

Emlak Konut

Güçlü Ön Satışlara Karşın Gelir Karmasındaki Değişim ve Finansman Giderleri Kârlılığı Baskıladı

Yusuf Kemal ERDEKLİ

Analist

yerdekli@sekeryatirim.com

Emlak Konut, enflasyon muhasebesi uygulanmış konsolide finansal sonuçlarına göre 2Ç26 döneminde 1.010mn TL ana ortaklık net kârı açıklamıştır. Şirket geçen yılın aynı döneminde 7.907mn TL net kâr açıklarken, net kâr yıllık bazda %87,2 gerilemiştir. Net kârdaki belirgin düşüşte operasyonel kârlılıktaki zayıflamanın yanı sıra net finansman giderlerindeki artış, net parasal pozisyon kazancındaki gerileme ve yüksek vergi gideri etkili olmuştur.

Konsolide gelirler 2Ç26'da yıllık bazda %2,1 gerileyerek 30.707mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Gelir kompozisyonunda belirgin bir değişim yaşanırken, toplam arsa satış gelirleri yıllık bazda %50,4 artarak 17.006mn TL'ye yükselmiş; konut ve ticari ünite satış gelirleri ise %48,5 gerileyerek 9.032mn TL'ye inmiştir. Özellikle doğrudan arsa satış gelirleri 2.322mn TL'den 8.240mn TL'ye yükselirken, söz konusu satışların maliyeti 8.807mn TL seviyesinde gerçekleşerek bu kalemdede kârlılığı baskılamıştır. Arsa satışı karşılığı gelir paylaşımı modeli kapsamında elde edilen gelirler ise 8.765mn TL ile geçen yılın aynı dönemindeki 8.982mn TL seviyesine yakın seyretmiştir. Gelir karmasındaki değişimin etkisiyle brüt kâr yıllık bazda %26,5 azalarak 8.549mn TL'ye, brüt kâr marjı ise %37,1'den %27,8'e gerilemiştir.

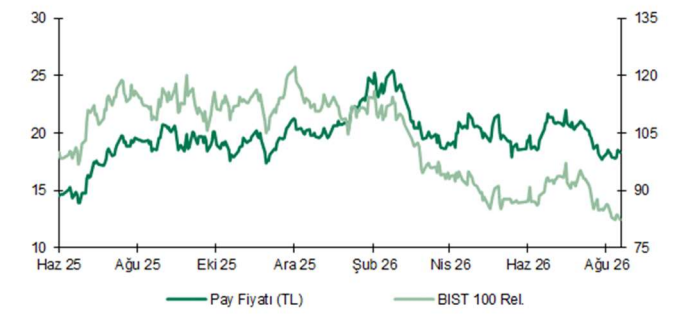
FAVÖK, 2Ç26'da yıllık bazda %37,3 gerileyerek 6.155mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı yıllık bazda 11,3 y.p. daralarak %31,3'ten %20,0 seviyesine inmiştir. Brüt kâr marjındaki sert daralmanın yanı sıra genel yönetim ve pazarlama giderlerindeki artış da operasyonel marjları baskılamıştır.

Artan finansman giderleri net kâr üzerindeki baskıyı artırmıştır. Finansal tablolarındaki finansman gelir ve giderlerini netleştirdiğimizde net finansman gideri, 2Ç25'teki 2.994mn TL'den 2Ç26'da 4.283mn TL'ye yükselmiştir. Aynı dönemde net parasal pozisyon kazancı 1.695mn TL'den 112mn TL'ye gerilerken, vergi öncesi kâr 9.511mn TL'den 2.781mn TL'ye düşmüştür. Vergi giderinin de 1.603mn TL'den 1.772mn TL'ye yükselmesi net kârdaki gerilemeyi belirginleştirmiştir.

