

Emlak Konut GYO

Emlak Konut GYO (EKGYO): Şirket'i "AL" önerisi ile takip listemize dahil ediyoruz.**Yusuf Kemal ERDEKLİ**

Analist

yerdekli@sekeryatirim.com

Emlak Konut GYO, geniş arsa portföyü, büyük ölçekli proje geliştirme kabiliyeti, TOKİ ile stratejik ilişkisi ve güçlü marka bilinirliğiyle Türkiye gayrimenkul yatırım ortaklığı sektöründe ayrılmaktadır. Ana ortak TOKİ ile kurulan yapı; arsa temini, kentsel dönüşüm ve büyük ölçekli projelerin geliştirilmesinde Şirket'e avantaj sağlarken, 6,12 milyon m² büyüklüğe ve 120,5 milyar TL ekspertiz değerine sahip arsa portföyü uzun vadeli büyümenin temelini oluşturmaktadır.

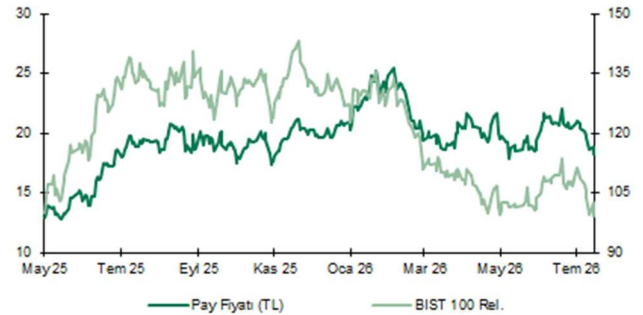
Geleneksel kira geliri odaklı GYO modelinden farklı olarak Şirket; proje geliştirme, ihale yönetimi, satış ve teslim süreçlerini kapsayan entegre bir gayrimenkul geliştirme platformu olarak faaliyet göstermektedir. Gelir Paylaşımı Modeli, başlangıçtaki sermaye ihtiyacını sınırlandırarak proje gelirlerinden pay alınmasını sağlarken, Anahtar Teslim projeler ve Damla Kent gayrimenkul sertifikası gelir kaynaklarını çeşitlendirmektedir. Devam eden Gelir Paylaşımı projelerindeki 131,8 milyar TL tutarındaki minimum garanti edilen şirket payı geliri, orta vadeli gelir görünürlüğünü güçlendirmektedir.

Emlak Konut, 2025 yılında 8.044 bağımsız bölüm ve 994 bin m² brüt satış alanına karşılık KDV hariç 104,0 milyar TL satış değeri elde etmiştir. 2026 yılının ilk yarısında ise 2.623 bağımsız bölüm ve 818 bin m² brüt satış alanıyla 50,7 milyar TL satış değerine ulaşmıştır. İlk yarı sonuçları, yüksek finansman maliyetlerine rağmen Şirket'in satış kabiliyetini koruduğunu göstermektedir. Geniş proje stoku, farklı gelir gruplarına yönelik ürün çeşitliliği ve faiz oranlarında beklenen normalleşme satış görünümünü desteklemektedir.

Güçlü özkaynak yapısı, yüksek ertelenmiş gelir bakiyesi ve geniş varlık tabanı Şirket'in bilanço dayanıklılığını artırmaktadır. Değerleme çalışmamız sonucunda Emlak Konut için 12 aylık hedef pay fiyatımızı 32,84 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımız, 28 Temmuz 2026 tarihli 18,20 TL kapanış fiyatına göre %80,5 yükseliş potansiyeline işaret ederken, EKGYO'yu "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

AL**Hedef Fiyat: 32,84 TL****Kazandırma Potansiyeli: %80,5**

	TL	US\$	
Fiyat	18,20	0,38	
BİST 100	13.688	289	
US\$ (MB Alış):	47,27		
52 Hafta Yüksek:	25,49	0,58	
52 Hafta Düşük:	17,40	0,38	
Bloomberg/Reuters Kodu:	EKGYO.TI/EKGYO.IS		
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3.800		
	(TL Mn)	(US\$ Mn)	
Piyasa Değeri (TL Mn):	69.160	1.462	
Halka Açık PD (TL Mn):	35.272	746	
	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-13,2	-3,4	-8,4
US\$ Getiri (%):	-14,7	-17,4	-16,9
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-9,4	-25,6	-24,6
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	2674,6	3138,0	2873,5
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	57,0	72,9	64,6
Beta	1,31		
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,41		
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23		
Ortaklık Yapısı	%		
T.C. ÇEVRE, ŞEHİRCİLİK ve İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ	49,34		
BAKANLIĞI TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)			
DİĞER	50,66		
Toplam	100,00		



Yatırım Teması (Investment Thesis)

Güçlü ön satış performansı orta vadeli gelir akışını güçlendirmektedir.

Emlak Konut, son yıllarda kaydettiği güçlü ön satış performansı ile sektördeki lider konumunu korumaktadır. Şirket, 2025 yılında KDV hariç 104,0 milyar TL ön satış geliri elde ederken 8.044 adet bağımsız bölüm satışı gerçekleştirmiştir. Güçlü ön satış performansı, devam eden projelerden elde edilecek gelirler açısından önemli bir dayanak oluştururken operasyonel nakit yaratımına da katkı sağlamaktadır. Ön satış hacmindeki süreklilik orta vadeli finansal performansın temel belirleyicilerinden biri konumundadır.

Geniş arsa portföyü uzun vadeli değer yaratım kapasitesini desteklemektedir.

Emlak Konut'un sahip olduğu geniş arsa portföyü şirketin en önemli rekabet avantajları arasında yer almaktadır. Stratejik lokasyonlarda bulunan çeşitli arsalar uzun vadeli proje geliştirme kapasitesi sağlarken değişen piyasa koşullarına göre yeni proje üretimine de esneklik kazandırmaktadır. Sahip olunan arsa portföyünün büyüklüğü ve niteliği şirketin net aktif değerinin temel bileşenlerinden birini oluşturmakta olup uzun vadeli değer yaratım kapasitesine katkı sunmaktadır. Bunun yanı sıra güçlü arsa stoku, şirketin yeni proje geliştirme faaliyetlerini sürdürebilmesine ve değişen piyasa koşullarına uyum sağlayabilmesine olanak tanımaktadır.

Gelir Paylaşımı Modeli faaliyet kârlılığı ve sermaye verimliliği açısından şirketi sektörde ön plana çıkarmaktadır.

Şirketin temel faaliyet modeli olan Gelir Paylaşımı Modeli, büyük ölçekli projelerin sınırlı sermaye kullanımı ile geliştirilmesine olanak tanımaktadır. Model kapsamında arsa geliştirme faaliyetleri Emlak Konut tarafından yürütülürken inşaat faaliyetleri yüklenici firmalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu yapı, şirketin proje geliştirme faaliyetlerinden değer yaratmasına imkân tanırken inşaat risklerinin önemli bir bölümünün yüklenici tarafında kalmasını sağlamaktadır. Gelir Paylaşımı Modeli faaliyet kârlılığı ve sermaye verimliliği açısından şirketin operasyonel yapısının temel unsurlarından birini oluşturmaktadır.

Enflasyonda kalıcı iyileşme ve faiz oranlarında gerileme beklentisi sektörel görünümü desteklemektedir.

Yüksek finansman maliyetleri son dönemde Türkiye'de konut talebini baskılayan temel unsurlardan biri olmuştur. TCMB tarafından uygulanan sıkı para politikası sonucunda devam eden dezenflasyon sürecinin enflasyonda kalıcı iyileşme sağlaması halinde, faiz oranlarında yaşanabilecek gerileme konut finansman koşullarında normalleşmenin önünü açabilir. Finansman koşullarındaki normalleşme, ertelenmiş talebin yeniden devreye girmesine ve satış hacimlerinde toparlanmaya katkı sağlayabilir. Güçlü marka değeri, geniş proje portföyü ve yüksek satış performansı Emlak Konut'u olası talep toparlanmasından en yüksek fayda sağlayabilecek şirketler arasına taşımaktadır.

Kentsel dönüşüm faaliyetleri yeni büyüme alanları oluşturmaktadır.

Türkiye'de devam eden kentsel dönüşüm ihtiyacı önümüzdeki yıllarda konut sektörünün temel büyüme dinamiklerinden biri olmayı sürdürmektedir. Kamu desteği ile geliştirilen büyük ölçekli projelerde sahip olduğu tecrübe ve operasyonel kapasite sayesinde Emlak Konut bu alanda önemli bir konuma sahiptir. Kentsel dönüşüm faaliyetleri şirket açısından yeni proje geliştirme ve gelir yaratımı bakımından önemli fırsatlar sunmaktadır.

Güçlü proje stoku orta vadeli finansal performans açısından önemli bir dayanak oluşturmaktadır.

Şirketin devam eden gelir paylaşımı ve anahtar teslim projeleri önümüzdeki dönemde operasyonel faaliyetlerin temel dayanağını oluşturmaktadır. Mevcut proje havuzu yalnızca devam eden satış performansını desteklemekle kalmayıp ilerleyen dönemlerde finansal tablolara yansıyacak hasılat ve kârlılık açısından da önemli bir potansiyel barındırmaktadır. Farklı geliştirme aşamalarında bulunan projeler faaliyet hacmini çeşitlendirirken gelir üretiminin zamana yayılmasına katkı sağlamaktadır. Devam eden projeler aynı zamanda yeni lansman ve ihale süreçleri açısından operasyonel esneklik yaratmaktadır.

Düzenli ihale akışı, proje stokunun yenilenmesini ve faaliyet ölçeğinin korunmasını sağlamaktadır.

NAD iskontosundaki daralma, marj iyileşmesi ve arsa değer artışlarının net aktif değere yansımaları pay değeri üzerinde yukarı yönlü potansiyel yaratabilir.

Yeni proje lansmanları, faizlerde gerileme beklentisi ve kentsel dönüşüm faaliyetleri satış ivmesini destekleyebilir.

Emlak Konut'un sahip olduğu arsa stoku ve proje geliştirme kapasitesi şirketin düzenli şekilde yeni ihale gerçekleştirebilmesine olanak tanımaktadır. Yeni ihaleler proje stokunun yenilenmesini sağlarken gelecekteki proje geliştirme faaliyetleri açısından da önemli bir kaynak oluşturmaktadır. Farklı segmentlerde geliştirilen yeni projeler proje portföyünün dengeli şekilde büyümesine katkı sunarken şirketin değişen piyasa koşullarına uyum sağlayabilmesine de imkan tanımaktadır. Düzenli ihale faaliyetleri, proje portföyünün sürdürülebilir şekilde yenilenmesini sağlayan temel unsurlar arasında yer almaktadır.

Katalistler

1. Net aktif değer iskontosunun daralması

GYO sektöründe net aktif değer, şirket değerlemelerinde yakından takip edilen temel göstergeler arasında yer almaktadır. Şirket paylarının net aktif değerine göre işlem gördüğü iskontonun azalması, hisse performansını destekleyebilecek önemli katalistlerden biri olarak öne çıkmaktadır.

2. Karlılık marjlarında iyileşme

Gelir Paylaşımı Modeli kapsamında geliştirilen projelerin portföy içindeki ağırlığının artması ve yüksek marjlı projelerin finansallara yansımaları faaliyet kârlılığı açısından ilave potansiyel yaratabilir. Karlılık göstergelerinde sağlanabilecek iyileşme, şirketin değerlendirme metriklerini destekleyebilecek önemli katalistler arasında yer almaktadır.

3. Arsa değerlerindeki artışın net aktif değere yansımaları

Şirketin sahip olduğu geniş arsa portföyü net aktif değer için önemli bileşenlerinden birini oluşturmaktadır. Özellikle stratejik lokasyonlarda bulunan arsaların değerinde yaşanabilecek artışlar, şirketin net aktif değeri üzerinde olumlu etki yaratabilecek unsurlar arasında yer almaktadır.

4. Yeni proje lansmanları ve ihale faaliyetleri

Şirketin sahip olduğu geniş arsa portföyü düzenli şekilde yeni proje geliştirilmesine olanak tanımaktadır. Gerçekleştirilecek yeni proje lansmanları ve ihaleler, proje portföyünün büyümesini desteklerken gelecekteki satış ve gelir üretim kapasitesine ilişkin beklentilerin güçlenmesine katkı sağlayabilir.

5. Faiz oranlarında gerileme

Konut kredisi faiz oranlarında yaşanabilecek düşüş, konut talebinin yeniden ivme kazanmasına katkı sağlayabilir. Finansman koşullarında görülebilecek iyileşme sektör genelinde satış hacimlerini destekleyebilecek önemli katalistler arasında yer almaktadır.

6. Kentsel dönüşüm projelerinde artan faaliyetler

Türkiye'de devam eden kentsel dönüşüm ihtiyacı önümüzdeki yıllarda sektörün en önemli büyüme dinamiklerinden biri olmaya devam etmektedir. Kamu destekli dönüşüm projelerinde artan faaliyet hacmi, Emlak Konut'un yeni proje geliştirme ve gelir yaratım kapasitesine olumlu katkı sağlayabilecek unsurlar arasında yer almaktadır.

Kamu destekli kampanyalar ile güçlü ön satışların devamı satış görünümünü güçlendirebilir.

İştirak performansı ve uluslararası projeler baz senaryoya ilave büyüme opsiyonu sunmaktadır.

Konut talebinin yüksek faiz ortamına duyarlılığı temel aşağı yönlü risktir.

7. Kamu destekli konut kampanyaları ve sektörel teşvikler

Konut sektörüne yönelik olası finansman destekleri, kredi teşvikleri ve kamu destekli kampanyalar sektör genelinde talebi artırabilecek gelişmeler arasında yer almaktadır. Güçlü marka değeri ve geniş proje portföyü sayesinde Emlak Konut'un bu tür uygulamalardan görece daha fazla fayda sağlayabilecek şirketler arasında yer alması beklenmektedir.

