Emlak Konut

Güçlenen Operasyonel Marjlara Karşın Net Kârda Vergi Baskısı...

Yusuf Kemal ERDEKLİ
Analist
yerdekli@sekeryatirim.com.tr

Emlak Konut, 3Ç26 döneminde enflasyon muhasebesi uygulanmış konsolide finansallarına göre 380mn TL ana ortaklık net kârı açıklamıştır. Net kâr, geçen yılın aynı dönemindeki düşük bazın etkisiyle %50,7 artmasına karşın, güçlenen operasyonel kârlılık sonuca sınırlı yansımıştır.

Vergi öncesi kâr 4.439mn TL'ye ulaşırken, 3.662mn TL'si ertelenmiş vergiden oluşan 4.059mn TL vergi gideri kârlılığı baskılamıştır. Net finansman giderleri yıllık %37,1 artarak 5.314mn TL'ye yükselmiş, net parasal pozisyon kazancının 246mn TL'den 2.067mn TL'ye çıkması ise bu baskıyı kısmen hafifletmiştir.

Konsolide satış gelirleri 3Ç26'da yıllık reel %6,0 azalarak 17.334mn TL'ye gerilerken, gelir karmasında belirgin iyileşme görülmüştür. Arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı (ASKGP) projelerinden sağlanan gelirler geçen yılın aynı dönemindeki 6mn TL'den 9.076mn TL'ye ulaşırken, konut ve ticari ünite satış gelirleri %59,8 düşüşle 3.513mn TL'ye inmiştir. Yüksek kârlılığa sahip ASKGP gelirlerinin ağırlığının artmasıyla brüt kâr %42,2 yükselerek 8.069mn TL'ye, brüt kâr marjı ise 15,8 y.p. artışla %46,5'e ulaşmıştır. Buna karşılık konut ve ticari ünite satışlarında 683mn TL, doğrudan arsa satışlarında 1.042mn TL brüt zarar oluşması, kârlılığın proje ve teslimat karmasına duyarlılığını göstermektedir.

FAVÖK yıllık %57,4 artışla 6.092mn TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 14,2 y.p. iyileşerek %35,1 olmuştur. Genel yönetim giderlerinin %12,6 artmasına karşın pazarlama giderlerindeki %5,1 düşüş, artan brüt kârla birlikte operasyonel toparlanmayı desteklemiştir.

Ön satış tarafında Şirket, 9A26'da 3.269 bağımsız bölüm için KDV hariç 56,8mlr TL ön satış gerçekleştirmiş; arsa satışlarıyla birlikte toplam ön satışlar 62,3mlr TL'ye ulaşmıştır. Bağımsız bölümlerde ortalama metrekare satış fiyatı 129.273 TL ile 2025 ortalamasının %22,0 üzerinde gerçekleşmiştir. Eylül sonu itibarıyla Şirketin 145,45mlr TL yıl sonu ön satış hedefinin %42,9'una, 13,1mlr TL net kâr hedefinin %21,9'una ulaşılmış olup hedeflere ulaşılması açısından dördüncü çeyrek performansı belirleyici olacaktır. Yönetim satışların son çeyrekte yoğunlaştığını belirtirken, ön satışların gelir tablosuna ancak teslimatla yansıması kârlılığın proje tamamlanma takvimine duyarlılığını artırmaktadır.

AL
Hedef Fiyat: 32,84 TL
Önceki Hedef Fiyat: 32,84 TL
Yükseliş potansiyeli: %86,0

	TL	US$
Fiyat	17,66	0,35
BİST 100	11.483	230
US$ (MB Alış):	49,96	
52 Hafta Yüksek:	25,49	0,58
52 Hafta Düşük:	16,19	0,33
Bloomberg/Reuters Kodu:	EKGYO.TI/EKGYO.IS	

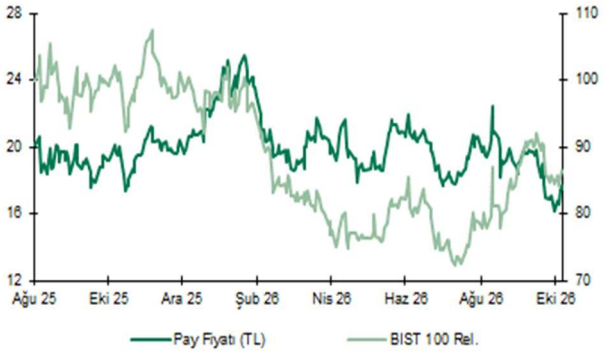
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3.800

	(TL Mn)	(US$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	67.108	1.343
Halka Açık PD (TL Mn):	34.225	685

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-10,6	-11,6	-11,1
US$ Getiri (%):	-12,2	-25,7	-23,7
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-3,6	-14,8	-12,8
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	1663,1	2792,1	2734,5
Ort. İşlem Hacmi (US$ Mn):	33,6	62,0	59,9

Beta	1,29
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,42
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,24

Ortaklık Yapısı	%
T.C. ÇEVRE, ŞEHİRCİLİK ve İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ BAKANLIĞI TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)	49,34
DİĞER	50,66
Toplam	100,00



Proje portföyünde, yılın ilk dokuz ayında sonuçlandırılan 12 arsa satış karşılığı gelir paylaşımı ihalesinin toplam öngörülen satış geliri 268,9mlr TL, asgari şirket payı 108,6mlr TL olmuştur. Dönem sonrası ekim ayında sonuçlanan Ümraniye İnkılap 2. Etap ihalesiyle bu büyüklükler sırasıyla 315,0mlr TL ve 127,0mlr TL'ye yükselmiştir. Protokol kapsamındaki ihalelerde gelirler arsa sahipleriyle paylaşıldığından, bu tutarların tamamı Emlak Konut'a ait değildir; sözleşmesi imzalanmış 11 protokol projesinin net aktif değere dahil edilen payı 27,4mlr TL'dir.