Operasyonel tarafta ise finansal sonuçlardaki zayıflığa karşın ön satış performansı güçlü seyrini korumuştur. Şirket, 1Y26'da 2.598 bağımsız bölümde 353,9 bin m² satış alanına karşılık KDV hariç 45,2mlr TL ön satış gerçekleştirirken, arsa satışlarıyla birlikte toplam satış değeri 50,7mlr TL seviyesine ulaşmıştır. Bağımsız bölüm satışlarında ortalama metrekafe fiyatı 127.652 TL'ye yükselerek 2025 ortalamasının %20,4 üzerinde gerçekleşmiştir. Ön satışların imza tarihinde gelir tablosuna yansımaması ve hasılatın UFRS 15 kapsamında teslim aşamasında kaydedilmesi nedeniyle, güçlü cari satış performansı ile mevcut dönem finansalları arasında zamanlama farkı bulunmaktadır.

AL
Hedef Fiyat: 32,84 TL
Önceki Hedef Fiyat: 32,84 TL
Yükseliş potansiyeli: %79,5

	TL	US\$	
Fiyat	18,30	0,38	
BİST 100	14.172	297	
US\$ (MB Alış):	47,69		
52 Hafta Yüksek:	25,49	0,58	
52 Hafta Düşük:	17,40	0,37	
Bloomberg/Reuters Kodu:	EKGYO.TI/EKGYO.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3.800		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri (TL Mn):	69.540	1.457	
Halka Açık PD (TL Mn):	35.465	743	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-12,9	-0,7	-7,9
US\$ Getiri (%):	-14,4	-15,3	-17,2
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-13,5	-24,1	-26,8
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	2684,3	3089,3	2820,7
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	56,8	71,3	63,1
Beta	1,30		
Yıllık Volatilite (Hisse)	0,41		
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0,23		
Ortaklık Yapısı	%		
T.C. ÇEVRE, ŞEHİRCİLİK ve İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ BAKANLIĞI	49,34		
TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)			
DİĞER	50,66		
Toplam	100,00		



Proje geliştirme tarafında Şirketin yüksek iş hacmi devam ederken, raporlama tarihi itibarıyla sonuçlanan 11 gelir paylaşımı ihalesinin toplam beklenen satış geliri 234,8mlr TL, Şirket'e taahhüt edilen asgari pay ise 95,4mlr TL seviyesinde bulunmaktadır.

Şirket, 2026 yılı için 135,25mlr TL bağımsız bölüm ön satış değeri ve 7.801 adet bağımsız bölüm satış hedefini korurken, ilk yarıda söz konusu hedeflerin sırasıyla %33,4 ve %33,3'ü gerçekleştirilmiştir. Arsa satışlarıyla birlikte 145,45mlr TL seviyesindeki toplam ön satış hedefinin ise %34,9'una ulaşılmıştır. 13,1mlr TL seviyesindeki yıl sonu net kâr hedefinin ilk yarı gerçekleşmesi %18 seviyesinde kalırken; yönetim satış takviminin ikinci yarıya ağırlık vermesi nedeniyle mevcut satış gerçekleşmesini mevsimsel olarak beklenen seviyede değerlendirmektedir.

Bilanço tarafında nakit pozisyonu güçlenirken, finansal borçluluk da belirgin şekilde artış kaydetmiştir. Nakit ve nakit benzerleri 2025 sonundaki 17.374mn TL'den 40.621mn TL'ye yükselirken, toplam finansal borç 64.261mn TL'den 104.026mn TL'ye, net finansal borç ise 46.887mn TL'den 63.405mn TL'ye çıkmıştır. İlk yarıda işletme faaliyetlerinden 13.954mn TL net nakit çıkışı kaydedilirken, finansman faaliyetlerinden 39.546mn TL net nakit girişi sağlanmıştır. Stoklar ise %4,1 artışla 298.486mn TL seviyesine yükselmiştir.