8. Güçlü ön satış performansının devam etmesi

Emlak Konut son yıllarda sektör ortalamasının üzerinde ön satış performansı sergilemektedir. Ön satış gelirleri ve bağımsız bölüm satış adetlerinde devam eden güçlü seyir, gelecekteki hasılat üretimi açısından önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. Güçlü satış performansının korunması, şirketin finansal görünümünü destekleyebilecek temel katalistler arasında yer almaktadır.

9. Bağlı ortaklıkların finansal performansındaki iyileşme

Emlak Konut'un konsolide finansalları içerisinde yer alan iştirak ve bağlı ortaklıkların operasyonel performanslarında görülebilecek iyileşme, şirketin konsolide finansal sonuçlarına olumlu katkı sağlayabilir. İştirak portföyünden elde edilecek gelirlerin artması ve kârlılık göstergelerindeki iyileşme, şirket değerlemesini destekleyebilecek unsurlar arasında yer almaktadır.

10. Uluslararası proje geliştirme faaliyetleri

Emlak Konut'un Suudi Arabistan'da geliştirdiği "Hayat Mekke" projesi, şirketin yurt dışındaki ilk büyük ölçekli proje yatırımı niteliğini taşımaktadır. Söz konusu projenin başarılı şekilde ilerlemesi ve benzer uluslararası proje fırsatlarının oluşması, şirket açısından yeni büyüme alanları yaratabilir. Uluslararası pazarlarda geliştirilebilecek yeni projeler, gelir kaynaklarının çeşitlenmesine ve uzun vadeli büyüme potansiyelinin güçlenmesine katkı sağlayabilecek önemli katalistler arasında yer almaktadır.

Yatırım Riskleri

1. Konut talebinde beklenenden zayıf seyir

Yüksek finansman maliyetleri, ekonomik aktivitede yavaşlama veya tüketici güvenindeki zayıflama nedeniyle konut talebinin beklenenden düşük gerçekleşmesi satış performansını olumsuz etkileyebilir. Ön satış hacimlerinde yaşanabilecek yavaşlama şirketin gelir görünümü üzerinde baskı yaratabilir.

2. Faiz oranlarının yüksek seviyelerini koruması

Enflasyonla mücadele sürecinin beklenenden uzun sürmesi veya para politikasındaki sıkı duruşun devam etmesi halinde faiz oranları yüksek seviyelerini koruyabilir. Yüksek finansman maliyetleri konut talebini sınırlandırarak sektör genelinde satış performansını olumsuz etkileyebilir.

Reel konut fiyatlarındaki zayıflama, proje kârlılığı ve NAD büyümesini sınırlayabilir.

Teslimat gecikmeleri ve maliyet artışları, hasılat zamanlaması ile proje marjlarını baskılayabilir.

Uluslararası projeler ve bağlı ortaklıklar, ana faaliyetlere ek uygulama ve konsolidasyon riski taşımaktadır.

3. Konut fiyatlarında beklenenden düşük artış

Konut fiyatlarındaki artış hızının enflasyonun altında kalması veya fiyatlama gücünün zayıflaması, proje kârlılıklarını ve net aktif değer büyümesini sınırlandırabilir. Bu durum şirketin değerlendirme görünümü üzerinde baskı oluşturabilir.

4. Proje geliştirme ve teslim süreçlerinde yaşanabilecek gecikmeler

Devam eden projelerde ortaya çıkabilecek operasyonel gecikmeler, ruhsat süreçleri veya yüklenici kaynaklı sorunlar proje teslim takvimlerinde sapmalara neden olabilir. Olası gecikmeler gelirlerin finansallara yansıma zamanlamasını etkileyebilir.

5. İnşaat maliyetlerinde beklenenden yüksek artış

İnşaat maliyetlerinde yaşanabilecek hızlı yükselişler yüklenici firmalar üzerinde baskı oluşturabilir. Özellikle anahtar teslim projelerde maliyet artışları proje kârlılıkları üzerinde olumsuz etki yaratabilir.

6. Kentsel dönüşüm projelerinde beklenen büyüklüğe ulaşamaması

Kentsel dönüşüm faaliyetlerinin beklenenden daha yavaş ilerlemesi veya planlanan projelerin hayata geçirilememesi şirketin uzun vadeli büyüme potansiyelini sınırlandırabilecek unsurlar arasında yer almaktadır.

7. Arsa değerlerinde ve net aktif değerde olası gerileme

Gayrimenkul piyasasında yaşanabilecek olası değer kayıpları, şirketin sahip olduğu arsa portföyünün değerini ve net aktif değerini olumsuz etkileyebilir. Bu durum hisse performansı üzerinde baskı oluşturabilecek riskler arasında yer almaktadır.

8. Uluslararası projelere ilişkin uygulama riskleri

Şirketin yurt dışındaki ilk büyük ölçekli projesi olan “Hayat Mekke” projesi farklı düzenleyici çerçeve, operasyonel süreçler ve pazar dinamikleri nedeniyle ilave riskler barındırmaktadır. Proje geliştirme sürecinde yaşanabilecek olası gecikmeler veya maliyet artışları beklenen getirilerin ertelenmesine neden olabilir.

9. İştirak performanslarında zayıflama

İştirak ve bağlı ortaklıkların operasyonel performanslarında yaşanabilecek bozulma, konsolide finansal sonuçlar üzerinde olumsuz etki yaratabilir. İştiraklerden elde edilen katkının azalması şirket kârlılığını sınırlayabilir.

10. Düzenleyici ve mevzuatsal riskler

Gayrimenkul sektörüne ilişkin mevzuatta, vergi düzenlemelerinde veya şehircilik uygulamalarında meydana gelebilecek değişiklikler proje geliştirme süreçlerini ve sektörel talep dinamiklerini etkileyebilir.

Değerleme Özeti

Değerleme Yaklaşımı

SOTP/RNAV yaklaşımıyla farklı varlık grupları, ekonomik özelliklerine uygun yöntemlerle ayrı ayrı değerlendirilmiştir.

Emlak Konut GYO'yu, farklı ekonomik özelliklere sahip proje ve varlık gruplarını kendi dinamiklerine uygun yöntemlerle değerlendirebilmek amacıyla **Parçaların Toplamı ve Yeniden Değerlenmiş Net Aktif Değer (SOTP/RNAV)** yaklaşımıyla değerlendiriyoruz.

Parçaların Toplamı Değerlemesi

Değerleme Bileşeni	Yöntem	Değer (mn TL)
Gelir Paylaşımı projeleri	İNA	63.327
Anahtar Teslim projeler	Konsolide kayıtlı değer	38.946
Arsa portföyü	Bağımsız ekspertiz	120.507
Tamamlanmış gayrimenkuller	Bağımsız ekspertiz	46.186
Bağlı ortaklık gayrimenkulleri	Bağımsız ekspertiz	8.330
Brüt varlık değeri		277.296
(-) Net operasyonel giderlerin bugünkü değeri	İNA	(12.684)
(-) Net borç	Konsolide bilanço	(37.700)
Net Aktif Değer		226.912

Arsa portföyü, 120,5 milyar TL ile brüt varlık değerinin en büyük bileşenidir.

Hesapladığımız 226,9 milyar TL Net Aktif Değer, Şirket'in 3,8 milyar TL tutarındaki ödenmiş sermayesine bölündüğünde pay başına 59,71 TL NAD seviyesine karşılık gelmektedir. Şirket'in proje geliştirme odaklı iş modeli, varlıkların nakde dönüşüm süresi, proje tamamlanma ve tahsilat riskleri, mevcut faiz ortamı ve GYO sektöründe gözlenen işlem iskontolarını dikkate alarak %45 NAD iskontosu uyguluyoruz. Bu oran hedef F/NAD çarpanının 0,55x olmasına karşılık gelmektedir.

%45 NAD iskontosu sonrası hesaplanan 32,84 TL hedef fiyat, %80,5 yükseliş potansiyeli sunmaktadır.

Değerleme Sonucu	Tutar
Net Aktif Değer	226.912 milyon TL
Pay başına NAD	59,71 TL
Uygulanan NAD iskontosu	%45,0
Hedef piyasa değeri	124.802 milyon TL
Hedef pay fiyatı	32,84 TL
Son kapanış fiyatı	18,20 TL
Yükseliş potansiyeli	%80,5
Mevcut F/NAD	0,32x
Hedef F/NAD	0,55x

Değerleme Sonucu

Parçaların Toplamı değerlendirme yöntemimiz sonucunda Emlak Konut GYO için 12 aylık hedef pay fiyatımızı 32,84 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef fiyatımızın 28 Temmuz 2026 tarihli 18,20 TL kapanış fiyatına göre %80,5 yükseliş potansiyeline işaret etmesi doğrultusunda, Emlak Konut GYO'yu "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

(Değerleme çalışmamız raporun ilerleyen kısımlarında detaylı olarak sunulmuştur.)

1. Sektör Analizi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Sektörüne Genel Bakış

Portföy büyüklüğünün yanı sıra gelir üretimi ve nakde dönüşüm hızı GYO değerlemesinde belirleyicidir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul varlıklarının kurumsal bir yapı altında yönetilmesine ve sermaye piyasaları aracılığıyla yatırımcılara sunulmasına imkân tanıyan yapılardır. GYO modeli, gayrimenkul yatırımlarının halka açık şirket yapısı içinde yönetilmesini sağlarken yatırımcılara doğrudan gayrimenkul edinmeden kira geliri, proje geliştirme getirisi, portföy değer artışı ve net aktif değer büyümesi gibi unsurlara ortak olma imkânı sunmaktadır. Bu yönüyle GYO sektörü, gayrimenkul piyasası ile sermaye piyasaları arasında önemli bir köprü işlevi görmektedir.

Türkiye’de GYO sektörü farklı iş modellerine sahip şirketlerden oluşmaktadır. Sektörde kira geliri odaklı ticari gayrimenkul portföyleri, alışveriş merkezi ve ofis yatırımları, lojistik ve sanayi gayrimenkulleri, arsa geliştirme faaliyetleri ve konut projeleri üzerinden değer yaratan şirketler yer almaktadır. Bu nedenle GYO şirketlerinin finansal performansı ve değerlendirme dinamikleri, sahip oldukları portföyün niteliğine, gelir yaratım modeline, proje geliştirme kapasitesine, borçluluk yapısına ve net aktif değer büyümesine bağlı olarak farklılaşmaktadır.

GYO sektöründe değerlendirme açısından en temel göstergelerden biri net aktif değerdir. Portföyde yer alan arsalar, geliştirilmekte olan projeler, tamamlanmış gayrimenkuller, iştirakler ve diğer varlıklar şirketlerin net aktif değerini belirleyen ana unsurlardır. Bununla birlikte, yalnızca portföy büyüklüğü değil, söz konusu portföyün gelir yaratma kapasitesi, proje geliştirme takvimi, satış kabiliyeti ve nakde dönüşüm hızı da yatırımcı algısı açısından belirleyici olmaktadır.

Türkiye’de GYO sektörü makroekonomik koşullara duyarlı bir yapıya sahiptir. Faiz oranları, enflasyon, krediye erişim, konut talebi, kira getirileri, gayrimenkul fiyatları ve sermaye piyasası çarpanları sektör şirketlerinin pay performansı üzerinde etkili olmaktadır. Yüksek faiz dönemlerinde gayrimenkul varlıklarının iskonto oranları ve finansman maliyetleri baskı altında kalırken, faiz oranlarında normalleşme beklentisi GYO şirketlerinin net aktif değer iskontolarının daralmasına katkı sağlayabilmektedir.

Türkiye GYO Sektörü İçinde Emlak Konut’un Konumu

Emlak Konut, kira odaklı GYO’lardan proje geliştirme kapasitesi ve sermaye verimliliğiyle ayrılmaktadır.

Emlak Konut, Türkiye GYO sektörü içinde ölçek, arsa portföyü, proje geliştirme kapasitesi ve kamu bağlantılı iş modelleri açısından ayrı bir konuma sahiptir. Şirketin faaliyet yapısı, klasik kira geliri ağırlıklı GYO modelinden farklı olarak büyük ölçekli konut projeleri, arsa geliştirme faaliyetleri, gelir paylaşımı modeli ve kentsel dönüşüm temaları üzerine kuruludur. Bu nedenle Emlak Konut, yalnızca portföyünde gayrimenkul varlıkları bulunduran bir GYO değil, aynı zamanda Türkiye konut piyasasında büyük ölçekli proje geliştirme kapasitesine sahip kurumsal bir oyuncu olarak değerlendirilmektedir.

Şirketin iş modelinin temel unsurlarından biri Gelir Paylaşımı Modeli’dir. Bu model kapsamında Emlak Konut arsa geliştirme, proje organizasyonu ve ihale süreçlerinde konumlanırken inşaat faaliyetleri yüklenici firmalar tarafından yürütülmektedir. Bu yapı, şirketin büyük ölçekli projelerden değer yaratmasına imkân tanırken inşaat sürecindeki operasyonel risklerin önemli bölümünün yüklenici tarafında kalmasını sağlamaktadır. Modelin sermaye verimliliği açısından sunduğu avantaj, şirketin sektördeki konumunu güçlendiren temel faktörlerden biridir.

Şirket performansı, konut talebi ve finansman koşullarına duyarlıdır.

