operasyonel karlılık açısından güçlü, net kar tarafında ise yüksek vergi giderinin etkisiyle sınırlı bir sonuç açıkladığını gözlemliyoruz. Net kar marjının %2,2 seviyesinde kalması kısa vadede piyasa tepkisini sınırlayabilecek bir unsur olarak karşımıza çıkmasına karşın maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK'teki %56'lık artış, brüt kar marjındaki belirgin iyileşme, güçlü ön satış performansı, yeni gelir paylaşımı ihaleleri ve yükselen NAD olumlu bulduğumuz unsurlar arasında yer alıyor. Hisse mevcut piyasa değerine göre yaklaşık %66 NAD iskontosuyla işlem görüyor. Güçlü ihale performansı, yüksek ön satış birikimi, yeni projelerin gelir görünürlüğü, 4Ç26'da beklenen mevsimsel satış ivmesi ve faiz indirim sürecinin gayrimenkul sektörüne sağlayabileceği destek doğrultusunda ***12 aylık hedef fiyatımızı 31,0 TL ve AL yönündeki tavsiyemizi koruyoruz.***

Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Net Satışlar	**17,334**	**18,437**	**-6**	**30,707**	**-44**	**73,603**	**85,228**	**-14**
Satışların Maliyeti (-)	9,266	12,763	-27	22,157	-58	48,524	58,456	-17
Brüt Kar/Zarar	**8,069**	**5,673**	**42**	**8,549**	**-6**	**25,080**	**26,772**	**-6**
Faaliyet Giderleri (-)	2,134	1,989	7	2,559	-17	6,935	5,463	27
Esas Faaliyet Karı	**5,935**	**3,685**	**61**	**5,991**	**-1**	**18,145**	**21,310**	**-15**
Amortisman	96	185	-48	96	-0	517	417	24
FAVÖK	**6,031**	**3,870**	**56**	**6,086**	**-1**	**18,662**	**21,726**	**-14**
Diğ. Gelir/Gider (net)	1,565	2,125	-26	827	89	2,488	5,096	-51
Yat. Fal. Gel. (net)	186	-334	a.d.	134	38	346	-334	a.d.
Finansal Gelir/Gider (net)	-3,247	-3,631	a.d.	-4,171	a.d.	-6,789	-6,079	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	2,067	246	741	112	1,743	7,397	2,255	228
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**4,439**	**1,845**	**141**	**2,781**	**60**	**14,190**	**19,993**	**-29**
Vergi	-4,059	-1,593	a.d.	-1,772	a.d.	-11,321	-6,583	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	**380**	**252**	**51**	**1,010**	**-62**	**2,869**	**13,410**	**-79**

Karlılık	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	46.5%	30.8%	15.8bps	27.8%	18.7bps	34%	31%	2.7bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	34.2%	20.0%	14.3bps	19.5%	14.7bps	25%	25%	-0.4bps
FAVÖK Marjı	**34.8%**	**21.0%**	**13.8bps**	**19.8%**	**15.0bps**	**25.4%**	**25.5%**	**-0.1bps**
Vergi Oranı	-91.4%	-86.3%	a.d.	-63.7%	a.d.	-80%	-33%	a.d.
Net Kar Marjı	2.2%	1.4%	0.8bps	3.3%	-1.1bps	3.9%	16%	-11.8bps
***Net Borç**	**50,455**							
Net Borç (USD)								
Net Borç/FAVÖK								

Nakit Akım Tablosu	3Ç26	3Ç25	y/y (%)	2Ç26	ç/ç (%)	9A26	9A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	6,178	-49,828	a.d.	-3,426	a.d.	-6,514	-62,070	a.d.
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-3,545	-175	a.d.	-50	a.d.	-3,814	-762	a.d.
Serbest Nakit Akımı	**2,633**	**-50,003**	**a.d.**	**-3,476**	**a.d.**	**-10,328**	**-62,833**	a.d.
Gelirlere Oranı (%)	15.2%	-271.2%	a.d.	-11%	a.d.	-14.0%	-73.7%	a.d.
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	4,247	49,858	-91	30,038	-86	43,473	59,759	-27
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Net Nakit Değişimi	**6,880**	**-145**	**a.d.**	**27,191**	**-75**	**33,145**	**-3,074**	**a.d.**

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak
Yönetmen
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş
Yönetmen
Teknik Analist

Eren Bozdoğan
Yönetmen
Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı
Çimento

Furkan Ataş
Uzman Yardımcısı

Uğur Kara
Uzman Yardımcısı

İletişim ve Haberleşme için:
arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.