Finansman tarafında mayıs ayında gerçekleştirilen 650mn ABD doları tutarındaki beş yıl vadeli uluslararası sukuk ihracı, borç vadesinin uzatılması ve finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesi açısından olumlu bir gelişme olmuştur. %7,75 kâr payı oranıyla gerçekleştirilen ihraca 1,85mlr ABD doları talep gelirken, talep ihraç büyüklüğünün yaklaşık 2,8 katına ulaşmıştır.

Sonuçları, güçlü ön satış performansı, yüksek proje geliştirme hacmi, yıl sonu satış hedeflerinin korunması ve net aktif değerlerin uzun vadeli görünümü desteklemesine karşın; net kârdaki sert gerileme, FAVÖK marjındaki 11,3 y.p. daralma, artan net finansman giderleri ve yükselen net borç nedeniyle sınırlı olumsuz değerlendiriyoruz. Cari dönemdeki güçlü ön satışların gelir tablosuna yansımalarının teslimat takvimine bağlı olması nedeniyle, ikinci yarıda proje teslimlerinin hızlanması ve gelir karmasının iyileşmesi operasyonel kârlılık açısından belirleyici olacaktır.

Emlak Konut için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 32,84 TL seviyesinde sabit tutuyor ve tavsiyemizi 'AL' olarak koruyoruz. 14 Ağustos 2026 tarihli pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımız %79,5 kazandırma potansiyeli taşımaktadır.

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

Milyon TL	1Y25	1Y26	YoY	2Ç25	2Ç26	YoY
Satış Gelirleri	63.268	53.301	-15,8%	31.367	30.707	-2,1%
Brüt Kâr	19.986	16.113	-19,4%	11.638	8.549	-26,5%
Brüt Kâr Marjı	31,6%	30,2%	-1,4 yp	37,1%	27,8%	-9,3 yp
Operasyonel Kâr	16.695	11.566	-30,7%	9.680	5.991	-38,1%
Operasyonel Kâr Marjı	26,4%	21,7%	-4,7 yp	30,9%	19,5%	-11,4 yp
FAVÖK	16.914	11.907	-29,6%	9.820	6.155	-37,3%
FAVÖK Marjı	26,7%	22,3%	-4,4 yp	31,3%	20,0%	-11,3 yp
Net Kâr (Ana Ort.)	12.464	2.358	-81,1%	7.907	1.010	-87,2%
Net Kâr Marjı	19,7%	4,4%	-15,3 yp	25,2%	3,3%	-21,9 yp

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

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

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/06	Değişim %
Maddi Duran Varlıklar	3.140	2.909	-7,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	261	279	6,8%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	34.872	27.813	-20,2%
Ticari Alacaklar	42.472	53.033	24,9%
Hazır Değerler	17.374	40.621	133,8%
Stoklar	286.671	298.486	4,1%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	9.930	16.873	69,9%
Toplam Aktifler	394.719	440.013	11,5%
Uzun Vadeli Borçlar	31.065	61.775	98,9%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	27.438	30.604	11,5%
Kısa Vadeli Borçlar	24.822	30.804	24,1%
Ticari Yükümlülükler	39.444	34.796	-11,8%
Ertelenmiş Gelirler	103.472	113.618	9,8%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15.733	15.580	-1,0%
Toplam Yükümlülükler	241.975	287.177	18,7%
Toplam Özsermaye	152.745	152.836	0,1%
Toplam Pasifler	394.719	440.013	11,5%

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/06	2026/06	Değişim %
Net Satışlar	63.268	53.301	-15,8%
SMM	43.282	37.188	-14,1%
Brüt Kâr	19.986	16.113	-19,4%
Faaliyet Giderleri	3.291	4.548	38,2%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	16.695	11.566	-30,7%
Net Diğer Gelir/(Gider)	5.713	3.282	-42,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	0,00	152	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	1.052	4.308	309,7%
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	1.903	5.049	165,2%
Vergi Öncesi Kâr	17.190	9.237	-46,3%
Vergi	4.726	6.879	45,5%
Net Kâr/(Zarar)	12.464	2.358	-81,1%
Azınlık Payları	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	12.464	2.358	-81,1%

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine 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