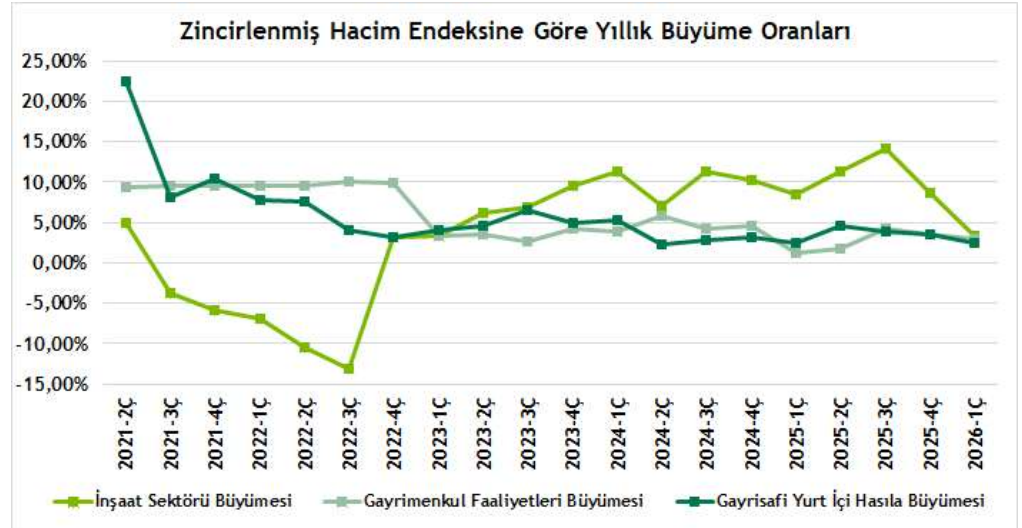
Emlak Konut'un güçlü arsa portföyü, düzenli ihale faaliyetleri ve geniş proje stoku, şirketin net aktif değerinin ana bileşenlerini oluşturmaktadır. Şirketin faaliyetleri büyük ölçüde konut geliştirme ve arsa değerlendirme kapasitesi üzerinden şekillendiği için, sektör görünümünün yalnızca genel GYO sektörü dinamikleriyle değil, Türkiye konut piyasasının arz, talep, finansman ve fiyatlamaya dinamikleriyle birlikte analiz edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle raporun devamında, Emlak Konut'un faaliyet performansı üzerinde doğrudan belirleyici olan konut piyasası göstergeleri detaylı şekilde ele alınmaktadır.

Konut Piyasasının Makroekonomik Çerçevesi

Emlak Konut'un faaliyetlerinin önemli bölümü konut projeleri ve arsa geliştirme faaliyetleri üzerinden şekillendiği için Türkiye konut piyasasının genel görünümü şirketin operasyonel performansı açısından doğrudan önem taşımaktadır. Konut piyasası; ekonomik büyüme, hanehalkı geliri, finansman koşulları, enflasyon, inşaat maliyetleri, arsa arzı ve yatırım tercihlerinden etkilenen çok boyutlu bir yapıya sahiptir. Bu nedenle sektörün genel görünümü yalnızca satış adetleri üzerinden değil, aynı zamanda makroekonomik büyüme, kredi koşulları, fiyat dinamikleri ve arz göstergeleriyle birlikte değerlendirilmelidir.

TÜİK verilerine göre Türkiye ekonomisi 2026 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %2,5 büyürken, inşaat sektörü %3,2, gayrimenkul faaliyetleri ise %3,0 büyümeye kaydetmiştir. İnşaat sektörünün 2025 yılında güçlü büyüme performansı göstermesinin ardından 2026 yılının ilk çeyreğinde büyümesini sürdürmesi, sektör faaliyetlerinin yüksek finansman maliyetlerine rağmen pozitif bölgede kaldığını göstermektedir. Bununla birlikte konut piyasası açısından asıl belirleyici unsur, üretim tarafındaki büyümeden ziyade satış hacmi, finansmana erişim, konut fiyatlarının reel seyri ve arz-talep dengesidir.

İnşaat faaliyetleri yüksek finansman maliyetlerine rağmen 1Ç26'da büyümeyi sürdürmüştür.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

Kısa vadeli finansman baskısına karşın demografi ve sınırlı arsa arzı yapısal talebi desteklemektedir.

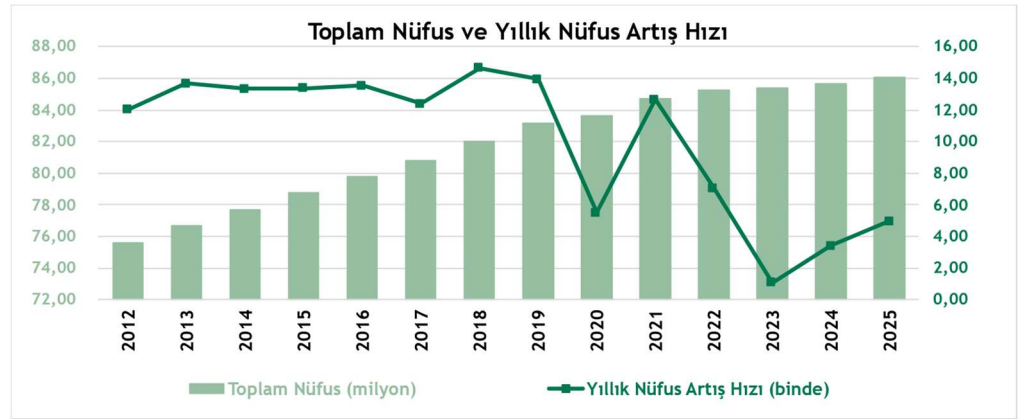
Konut piyasasında son dönemde iki farklı eğilim aynı anda izlenmektedir. Bir tarafta yüksek faiz ortamı ve krediye erişimdeki sınırlamalar, özellikle ipotekli satışlar ve krediye dayalı konut talebi üzerinde baskı oluşturmaktadır. Diğer tarafta nüfus büyüklüğü, hanehalkı sayısındaki artış, kentleşme, kentsel dönüşüm ihtiyacı ve büyük şehirlerde nitelikli arsa arzının sınırlı olması konuta yönelik yapısal talebi desteklemektedir. Bu çerçevede sektör görünümü kısa vadede finansman koşullarına

duyarlı kalırken, orta ve uzun vadede demografik ihtiyaç, dönüşüm teması ve arz kısıtları tarafından desteklenmektedir.

Konut Talebini Belirleyen Temel Dinamikler

Kentleşme oranının %93,6'ya ulaşması, konut talebinin büyük şehirlerde yoğunlaştığını göstermektedir.

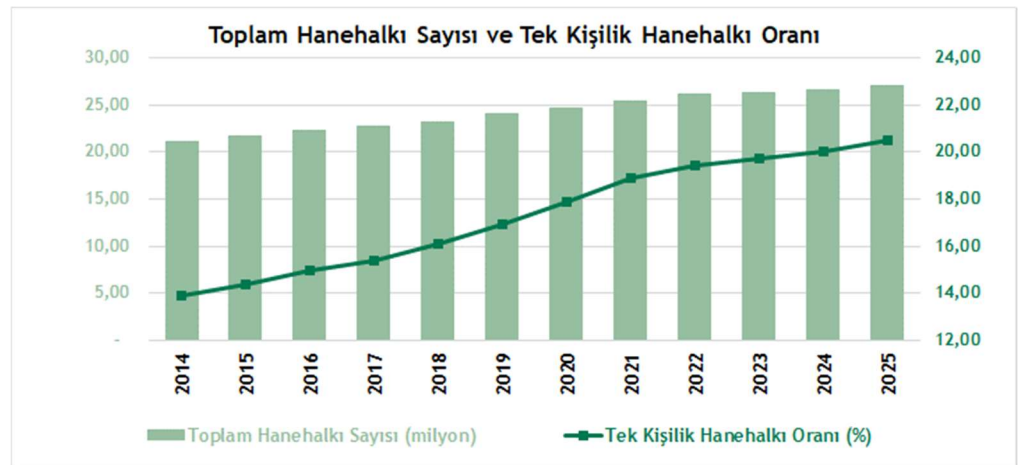
Türkiye konut piyasasında uzun vadeli talebin temel belirleyicileri nüfus büyüklüğü, kentleşme oranı, hanehalkı sayısı, ortalama hanehalkı büyüklüğü ve şehirleşmeye bağlı yeni konut ihtiyacıdır. TÜİK Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS) sonuçlarına göre Türkiye nüfusu 2025 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla göre 427 bin 224 kişi artarak 86 milyon 92 bin 168 kişiye ulaşmıştır. İl ve ilçe merkezlerinde yaşayan nüfusun toplam nüfus içindeki payının yıllık 0,2 yp artışla %93,6 seviyesine yükselmesi, konut talebinin büyük ölçüde şehir merkezleri ve yakın çevresinde yoğunlaşmaya devam ettiğine işaret etmektedir.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

Nüfus artış hızının geçmiş dönemlere kıyasla daha sınırlı hale gelmesine karşın hanehalkı yapısındaki dönüşüm konut ihtiyacını destekleyen önemli unsurlardan biri olmaya devam etmektedir. Ortalama hanehalkı büyüklüğünün 2008 yılındaki 4,0 kişi seviyesinden 2025 yılında 3,08 kişiye gerilemesi, aynı nüfus büyüklüğü altında daha fazla hane oluşmasına neden olmaktadır. Bu eğilim, konut talebinin yalnızca nüfus artışıyla değil, hane yapısındaki küçülme, yaşam tarzındaki değişim ve şehirleşme dinamikleriyle de desteklendiğini göstermektedir.

Hanehalkı büyüklüğündeki gerileme, nüfus artışından bağımsız olarak yeni konut ihtiyacı yaratmaktadır.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

TÜİK verilerine göre 2025 yıl sonu itibarıyla toplam hanehalkı sayısı 27,98 milyon seviyesindedir. Tek kişilik hanehalklarının toplam içindeki payının %20,47 seviyesine yükselmesi, çekirdek aile yapısındaki dönüşüm ve büyük şehirlerdeki yaşam tercihlerinin değişmesi, konut talebinin kompozisyonunu da dönüştürmektedir. Bu

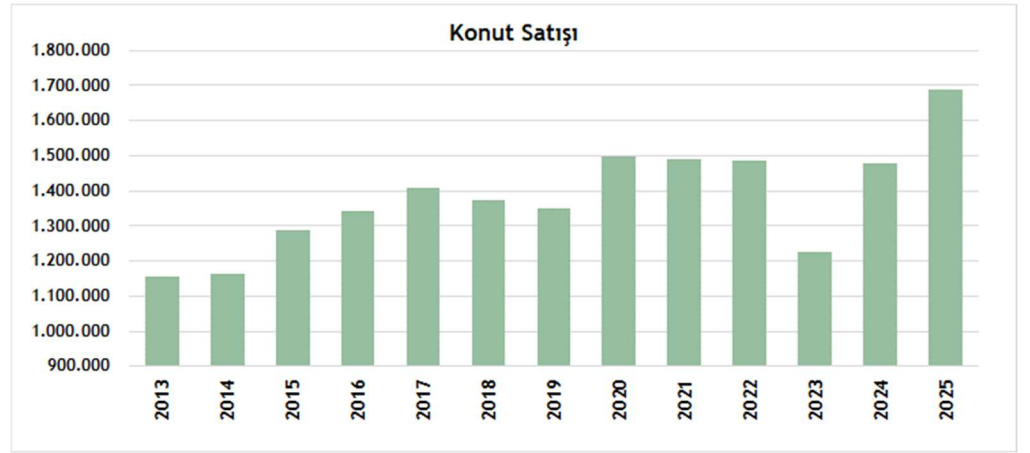
Demografik dönüşüm, erişilebilir ve farklı gelir gruplarına hitap eden projelerin önemini artırmaktadır.

Toplam konut satışları 2025'te %14,3 artarak 1,69 milyon adede ulaşmıştır.

yapı, erişilebilir fiyatlı, ulaşım bağlantısı güçlü, sosyal donatı imkânları gelişmiş ve farklı gelir gruplarına hitap eden projelere yönelik talebin önemini artırmaktadır.

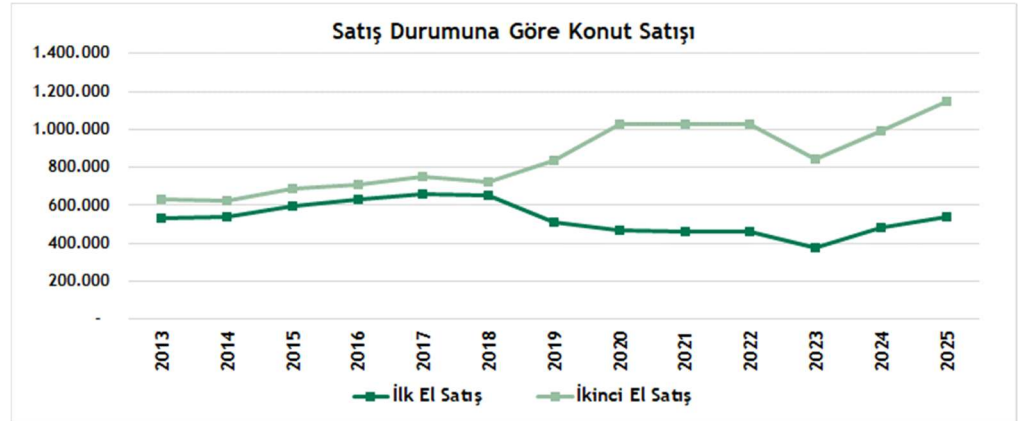
Demografik yapı Emlak Konut açısından önemli bir talep dayanağı oluşturmaktadır. Şirketin büyük ölçekli proje geliştirme kapasitesi, güçlü marka algısı ve kamu bağlantılı iş modeli, büyük şehirlerdeki yapısal konut ihtiyacına cevap verebilme açısından önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu nedenle demografik eğilimler, yalnızca sektörün uzun vadeli talep görünümü açısından değil, Emlak Konut'un proje geliştirme kapasitesi ve satış potansiyeli açısından da belirleyici unsurlar arasında yer almaktadır.