Bilanço tarafında nakit ve nakit benzerleri 53.407mn TL, net finansal borç 61.519mn TL seviyesinde gerçekleşirken, net borç/FAVÖK oranı bir önceki çeyrekteki 2,48x'ten 2,08x'e gerilemiştir. Stokların 325,4mlr TL'ye yükselmesi devam eden projelerin finansman ihtiyacını artırırken, 136,5mlr TL tutarındaki kısa vadeli ertelenmiş gelirler ön satış tahsilatlarının önemini göstermektedir. İlk dokuz ayda işletme faaliyetlerinden 7.885mn TL net nakit çıkışı kaydedilmekle birlikte, geçen yılın aynı dönemindeki 55.313mn TL çıkışa kıyasla belirgin iyileşme görülmüştür. Buna karşılık finansman faaliyetlerinden sağlanan 47.902mn TL nakit girişi, devam eden projelerin finansman ihtiyacının sürdüğüne işaret etmektedir. 650mn ABD doları tutarındaki uluslararası sukuk ihracı finansman kaynaklarını çeşitlendirirken, artan faiz ve kur giderleri net kâr üzerinde baskı oluşturmaya devam etmektedir.

Sonuç olarak, gelir paylaşımı projeleriyle güçlenen marjlar, büyüyen proje portföyü ve artan net aktif değer uzun vadeli görünümü desteklemekle birlikte; net kârın vergi baskısı altında kalması, ön satış hedeflerinin yılın son çeyreğine yoğunlaşması ve finansman giderlerindeki artış nedeniyle finansal sonuçların kısa vadeli hisse etkisini sınırlı negatif değerlendiriyoruz. İlerleyen dönemde teslimatların hızlanması, konut satışlarında marjların normalleşmesi ve işletme sermayesi ihtiyacının azalması, güçlenen operasyonel kârlılığın nakit akışına dönüşmesi açısından belirleyici olacaktır.

Emlak Konut için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 32,84 TL seviyesinde sabit tutuyor ve tavsiyemizi 'AL' olarak koruyoruz. 6 Kasım 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %86,0 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu (TMS-29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	9A25	9A26	YoY	3Ç25	3Ç26	YoY
Satış Gelirleri	85.228	73.603	-13,6%	18.437	17.334	-6,0%
Brüt Kâr	26.772	25.080	-6,3%	5.673	8.069	42,2%
Brüt Kâr Marjı	*31,4%*	*34,1%*	*+2,7 yp*	*30,8%*	*46,5%*	*+15,8 yp*
Operasyonel Kâr	21.310	18.145	-14,8%	3.685	5.935	61,1%
Operasyonel Kâr Marjı	*25,0%*	*24,7%*	*-0,4 yp*	*20,0%*	*34,2%*	*+14,3 yp*
FAVÖK	21.726	18.662	-14,1%	3.870	6.092	57,4%
FAVÖK Marjı	*25,5%*	*25,4%*	*-0,1 yp*	*21,0%*	*35,1%*	*+14,2 yp*
Net Kâr (Ana Ort.)	13.410	2.869	-78,6%	252	380	50,7%
Net Kâr Marjı	*15,7%*	*3,9%*	*-11,8 yp*	1,4%	2,2%	*+0,8 yp*

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansal Tablolar (TMS-29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/09	Değişim %
Maddi Duran Varlıklar	3.315	3.657	10,3%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	275	303	9,9%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	36.814	29.706	-19,3%
Ticari Alacaklar	44.837	55.665	24,2%
Hazır Değerler	18.341	53.407	191,2%
Stoklar	302.634	325.399	7,5%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	10.483	26.486	152,7%
Toplam Aktifler	**416.699**	**494.623**	**18,7%**
Uzun Vadeli Borçlar	32.795	62.721	91,3%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	28.966	34.561	19,3%
Kısa Vadeli Borçlar	26.205	39.959	52,5%
Ticari Yükümlülükler	41.641	42.682	2,5%
Ertelenmiş Gelirler	109.234	136.501	25,0%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.609	16.539	-0,4%
Toplam Yükümlülükler	255.449	332.963	30,3%
Toplam Özsermaye	161.250	161.659	0,3%
Toplam Pasifler	**416.699**	**494.623**	**18,7%**

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/09	2026/09	Değişim %
Net Satışlar	85.228	73.603	-13,6%
SMM	58.456	48.524	-17,0%
Brüt Kâr	26.772	25.080	-6,3%
Faaliyet Giderleri	5.463	6.935	26,9%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	21.310	18.145	-14,8%
Net Diğer Gelir/(Gider)	8.256	5.403	-34,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	0,00	366	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	1.749	8.419	381,4%
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	2.255	7.397	228,0%
Vergi Öncesi Kâr	19.993	14.190	**-29,0%**
Vergi	6.583	11.321	72,0%
Net Kâr/(Zarar)	13.410	2.869	**-78,6%**
Azınlık Payları	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	13.410	2.869	**-78,6%**

Kaynak: *Finnet, Şeker Yatırım Araştırma*

UYARI 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.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com