Konut Satışları ve Talep Görünümü



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

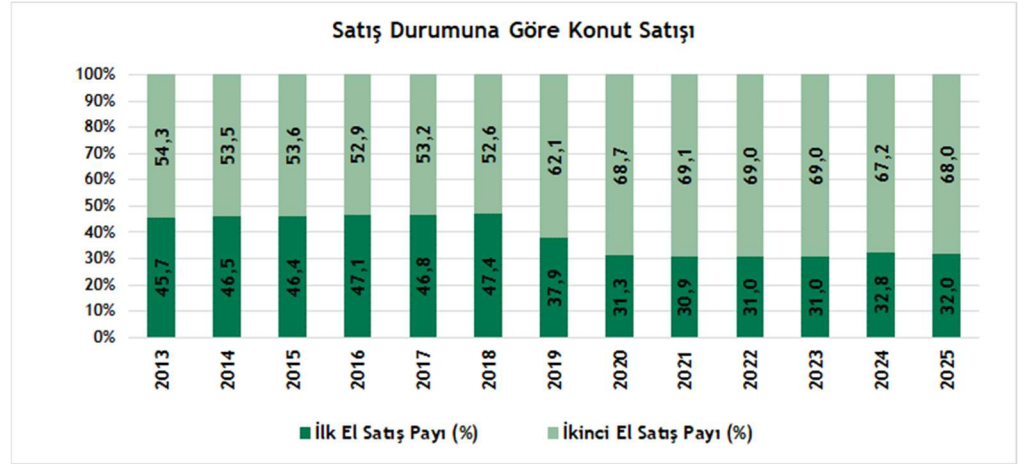
Türkiye konut satışları son yıllarda yüksek faiz ortamı, enflasyonist baskılar, krediye erişim koşulları, yatırım amaçlı talep ve hanehalkı alım gücündeki değişimlere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemiştir. Buna karşın toplam satış hacmi 2025 yılında güçlü bir performans sergilemiş ve yıllık bazda %14,3 artışla 1,69 milyon adede ulaşmıştır.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

İlk el satışlardaki artış yeni konut geliştiricileri açısından olumlu; ikinci el ağırlığı ise rekabeti sınırlamaktadır.

2025 yılında ilk el konut satışları 540,8 bin adet, ikinci el konut satışları ise 1.148,1 bin adet olarak gerçekleşmiştir. İlk el satışların toplam satışlar içindeki payı %32,0 seviyesinde bulunurken, ikinci el satışlar toplam piyasanın yaklaşık üçte ikisini oluşturmaya devam etmiştir. İlk el satışlarda 2024 ve 2025 yıllarında izlenen artış, yeni konut üretimi ve proje geliştirici şirketler açısından olumlu bir gösterge niteliği taşımaktadır. Buna karşılık, ikinci el piyasasının toplam satışlar içindeki yüksek payı, sektör talebinin önemli bölümünün mevcut konut stoku üzerinden karşılandığını göstermektedir.

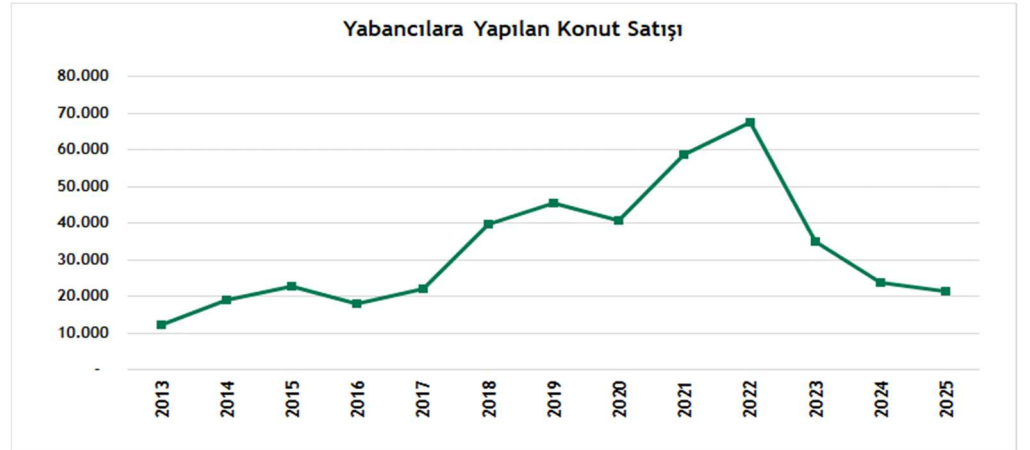


Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

1Y26'da toplam satışlar %3,1 daralırken ilk el satışlar sınırlı da olsa büyümesini korumuştur.

İpotekli satışlardaki %32,2 artış, finansman koşullarındaki iyileşmeye yüksek talep duyarlılığına işaret etmektedir.

TÜİK verilerine göre 2026 yılının Ocak-Haziran döneminde toplam konut satışları 699,5 bin adet seviyesinde gerçekleşirken, 2025 yılının aynı dönemindeki 721,8 bin adetlik satış rakamına göre %3,1 oranında daralma göstermiştir. İlk el satışlar yıllık %0,8 artışla 221,5 bin adet, ikinci el satışlar ise yıllık %4,8 azalışla 478,0 bin adet seviyesinde kaydedilmiştir. Bu görünüm, yılın ilk aylarında konut talebinin yüksek finansman maliyetleri ve jeopolitik gerilimlerin yarattığı belirsizlik ortamı nedeni ile baskı altında kaldığını göstermektedir. Bununla birlikte, satış kompozisyonu krediye erişim ve ödeme koşullarına duyarlı olmaya devam etmektedir. Yılın ilk altı aylık döneminde konut satışlarında yıllık bazda yaşanan daralmaya karşın, ipotekli konut satışları yıllık bazda %32,2 artışla 142,8 bin seviyesine ulaşmıştır. Bu görünüm, finansman koşullarındaki iyileşmenin krediye dayalı konut talebini desteklemeye başladığına işaret ederken, toplam satışlarda kalıcı bir toparlanma için finansman maliyetlerindeki düşüşün devam etmesi ve jeopolitik belirsizliklerin azalması kritik önem taşımaktadır.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

Yabancıya yapılan satışlardaki gerileme, sektör büyümesinin ağırlıklı olarak yerli talebe dayandığını göstermektedir.

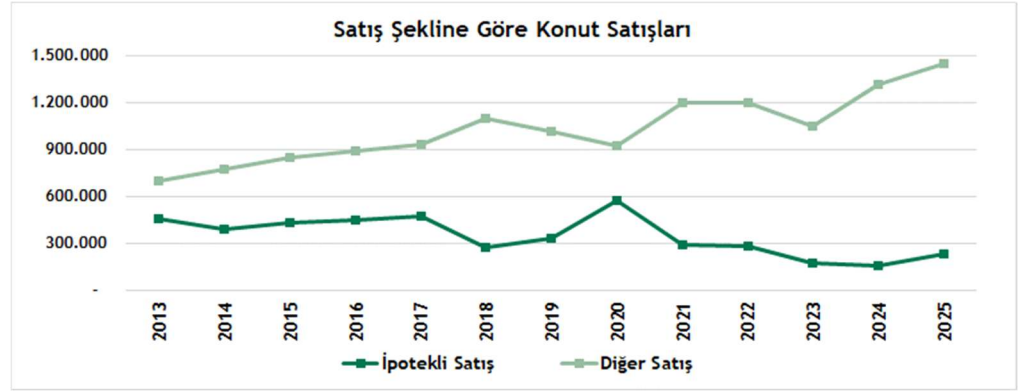
Yabancıya konut satışları tarafında ise son yıllarda belirgin bir zayıflama gözlenmektedir. Yabancıya satışlar 2022 yılında 67,5 bin adet ile zirve seviyesine ulaştıktan sonra 2025 yılında 21,5 bin adede kadar gerilemiştir. 2026 yılının Ocak-Haziran döneminde ise yabancıya satışlar bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,2 oranında azalarak 9,1 bin adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Yabancı talebindeki gerileme, son dönemde sektör büyümesinin ağırlıklı olarak yerli talep tarafından taşındığını göstermektedir.

Marka, lokasyon ve ödeme planı esnekliği, ilk el konut pazarında temel rekabet unsurlarıdır.

Konut satışlarındaki genel görünüm Emlak Konut açısından iki yönlü değerlendirilebilir. Toplam satış hacmindeki güçlü seyir, sektör talebinin yüksek faiz ortamına rağmen tamamen durmadığını göstermektedir. Diğer taraftan, ilk el satışların toplam içindeki payının sınırlı kalması, yeni konut üreticileri açısından lokasyon, marka gücü, fiyatlama, kampanya kapasitesi ve ödeme planı esnekliğinin önemini artırmaktadır. Emlak Konut'un geniş proje portföyü, güçlü marka algısı ve farklı segmentlere hitap edebilen proje yapısı, şirketi ilk el konut pazarındaki talep dinamiklerinden faydalanabilecek önemli oyuncular arasında konumlandırmaktadır.

Konut Kredileri ve Finansman Koşulları

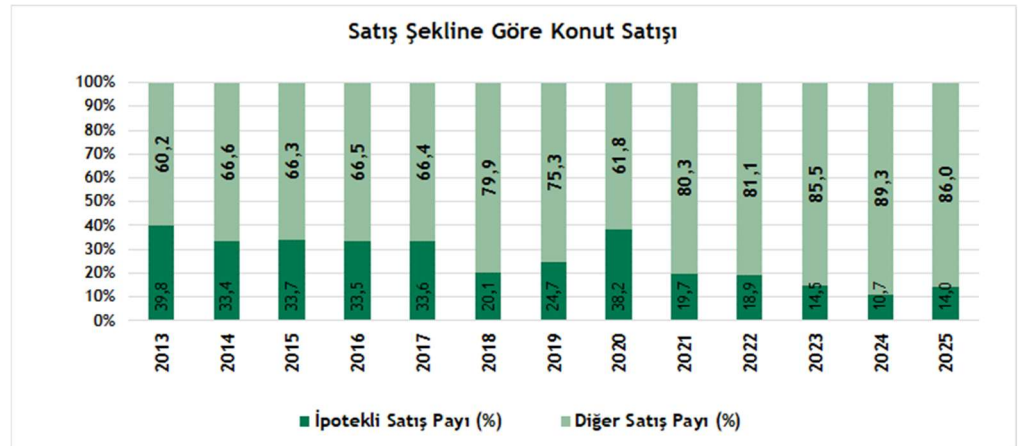
Konut sektöründe kısa vadeli talep görünümünü belirleyen en önemli unsurlardan biri finansman koşullarıdır. Türkiye'de son yıllarda konut kredisi faizlerinin yüksek seviyelerde seyretmesi, özellikle ipotekli satışların toplam satışlar içindeki payını sınırlamaktadır. Kredi faizlerinin düşük seyrettiği dönemlerde ipotekli satış payı belirgin şekilde artarken, yüksek faiz dönemlerinde satışların önemli bir bölümü peşin alımlar, geliştirici firmaların sunduğu vade destekli kampanyalar ve şirket bünyesinde oluşturulan alternatif ödeme planları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

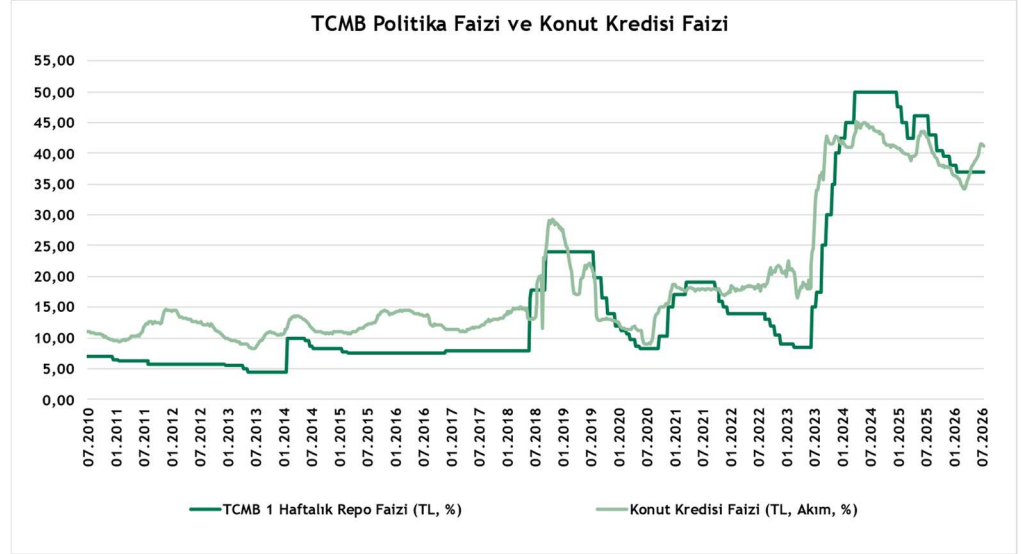
İpotekli satış payının %14 seviyesinde kalması, kredi koşullarının talebi sınırlamayı sürdürdüğünü göstermektedir.

2020 yılında düşük faiz ortamının etkisiyle ipotekli konut satışları 573,3 bin adet seviyesine yükselmiş ve toplam satışlar içindeki payı belirgin şekilde artarak %38,2 seviyesine ulaşmıştır. Buna karşılık, 2023 ve 2024 yıllarında yüksek faiz ortamı nedeniyle ipotekli satışlar sırasıyla 177,7 bin ve 158,5 bin adet seviyelerine kadar gerilemiştir. 2025 yılında ipotekli satışlar 236,7 bin adede yükselmekle birlikte, toplam satışlar içindeki payı %14,0 ile tarihsel zirvelerin altında kalmaya devam etmiştir.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

TCMB tarafından açıklanan haftalık akım veri setleri, konut kredisi faiz oranlarının yüksek seyrini koruduğunu ortaya koymaktadır. Tarihsel gelişim incelendiğinde; Haziran 2022 sonu itibarıyla %14,00 seviyesinde bulunan politika faizi ve %18,24 olarak gerçekleşen haftalık akım konut kredisi faiz oranı, uygulanan parasal sıkılaştırma döngüsünün bir sonucu olarak Nisan 2024 itibarıyla sırasıyla %50,00 ve %45,14 seviyelerine kadar yükselmiştir.



Kaynak: Bloomberg, TCMB, Şeker Yatırım Araştırma

TCMB, enflasyon göstergelerinde gözlenen iyileşmenin etkisiyle 2025 yılının ikinci yarısında gerçekleştirilen dört PPK toplantısının tamamında faiz indirimine gitmiş, bu dönemde toplam 800 baz puanlık indirimle politika faizini Aralık 2025 itibarıyla %38 seviyesine çekmiştir. 2026 yılına da faiz indirimiyle başlayan TCMB Para Politikası Kurulu, ocak ayında 100 baz puanlık indirimle giderek politika faizini %37 seviyesine kadar düşürmüştür. Haftalık akım konut kredisi faiz oranı ise 2026 yılının ilk aylarında yaşanan düşüşle %34,17 seviyesine kadar gerilemiştir.

Şubat ayı sonunda Orta Doğu'da tırmanan jeopolitik gerilimler ve TCMB'nin haftalık repo ihalelerine ara vermesi, finansal piyasalarda parasal aktarım mekanizmasını doğrudan etkilemiştir. Bu gelişmelerin likidite koşulları üzerindeki sıkılaştırıcı etkisiyle bankacılık sektörünün fonlama maliyetleri yukarı yönlü eğilim göstermiş, söz konusu maliyet artışı konut kredisi faizlerine de yansımıştır. Nitekim TCMB politika faizi son dört PPK toplantısında %37 seviyesinde sabit tutulurken, fonlama gecelik borç verme faiz oranı olan %40 seviyesinden devam etmiş; konut kredisi faiz oranları ise 17 Temmuz 2026 tarihli TCMB haftalık akım verilerine göre %41,23 seviyesinde gerçekleşmiştir.

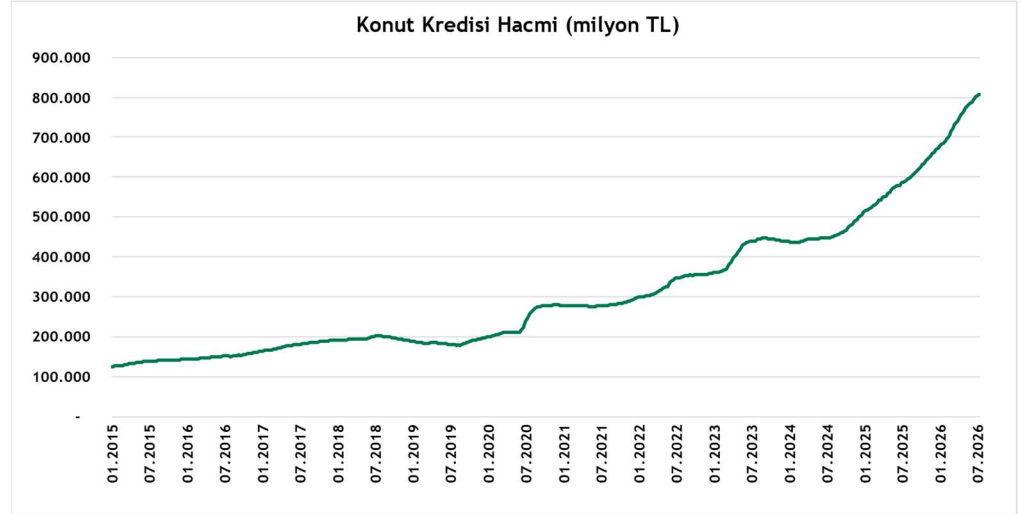
**Konut kredisi faizi
%41,23 ile yüksek
seyrini korumaktadır.**

**Repo ihalelerinin yeniden
başlaması ve fonlama
maliyetlerindeki düşüş,
ertelenmiş talebin açığa
çıkmasını sağlayabilir.**

2026 yılının ilk yarısında yüksek seviyesini koruyan finansman maliyetleri, hanehalkı açısından konuta erişilebilirliği sınırlamaya devam ederken, özellikle krediye dayalı konut talebi üzerinde baskı yaratmıştır. Konut kredisi faizlerinin yüksek bantta seyretmesi, aylık taksit yükünü artırarak potansiyel alıcıların konut edinme kararlarını ertelemesine neden olmuş; bu dönemde konut satışlarında kredi kullanımının payı sınırlı kalmıştır. Buna karşılık, 2026 yılının ikinci yarısından itibaren enflasyon göstergelerinde belirgin ve kalıcı bir iyileşme görülmesi halinde, TCMB'nin haftalık repo ihalelerine yeniden başlaması ve faiz indirim sürecini sürdürmesi finansal koşullarda kademeli bir gevşeme sağlayabilir. Bu çerçevede, bankacılık sektörünün fonlama maliyetlerinde yaşanabilecek düşüşün konut kredisi faizlerine yansısıyla birlikte, krediye erişimin görece kolaylaşması ve ertelenmiş konut talebinin yılın kalan döneminde kademeli olarak canlanması beklenebilir. Ancak

toparlanmanın hızının, enflasyon görünümündeki iyileşmenin sürekliliğine, para politikasındaki normalleşme adımlarının zamanlamasına ve hanehalkı gelirlerinin konut fiyatları karşısındaki seyrine bağlı kalacağı değerlendirilmektedir.

808,1 milyar TL'lik kredi hacmine karşın yüksek faizler, nominal büyümenin reel talebe etkisini sınırlamaktadır.



Kaynak: BDDK, Şeker Yatırım Araştırma

Konut kredisi hacmi nominal olarak artış göstermeye devam etse de yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamı dikkate alındığında kredi büyümesinin reel talep üzerindeki etkisi sınırlı kalmaktadır. BDDK haftalık verilerine göre konut kredisi hacmi 17 Temmuz 2026 itibarıyla 808,1 milyar TL seviyesindedir. Bu büyüklük finansal sistem içinde konut kredilerinin önemini koruduğunu göstermekle birlikte, yeni kredi kullandırımlarının faiz seviyelerine duyarlılığı devam etmektedir.

Konut finansmanında normalleşme, satış hacmi ve geliştirici nakit akışı açısından ana sektörel katalisttir.

Önümüzdeki dönemde dezenflasyon sürecinin kalıcılık kazanması ve faiz oranlarında aşağı yönlü hareket alanı oluşması halinde, konut finansman koşullarında normalleşme sektör açısından en önemli katalistlerden biri olacaktır. Konut kredisi faizlerinde yaşanabilecek gerileme, ipotekli satışların toplam satışlar içindeki payını artırabilir ve ertelenmiş talebin yeniden devreye girmesine katkı sağlayabilir. Bu görünüm, geniş proje portföyüne ve güçlü satış organizasyonuna sahip geliştirici şirketler açısından satış hacmi ve nakit akışı üzerinde destekleyici etki yaratabilecek niteliktedir.

Konut Fiyatları ve Reel Getiri Dinamikleri

Konut fiyatları; enflasyon görünümü, inşaat maliyetleri, arsa maliyetleri, arz kısıtları, finansman koşulları ve yatırım amaçlı talep gibi çok sayıda değişkenin etkisiyle şekillenmektedir. Türkiye’de konut fiyatları nominal bazda artış eğilimini sürdürmekle birlikte, yüksek enflasyon ortamı ve finansman maliyetlerindeki seyir nedeniyle son dönemde reel fiyat performansında zayıflama dikkat çekmektedir.

Yüksek maliyetler ve sınırlı arsa arzı, reel talep zayıf olsa da fiyatlarda aşağı yönlü alanı sınırlamaktadır.

Özellikle konut kredisi faizlerinin yüksek seviyelerde kalması, krediye dayalı konut talebini sınırlandırırken, satışların daha çok peşin alımlar, geliştirici kampanyaları ve alternatif ödeme planları üzerinden gerçekleşmesine neden olmaktadır. Diğer taraftan, arsa arzındaki sınırlılıklar, yeni proje geliştirme maliyetlerinin yüksek seyretmesi ve inşaat maliyetlerindeki katılık, fiyatlar üzerinde aşağı yönlü hareket alanını sınırlamaktadır.

Konut fiyatları yıllık %24,5 artarken reel bazda %5,8 gerilemiştir.

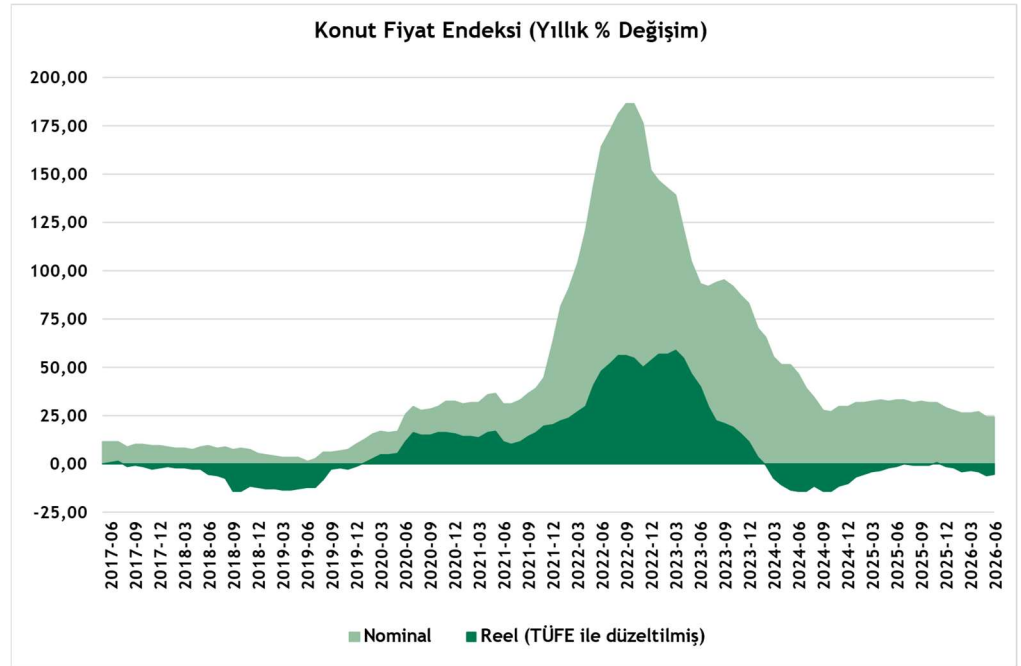
Konut Fiyat Endeksleri (2023=100), Haziran 2026

	TÜRKİYE	İSTANBUL	ANKARA	İZMİR
				
Konut Fiyat Endeksi	231,5	216,9	255,5	225,2
Yıllık Değişim	%24,5	%25,3	%25,5	%22,6
Aylık Değişim	%2,0	%2,1	%1,0	%3,1

Kaynak: TCMB

TCMB Konut Fiyat Endeksi (KFE) Haziran 2026 verisine göre Türkiye genelinde 231,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Endeks aylık bazda %2,0, yıllık bazda ise %24,5 artış kaydetmiştir. Bu görünüm, konut fiyatlarında nominal artış eğiliminin devam ettiğine, ancak fiyat artış hızının enflasyon karşısında reel anlamda daha sınırlı kaldığına işaret etmektedir.

Haziran 2026 itibarıyla üç büyük ildeki yıllık nominal fiyat artışları karşılaştırıldığında Ankara'nın %25,5 ile öne çıktığı, İstanbul'da yıllık artışın %25,3, İzmir'de ise %22,6 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Bu görünüm, büyük şehirlerde fiyat dinamiklerinin yerel arz-talep koşulları, göç hareketleri, gelir seviyesi, arsa arzı ve yatırım talebine bağlı olarak farklılaşabildiğini göstermektedir.



Kaynak: TCMB, TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

Nominal fiyat artışının enflasyonun altında kalması, sektörün reel fiyatlama gücündeki zayıflığa işaret etmektedir.

Aynı dönemde reel konut fiyatlarında yıllık bazda gerileme devam etmiş ve reel KFE yıllık değişimi %5,8 oranında azalışla negatif bölgede kalmıştır. Nominal fiyat artışının devam etmesine karşın reel bazdaki zayıflama, son dönemde konut fiyatlarının yüksek enflasyon ortamında alım gücü ve finansman koşulları karşısında baskılandığını göstermektedir. Bu nedenle konut fiyatlarındaki görünüm, yalnızca nominal endeks seviyesi üzerinden değil, reel fiyat performansı ve finansman koşullarıyla birlikte değerlendirilmelidir.

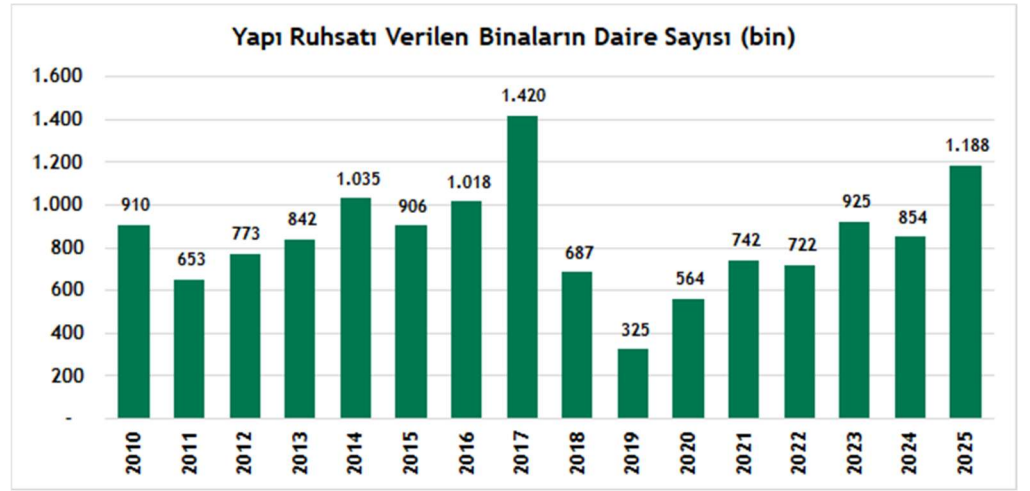
Güçlü lokasyonlardaki sınırlı arsa arzı, Emlak Konut'un proje bazlı fiyatlama esnekliğini desteklemektedir.

Reel konut fiyatlarındaki gerileme, hanehalkı alım gücü açısından kısmen destekleyici bir unsur olarak değerlendirilebilse de yüksek kredi faizleri nedeniyle bu etkinin talebe yansımaları sınırlı kalmaktadır. Büyük şehirlerde nitelikli arsa arzının sınırlı olması ve merkezi lokasyonlarda geliştirilen projelerin daha güçlü fiyatlama kapasitesine sahip olması, seçici fiyatlama eğilimini ön plana çıkarmaktadır. Emlak Konut açısından güçlü lokasyonlarda geliştirilen projeler, stok değerinin korunması ve proje bazlı fiyatlama esnekliği bakımından önemli avantaj sağlamaktadır.

Konut Arzı ve Yapı Ruhsatları

Konut arzı, sektör görünümünü tamamlayan temel göstergelerden biridir. Yeni konut arzına ilişkin eğilimler yapı ruhsatları ve yapı kullanma izin belgeleri üzerinden izlenmektedir. Yapı ruhsatları gelecekte devreye girebilecek potansiyel arz açısından öncü gösterge niteliği taşıırken, yapı kullanma izin belgeleri tamamlanan ve kullanıma hazır hale gelen arzı göstermesi bakımından daha doğrudan bir gösterge sunmaktadır.

Ruhsat verilen daire sayısındaki %37 artış, orta vadeli yeni konut üretiminde toparlanma sinyali vermektedir.



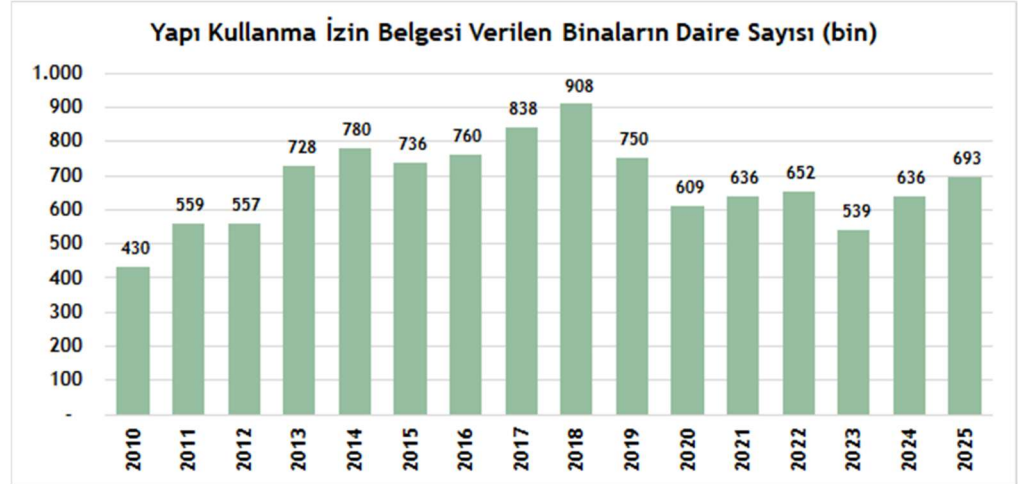
Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

TÜİK verilerine göre yapı ruhsatı verilen binaların daire sayısı 2025 yılında yıllık bazda %39,1 oranında güçlü artış kaydederek 1 milyon 188 bin seviyesine ulaşmıştır. Ruhsat verilerindeki yukarı yönlü eğilim 2026 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiş; yapı ruhsatı verilen binaların daire sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %37,0 artışla 232 bin seviyesinde gerçekleşmiştir. Ruhsat verilerindeki güçlü seyir, yeni proje geliştirme iştahında toparlanmaya işaret etmekle birlikte, ruhsat aşaması ile fiili teslim arasında zaman farkı bulunması nedeniyle bu artışın satışa hazır konut arzına etkisi gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle ruhsat verileri kısa vadeli arzdan ziyade orta vadeli yeni konut üretim potansiyeli açısından değerlendirilmelidir.

İskân artışının ruhsatların gerisinde kalması, yeni arzın satışa hazır stoka gecikmeli dönüşeceğini göstermektedir.

Konut sektöründe hukuki ve teknik süreçleri tamamlanarak kullanıma hazır hale gelen yapılar yapı kullanma izin belgesi almaktadır. Bu gösterge, ruhsat verilerinden farklı olarak tamamlanan arzı temsil etmesi bakımından net konut stokundaki fiili artışa daha yakın bir gösterge niteliği taşımaktadır. TÜİK verilerine göre yapı kullanma izin belgesi verilen binaların daire sayısı 2025 yılında yıllık bazda %8,9 artışla 693 bin seviyesine ulaşmıştır. 2026 yılının ilk çeyreğinde de tamamlanan arz tarafındaki büyüme korunmuş; yapı kullanma izin belgesi verilen binaların daire sayısı bir önceki yılın aynı dönemine göre %10,1 artışla 163 bin adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, yapı kullanım izinlerindeki artışın ruhsatlardaki yükselişe kıyasla daha sınırlı kalması, yeni konut arzının tamamlanma sürecinde

zamanlama farkının devam ettiğini göstermektedir. Bu durum, özellikle büyük şehirlerde satışa hazır nitelikli konut arzının sınırlı kalmasına neden olabilmektedir.



Kaynak: TÜİK, Şeker Yatırım Araştırma

Nitelikli konut arzının gecikmeli artması, güçlü lokasyonlardaki projelerin fiyatlama gücünü korumaktadır.

Arsa portföyünü düzenli ihalelerle ticarileştirebilme kapasitesi Emlak Konut'u sektörde ayırtmaktadır.

Ruhsat verilerindeki toparlanma orta vadede yeni konut üretim potansiyeli açısından olumlu bir sinyal sunmakla birlikte, arz tarafındaki görünüm yalnızca ruhsat adedi üzerinden değerlendirilmemelidir. Özellikle büyük şehirlerde nitelikli ve merkezi lokasyonlarda geliştirilebilir arsa arzının sınırlı olması, yüksek inşaat maliyetleri, finansman giderleri ve proje geliştirme süreçlerinin uzun vadeye yayılması yeni konut üretimini sınırlayan temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle arz tarafındaki toparlanmanın satışa hazır nitelikli konut stokuna dönüşmesi zaman almakta, özellikle güçlü lokasyonlarda geliştirilen projelerde fiyatlama gücü korunmaktadır. Bu yapı, geniş arsa portföyüne, finansal kapasiteye ve proje geliştirme tecrübesine sahip şirketlerin sektördeki rekabet avantajını artırmaktadır. Emlak Konut, mevcut arsa portföyünün büyüklüğünün yanı sıra söz konusu portföyü düzenli ihale ve proje geliştirme süreçleri üzerinden gelir yaratımına dönüştürebilme kapasitesiyle sektörde ayırtmaktadır.

Kentsel Dönüşüm ve Gelecekteki Konut İhtiyacı

Türkiye’de kentsel dönüşüm, konut piyasasının uzun vadeli büyüme alanlarından biri olmaya devam etmektedir. Deprem riski, eski yapı stoku, büyük şehirlerdeki yoğun nüfus, altyapı ihtiyacı ve yaşam kalitesini artırma hedefleri, dönüşüm faaliyetlerini yapısal bir gereklilik haline getirmektedir. Kentsel dönüşüm projeleri yalnızca yeni konut arzı yaratmakla kalmamakta, aynı zamanda şehirlerin altyapı, ulaşım ve sosyal donatı kalitesinin iyileştirilmesine de katkı sağlamaktadır.

Kentsel dönüşüm ihtiyacı özellikle İstanbul başta olmak üzere büyük şehirlerde daha belirgin hale gelmektedir. Mevcut yapı stokunun yenilenmesi, riskli yapıların dönüştürülmesi ve afet dayanıklılığının artırılması, önümüzdeki dönemde kamu politikaları açısından öncelikli alanlardan biri olmayı sürdürecektir. Bu durum, büyük ölçekli proje geliştirme deneyimine, güçlü organizasyon kapasitesine ve kamu ile koordineli iş yürütme kabiliyetine sahip şirketler açısından yeni iş hacmi ve proje geliştirme fırsatları yaratmaktadır.

Kentsel dönüşüm, kamu koordinasyonu güçlü geliştiriciler için uzun vadeli proje havuzu oluşturmaktadır.

Emlak Konut, kamu bağlantılı proje geliştirme tecrübesi, büyük ölçekli organizasyon kapasitesi, güçlü marka algısı ve farklı gelir gruplarına hitap eden proje yapısı sayesinde kentsel dönüşüm alanındaki potansiyel büyümeden faydalanabilecek şirketler arasında yer almaktadır. Kentsel dönüşüm faaliyetleri, şirket açısından

yalnızca yeni proje üretimi değil, aynı zamanda uzun vadeli gelir yaratımı ve arsa geliştirme kapasitesinin etkin kullanımı bakımından da önem taşımaktadır.

Sektör Görünümünün Emlak Konut Açısından Değerlendirilmesi

Kısa vadede yüksek faizler orta gelir grubu talebini ve satış hızını baskılamaktadır.

GYO sektörü ve konut piyasasına ilişkin mevcut görünüm, Emlak Konut açısından hem kısa vadeli riskler hem de orta-uzun vadeli fırsatlar barındırmaktadır. Kısa vadede yüksek faiz ortamı, konut kredisi kullanımını sınırlamakta ve ipotekli satışların toplam konut satışları içindeki payını baskılamaktadır. Finansman maliyetlerindeki yüksek seviye, özellikle krediye duyarlı orta gelir grubu talebinde erişilebilirliği azaltmakta ve satış hızını sınırlayan temel unsurlardan biri olmaya devam etmektedir. Bu çerçevede, sektör genelinde talep kompozisyonu krediye dayalı alımlardan daha çok peşin alımlar, geliştirici kampanyaları ve alternatif ödeme planları üzerinden şekillenmektedir.

Demografik ihtiyaç ve sınırlı nitelikli arz, konut talebinin yapısal tabanını korumaktadır.

Buna karşılık, toplam konut satışlarının 2025 yılında güçlü seyretmesi, konut talebinin yüksek finansman maliyetlerine rağmen belirli ölçüde dirençli kaldığını göstermektedir. Demografik ihtiyaç, hanehalkı sayısındaki artış, büyük şehirlerde devam eden konut ihtiyacı, nitelikli arsa arzının sınırlı olması ve kentsel dönüşüm faaliyetleri sektörün orta ve uzun vadeli büyüme potansiyelini destekleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu dinamikler, konut piyasasında kısa vadeli finansman koşullarından kaynaklanan dalgalanmalara rağmen yapısal talep tabanının korunduğuna işaret etmektedir. Özellikle büyük şehirlerde nitelikli lokasyonlarda geliştirilen projelerde arzın sınırlı, talebin ise görece dirençli olması, güçlü marka algısına ve geniş proje portföyüne sahip şirketler açısından fiyatlama ve satış kabiliyeti bakımından rekabet avantajı yaratmaktadır.

Emlak Konut, Türkiye GYO sektörü içinde konut geliştirme faaliyetleri, geniş arsa portföyü ve Gelir Paylaşımı Modeli ile ayrıışan bir yapıya sahiptir. Şirketin iş modeli, klasik kira geliri ağırlıklı GYO yapısından farklı olarak arsa geliştirme, ihale süreçleri, proje yönetimi ve konut satış performansı üzerinden değer yaratmaktadır. Bu nedenle Emlak Konut'un operasyonel görünümü, yalnızca genel GYO sektörü dinamikleriyle değil, aynı zamanda Türkiye konut piyasasındaki satış hacmi, finansman koşulları, konut fiyatları, arsa arzı ve kentsel dönüşüm faaliyetleriyle doğrudan ilişkilidir. Şirketin geniş arsa portföyü, düzenli ihale faaliyetleri ve güçlü proje stoku, sektördeki yapısal büyüme dinamiklerinden faydalanabilmesi açısından önemli dayanaklar oluşturmaktadır.

Güçlü arsa stoku, sermaye verimli iş modeli ve kamu bağlantısı şirketin sektör döngülerine dayanıklılığını artırmaktadır.

Sonuç olarak, kısa vadede yüksek finansman maliyetleri ve krediye dayalı talepteki zayıflık sektör üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, olası faiz normalleşmesi, konut kredisi koşullarında iyileşme, ilk el konut talebinde toparlanma ve kentsel dönüşüm faaliyetlerinin hızlanması Emlak Konut'un operasyonel görünümü açısından destekleyici unsurlar olarak öne çıkmaktadır. Güçlü arsa portföyü, kamu bağlantılı proje geliştirme tecrübesi, Gelir Paylaşımı Modeli'nin sağladığı sermaye verimliliği ve büyük ölçekli proje geliştirme kapasitesi, şirketin sektör döngülerine karşı görece daha dayanıklı bir konumda bulunmasını sağlamaktadır. Bu yapı, Emlak Konut'u Türkiye konut piyasasındaki yapısal büyüme temalarından faydalanabilecek başlıca GYO şirketlerinden biri haline getirmektedir.

2. Şirket Analizi: Emlak Konut GYO

2.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Şirket Profili

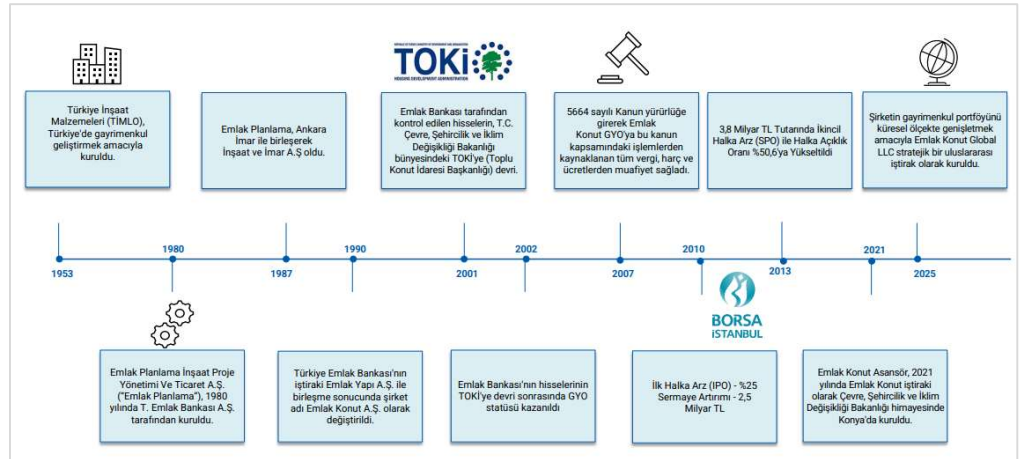
Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Emlak Konut" veya "Şirket"), geniş arsa portföyü, büyük ölçekli konut geliştirme kapasitesi, güçlü marka bilinirliği ve kamu bağlantılı kurumsal yapısıyla Türkiye gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörünün önde gelen şirketlerinden biridir. Şirket, gayrimenkul portföyü, arsa stoku ve proje geliştirme kapasitesi açısından sektörde öncü konumda bulunurken, konut odaklı faaliyet modeliyle klasik kira geliri ağırlıklı GYO yapısından ayrılmaktadır.

Emlak Konut, portföy yönetiminden ziyade entegre bir gayrimenkul geliştirme platformu niteliğindedir.

Emlak Konut'un sektördeki konumu, yalnızca sahip olduğu gayrimenkul portföyünün büyüklüğünden değil, aynı zamanda bu portföyü düzenli ihale faaliyetleri ve proje geliştirme süreçleri aracılığıyla gelir yaratımına dönüştürebilme kapasitesinden kaynaklanmaktadır. Şirket; arsa geliştirme, proje planlama, ihale organizasyonu, inşaat kontrolörlüğü ve bağımsız bölüm satış süreçlerinde aktif rol alan entegre bir gayrimenkul geliştirme yapısına sahiptir.

Kurumsal Tarihçe ve Kilometre Taşları

Emlak Konut'un kurumsal geçmişi 1953 yılına kadar uzanmaktadır. Türkiye'de gayrimenkul geliştirmek amacıyla kurulan Ankara İmar ile Türkiye İnşaat Malzemeleri'nin faaliyetleri, zaman içinde Şirketin bugünkü kurumsal yapısının temelini oluşturmuştur. 1990 yılında Türkiye Emlak Bankası'nın iştiraki olan Emlak Yapı A.Ş. ile gerçekleştirilen birleşme sonucunda şirket unvanı Emlak Konut A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Emlak Konut A.Ş., Türkiye Emlak Bankası A.Ş.'nin bağlı ortaklığı olarak 6 Mart 1991 tarihinde tescil ve ilan edilerek faaliyetlerine başlamıştır.



Kaynak: Emlak Konut GYO

TOKİ'ye pay devri, şirketin bugünkü kamu bağlantılı proje geliştirme yapısının temelini oluşturmuştur.

Emlak Bankası kontrolündeki payların 2001 yılında TOKİ'ye devredilmesi, Şirketin bugünkü kamu bağlantılı kurumsal yapısının oluşmasında önemli bir dönüm noktası olmuştur. Söz konusu devir sonrasında Emlak Konut'un Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı statüsüne dönüşüm süreci 2002 yılında tamamlanmış, 2006 yılında ise Şirketin unvanı Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Bu dönem, Emlak Konut'un konut geliştirme odaklı kurumsal yapısının sermaye piyasası

Halka arzlar, kamu bağlantılı kurumsal yapıyı geniş yatırımcı tabanı ve piyasa disipliniyle birleştirmiştir.

Gelir Paylaşımı Modeli, arsa stokunun sınırlı sermaye kullanımıyla nakit üreten projelere dönüşmesini sağlamaktadır.

Anahtar Teslim Modeli, Gelir Paylaşımı'nın uygun olmadığı projelerde operasyonel esneklik sunmaktadır.

mevzuatıyla uyumlu GYO modeli altında yeniden şekillendiği aşamayı temsil etmektedir.

Şirketin sermaye piyasalarıyla entegrasyonu 2010 yılında gerçekleştirilen ilk halka arz ile başlamış, bu süreç 2013 yılında gerçekleştirilen ikincil halka arz ile güçlenmiştir. 2010 yılındaki ilk halka arzda Şirket sermayesinin %25'i halka açılmış, 2013 yılındaki ikincil halka arz sonrasında halka açıklık oranı %50'nin üzerine yükselmiştir. Böylece Emlak Konut, kamu bağlantılı güçlü kurumsal yapısını yüksek halka açıklık oranı ve geniş yatırımcı tabanıyla birleştiren önemli GYO şirketlerinden biri haline gelmiştir.

2010 sonrası dönemde Şirketin faaliyet ölçeği, düzenli ihale faaliyetleri, genişleyen proje portföyü ve artan satış hacmiyle belirgin şekilde büyümüştür. Emlak Konut, Gelir Paylaşımı Modeli ve Anahtar Teslim Modeli üzerinden farklı lokasyonlarda büyük ölçekli projeler geliştirirken, arsa portföyünü proje üretimi ve satış gelirine dönüştürme kapasitesini artırmıştır. Bu süreç, Şirketin uzun kurumsal geçmişini ölçekli ve sürdürülebilir bir proje geliştirme platformuna dönüştürmüştür.

Faaliyet Alanı

Emlak Konut'un ana faaliyet alanı, büyük çoğunluğu konut olmak üzere ticari alanlar, eğitim birimleri, sosyal donatılar, altyapı, yol ve çevre düzenlemeleriyle birlikte bütüncül gayrimenkul projelerinin geliştirilmesidir. Şirket, geliştirdiği projelerde inşaat kontrolörlüğü faaliyetlerini yürütmekte ve projeler kapsamında ortaya çıkan bağımsız bölümlerin pazarlama ve satış süreçlerinde rol almaktadır.

Bu faaliyet yapısı, Emlak Konut'u yalnızca gayrimenkul portföyü yöneten bir GYO olmaktan çıkarak proje geliştirme sürecinin farklı aşamalarında aktif rol alan entegre bir gayrimenkul geliştirme şirketi konumuna taşımaktadır. Şirketin projeleri konut üretiminin yanı sıra ticari üniteler, sosyal donatı alanları, eğitim birimleri, altyapı ve çevre düzenlemelerini de içermekte; bu yönüyle planlı ve nitelikli yaşam alanlarının geliştirilmesine katkı sağlamaktadır.

Emlak Konut'un faaliyet modeli, sahip olduğu arsa portföyünün farklı proje geliştirme modelleri aracılığıyla gelir yaratımına dönüştürülmesi üzerine kuruludur. Şirket, arsa tedarikinde ağırlıklı olarak ana pay sahibi TOKİ ile yürüttüğü iş birliklerinden faydalanırken, uygun gördüğü arsaları üçüncü kişilerden yapılan değerlendirmeler sonucunda da portföyüne dahil edebilmektedir. Bu yapı, Emlak Konut'un farklı lokasyonlarda ve farklı talep segmentlerine yönelik projeler geliştirebilmesine olanak sağlamaktadır.

Şirket faaliyetlerini ağırlıklı olarak Gelir Paylaşımı Modeli ve Anahtar Teslim Modeli üzerinden yürütmektedir. Gelir Paylaşımı Modeli, Emlak Konut'un ana değer yaratım mekanizması olup, Şirketin arsa sahibi olarak projeden elde edilecek gelirden pay almasına dayanmaktadır. Bu model, büyük ölçekli projelerin daha sınırlı sermaye kullanımıyla geliştirilmesine, inşaat ve finansman riskinin önemli bölümünün yüklenici firmalarla paylaşılmasına ve arsa portföyünün nakit akışı yaratacak projelere dönüştürülmesine imkân tanımaktadır. Anahtar Teslim Modeli ise belirli projelerde Şirketin geliştirme sürecinde daha aktif rol aldığı tamamlayıcı bir iş modeli olarak kullanılmaktadır.

Sermaye Piyasalarındaki Konumu

Emlak Konut'un sermaye piyasalarıyla entegrasyonu 2010 yılında gerçekleştirilen ilk halka arz ile başlamıştır. 2010 yılındaki halka arz kapsamında Şirket sermayesinin

Yüksek halka açıklık oranı, hisse likiditesi ve uluslararası yatırımcı erişimini desteklemektedir.

%25'i halka açılmış ve Emlak Konut payları Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Söz konusu halka arz, Şirketin kurumsal yapısının sermaye piyasalarıyla entegrasyonu açısından önemli bir dönüm noktası olurken, Emlak Konut'un yatırımcı tabanının genişlemesine de katkı sağlamıştır.

Şirket, 2013 yılında gerçekleştirdiği ikincil halka arz ile sermaye piyasalarındaki konumunu daha da güçlendirmiştir. İkincil halka arz sonrasında halka açıklık oranı %50'nin üzerine yükselirken, Şirket paylarına 2,3 kat talep gelmiş ve 20 farklı ülkeden 100'ün üzerinde uluslararası yatırımcı işlem sürecine katılmıştır. Bu süreç, Emlak Konut'un yalnızca yerel yatırımcılar nezdinde değil, uluslararası yatırımcı tabanı açısından da takip edilen önemli GYO şirketlerinden biri haline gelmesini sağlamıştır.

Yüksek halka açıklık oranı, Emlak Konut'un Borsa İstanbul'da yatırımcı erişimi ve işlem derinliği açısından öne çıkan GYO şirketlerinden biri olmasını desteklemektedir. Bu yapı, Şirketin kamu bağlantılı kurumsal yapısı ile sermaye piyasası disiplini arasında dengeli bir konumlanma yaratmaktadır.

Operasyonel Ölçek

448 ihale ve 261 bin bağımsız bölüm satışı, şirketin güçlü operasyonel ölçeğini göstermektedir.

Emlak Konut, bugüne kadar geliştirdiği geniş proje portföyü ve ulaştığı operasyonel ölçekle Türkiye konut piyasasında önemli bir kurumsal oyuncu konumundadır. 2026 yılı birinci çeyrek verilerine göre, şirketin kuruluşundan bu yana geliştirilen toplam ihale sayısı 448'e ulaşırken, toplam bağımsız bölüm satışı 261 bin adede ulaşmış ve toplam varlık büyüklüğü 363,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.



Kaynak: Emlak Konut GYO

1Y26'da elde edilen 50,7 milyar TL satış değeri, yüksek faiz ortamında satış kabiliyetinin korunduğuna işaret etmektedir.

Güncel operasyonel performans açısından bakıldığında, Emlak Konut 2026 yılının ilk yarısında güçlü bir satış performansı sergilemiştir. Şirket, 1Y26 döneminde 2.623 bağımsız bölüm satışı gerçekleştirmiş ve arsa satışları dahil toplam 50,7 milyar TL satış değeri elde etmiş, bu performans mevcut proje portföyünün satış kabiliyeti ve konut talebine duyarlılığı açısından önemli bir gösterge olmuştur.

Ulaşılan operasyonel ölçek, Emlak Konut'un sahip olduğu arsa portföyünü yalnızca bilanço üzerinde taşınan bir varlık olarak değil, düzenli ihale, proje geliştirme ve satış süreçleri aracılığıyla gelir yaratımına dönüştürebilen kurumsal bir yapı olduğunu göstermektedir. Şirketin kamu bağlantılı yapısı, güçlü marka algısı ve büyük ölçekli proje yönetim tecrübesi, orta ve uzun vadeli büyüme görünümü açısından önemli dayanaklar oluşturmaktadır.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

TOKİ'nin ana pay sahibi olması, arsa tedariki ve kamu projelerine erişim açısından stratejik avantaj sağlamaktadır.

%50'nin üzerindeki halka açıklık, ana hissedar desteğini yüksek işlem derinliğiyle birleştirmektedir.

2026 yılı temmuz ayı itibarıyla Emlak Konut'un ödenmiş sermayesi 3,8 milyar TL seviyesindedir. Ortaklık yapısında ana pay sahibi T.C. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ("TOKİ") olup, TOKİ'nin toplam sermaye içindeki payı %49,34 seviyesindedir. Şirket sermayesinin %50,66'sı ise halka açık kısımda yer almaktadır.

EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş., ORTAKLIK YAPISI

Ortağın Unvanı	Grubu	Türü	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
T.C. ÇEVRE VE ŞEHİRCİLİK BAKANLIĞI TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)	A	Nama	253.369.919	6,67%
T.C. ÇEVRE VE ŞEHİRCİLİK BAKANLIĞI TOPLU KONUT İDARESİ BAŞKANLIĞI (TOKİ)	B	Hamiline	1.621.460.838	42,67%
HALKA AÇIK KISIM	B	Hamiline	1.925.121.079	50,66%
Diğerleri	B	Hamiline	48.164	0,0013%
TOPLAM			3.800.000.000	100,00%

Kaynak: KAP, Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

TOKİ'nin ana pay sahibi konumu, Emlak Konut'un kamu bağlantılı kurumsal yapısının temelini oluşturmaktadır. Bu yapı, özellikle arsa tedariki, büyük ölçekli proje geliştirme, kentsel dönüşüm uygulamaları ve kamu kurumlarıyla koordineli yürütülen projeler açısından Şirkete önemli bir kurumsal avantaj sağlamaktadır. Emlak Konut'un faaliyet modelinde arsa portföyünün merkezi rolü dikkate alındığında, TOKİ ile olan güçlü bağın Şirketin uzun vadeli proje geliştirme kapasitesi açısından stratejik öneme sahip olduğu görülmektedir.

Diğer taraftan, halka açıklık oranının %50'nin üzerinde bulunması Emlak Konut'u Borsa İstanbul'da yatırımcı erişimi ve işlem derinliği açısından öne çıkan GYO şirketlerinden biri haline getirmektedir. Yüksek halka açıklık oranı, Şirketin sermaye piyasalarıyla güçlü entegrasyonunu desteklerken, kurumsal yatırımcı ilgisi ve hisse likiditesi açısından da önemli bir unsur oluşturmaktadır. Bu çerçevede Emlak Konut'un ortaklık yapısı, kamu bağlantılı ana hissedar desteği ile geniş halka açık yatırımcı tabanını bir araya getiren dengeli bir yapı sunmaktadır.

Şirketin sermaye yapısında TOKİ'ye ait A grubu nama yazılı paylar ve B grubu hamiline yazılı paylar birlikte yer alırken, halka açık kısım B grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. Bu yapı, Emlak Konut'un stratejik karar alma süreçlerinde güçlü bir ana hissedar varlığını korurken, aynı zamanda yüksek halka açıklık oranı sayesinde sermaye piyasası disiplini altında faaliyet göstermesine imkân tanımaktadır.

BIST 30 üyeliği ve %48,33 fiili dolaşım oranı, kurumsal yatırımcı erişimini desteklemektedir.

Fiili DOLAŞIMDAKİ PAYLAR

Borsa Kodu	Fiili Dolaşımdaki Pay Tutarı (TL)	Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (%)	Fiili Dolaşımdaki Yabancı Payı (%)
EKGYO	1.836.366.263,35	48,33%	17,48%

Kaynak: KAP, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Şirket payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da EKGYO pay kodu ile işlem görmekte ve BIST 30 Endeks kapsamında yer almaktadır. Şirket paylarının fiili dolaşım oranı %48,33, fiili dolaşım içerisindeki yabancı pay sahipliği oranı ise %17,48 seviyesindedir.

2.3. Stratejik Konumlanma ve Rekabet Avantajları

Güçlü Arsa Portföyü

Büyük şehirlerde nitelikli arsa arzının sınırlı olması, mevcut portföyü uzun vadeli büyümenin temel girdisi haline getirmektedir.

Emlak Konut'un rekabet avantajlarının merkezinde geniş arsa portföyü ve bu portföyü proje geliştirme faaliyetleri aracılığıyla gelir yaratımına dönüştürebilme kapasitesi yer almaktadır. Büyük şehirlerde nitelikli ve geliştirilebilir arsa arzının sınırlı olması, arsa portföyünü Şirket açısından yalnızca mevcut bir varlık kalemi olmaktan çıkarak uzun vadeli büyüme potansiyelinin temel unsurlarından biri haline getirmektedir. Bu yapı, Emlak Konut'un yeni proje üretiminde süreklilik sağlayabilmesine ve farklı talep segmentlerine yönelik proje geliştirebilmesine olanak tanımaktadır.

Kamu Bağlantılı Kurumsal Yapı

TOKİ'nin ana pay sahibi konumu, Emlak Konut'un sektördeki stratejik konumunu destekleyen en önemli unsurlardan biridir. Şirketin kamu kurumlarıyla koordineli proje geliştirme tecrübesi, özellikle büyük ölçekli konut projeleri, arsa geliştirme faaliyetleri ve kentsel dönüşüm uygulamaları açısından operasyonel avantaj sağlamaktadır. Bu yapı, Emlak Konut'un yalnızca piyasa koşullarına bağlı özel sektör projeleriyle sınırlı kalmamasına, kamu öncelikleriyle uyumlu stratejik projelerde de aktif rol alabilmesine imkân tanımaktadır.

Sermaye Verimliliği Sağlayan İş Modeli

Gelir Paylaşımı Modeli, sermaye kullanımını sınırlarken proje riskini yüklenicilerle paylaşmaktadır.

Emlak Konut'un iş modelinde Gelir Paylaşımı Modeli merkezi bir konuma sahiptir. Bu modelde Şirket, arsa sahibi ve proje geliştirici olarak konumlanırken, inşaat ve finansman süreçlerinin önemli bölümü yüklenici firmalar tarafından üstlenilmektedir. Böylece Emlak Konut, arsa portföyünü sınırlı sermaye kullanımıyla büyük ölçekli projelere dönüştürebilmekte, aynı zamanda proje bazlı risklerin önemli bir bölümünü yüklenici firmalarla paylaşabilmektedir. Bu yapı, Şirketin sermaye verimliliği ve proje geliştirme kapasitesi açısından sektörde ayrışmasını sağlamaktadır.

Marka Gücü ve Operasyonel Tecrübe

Marka gücü ve ihale tecrübesi, yapısal konut talebinin projelere dönüştürülmesini desteklemektedir.

Emlak Konut'un uzun yıllara yayılan proje geliştirme deneyimi, güçlü marka algısı ve geniş yüklenici ağı, Şirketin operasyonel kabiliyetini destekleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır. Şirketin marka bilinirliği, büyük ölçekli konut projelerinde nihai alıcılar açısından güven unsuru yaratırken, yüklenici firmalar açısından da güçlü bir iş ortaklığı platformu oluşturmaktadır. Düzenli ihale faaliyetleri ve farklı ölçekteki projeleri yönetme tecrübesi, Emlak Konut'un geniş proje portföyünü sürdürülebilir şekilde büyütebilmesine katkı sağlamaktadır.

Yapısal Konut Talebine Doğrudan Maruziyet

Emlak Konut'un konut odaklı faaliyet modeli, Şirketi Türkiye'deki yapısal konut talebine doğrudan maruz bırakmaktadır. Nüfus büyüklüğü, hanehalkı sayısındaki artış, büyük şehirlerde devam eden nitelikli konut ihtiyacı, sınırlı arsa arzı ve kentsel dönüşüm gereksinimi, Şirketin orta ve uzun vadeli faaliyet görünümünü destekleyen temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu çerçevede Emlak Konut, güçlü arsa portföyü, proje geliştirme kapasitesi ve kamu bağlantılı kurumsal yapısıyla Türkiye konut piyasasındaki yapısal büyüme temalarından faydalanabilecek başlıca GYO şirketlerinden biri olarak konumlanmaktadır.

2.4. İş Modeli

Entegre proje geliştirme yapısı, şirketin değer zincirinin farklı aşamalarında kontrol sahibi olmasını sağlamaktadır.

Emlak Konut'un iş modeli, sahip olduğu arsa portföyünün büyük ölçekli gayrimenkul projelerine dönüştürülmesi ve bu projeler üzerinden gelir yaratılması üzerine kuruludur. Şirket, Türkiye GYO sektörü içinde klasik kira geliri ağırlıklı portföy yönetimi modelinden ayrılarak arsa geliştirme, proje planlama, ihale organizasyonu, yüklenici seçimi, inşaat kontrolörlüğü ve satış süreçlerini kapsayan entegre bir proje geliştirme yapısıyla faaliyet göstermektedir.

Şirketin proje geliştirme kapasitesinin temelini güçlü arsa portföyü oluşturmaktadır. Emlak Konut, arsa tedarikinde ağırlıklı olarak ana pay sahibi TOKİ ile yürüttüğü iş birliklerinden faydalanmakta, gerekli gördüğü durumlarda üçüncü kişilerden de arsa alımı yapabilmektedir. Portföye dahil edilen arsalar; lokasyon, talep yapısı, imar durumu ve proje geliştirme potansiyeli dikkate alınarak konut ağırlıklı karma projelere dönüştürülmektedir.

Gelir Paylaşımı Modeli

Gelir Paylaşımı Modeli, aynı anda birden fazla büyük projenin sınırlı sermayeyle yönetilmesine imkân tanımaktadır.

Gelir Paylaşımı Modeli, Emlak Konut'un ana değer yaratım mekanizmasıdır. Bu modelde Şirket, arsa sahibi ve proje geliştirici olarak konumlanırken, projeye ilişkin inşaat, finansman, pazarlama ve satış süreçlerinin önemli bölümü yüklenici firmalar tarafından üstlenilmektedir. Emlak Konut ise ihale sürecini yürütmekte, proje geliştirme ve kontrolörlük fonksiyonlarını yerine getirmekte ve proje gelirlerinden belirlenen oranlar çerçevesinde pay almaktadır.

Modelin temel avantajı, Emlak Konut'un arsa portföyünü sınırlı sermaye kullanımıyla büyük ölçekli projelere dönüştürebilmesidir. İnşaat ve finansman riskinin önemli bölümünün yüklenici firmalarla paylaşılması, Şirketin aynı anda birden fazla büyük ölçekli projeyi yönetebilmesine ve sermaye verimliliğini korumasına katkı sağlamaktadır. Bu yönüyle Gelir Paylaşımı Modeli, Emlak Konut'un sektördeki rekabet avantajını ve operasyonel ölçeklenme kapasitesini destekleyen en önemli iş modeli unsurudur.

Anahtar Teslim Modeli

Anahtar Teslim projeler operasyonel esneklik sağlarken daha yüksek doğrudan finansman ve uygulama riski taşımaktadır.

Anahtar Teslim Modeli, Emlak Konut'un proje geliştirme faaliyetlerinde tamamlayıcı bir rol üstlenmektedir. Bu modelde Şirket, proje geliştirme sürecinde daha aktif bir pozisyon almakta; inşaat faaliyetleri ise belirlenen şartlar çerçevesinde yüklenici firmalar tarafından yürütülmektedir. Anahtar Teslim Modeli, genellikle belirli lokasyonlarda proje üretimini desteklemek, bölgesel gelişimi hızlandırmak veya Gelir Paylaşımı Modeli'nin uygun olmadığı projelerde operasyonel esneklik sağlamak amacıyla kullanılmaktadır.

Gelir Paylaşımı Modeli'ne kıyasla Anahtar Teslim Modeli'nde Emlak Konut'un proje geliştirme sürecindeki doğrudan rolü daha belirgin hale gelmektedir. Bu yapı, Şirkete farklı proje türlerine ve piyasa koşullarına göre hareket edebilme esnekliği sağlarken, proje portföyünün sürekliliğini destekleyen tamamlayıcı bir araç niteliği taşımaktadır.

Gelir Paylaşımı Modeli ve Anahtar Teslim Modeli Karşılaştırması

Karşılaştırma Kriteri	Gelir Paylaşımı Modeli	Anahtar Teslim Modeli
Emlak Konut'un rolü	Arsa sahibi, ihale düzenleyici, proje kontrolörü ve gelir paylaşım tarafı	Proje geliştirme, finansman, satış ve süreç yönetiminde daha aktif taraf
Yüklenici firmanın rolü	İnşaat, finansman, pazarlama ve satış süreçlerinde ana operasyonel taraf	İnşaat işlerini sözleşmede belirlenen şartlar çerçevesinde üstlenen taraf
Finansman yükü	Daha sınırlı; proje finansmanının önemli bölümü yüklenici tarafından karşılanır	Görece daha yüksek; proje geliştirme ve finansman yükü Emlak Konut'a daha yakındır
İnşaat ve tamamlanma riski	Büyük ölçüde yüklenici firma üzerinde; maliyet, süre ve uygulama riski yüklenici tarafından üstlenilir	Emlak Konut'a daha yakın; yüklenici performansı, proje takvimi ve maliyet yönetimi Şirket açısından daha belirleyicidir
Gelir yapısı	Proje satış gelirinden Emlak Konut'a düşen pay üzerinden gelir yaratılır	Satış gerçekleştirilen bağımsız bölümler üzerinden gelir yaratılır
Sermaye verimliliği	Yüksek; sınırlı sermaye kullanımıyla büyük ölçekli proje geliştirme imkânı sağlar	Görece daha düşük; Şirketin finansman ve proje geliştirme sürecindeki doğrudan rolü daha yüksektir
Risk paylaşımı	Yüklenici firma ile daha güçlü risk paylaşımı sağlar	Risklerin daha yüksek bölümü Emlak Konut'a yakın konumlanır
Kullanım amacı	Büyük ölçekli projelerde arsa değerini sermaye verimliliğiyle gelir yaratımına dönüştürmek	Stratejik, tamamlayıcı veya Gelir Paylaşımı Modeli'nin uygun olmadığı projelerde proje üretimini desteklemek
Temel avantaj	Sermaye verimliliği, risk paylaşımı ve ölçeklenebilir proje geliştirme kapasitesi	Proje geliştirme esnekliği ve belirli lokasyonlarda daha aktif kontrol imkânı

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

İş Modelinin Operasyonel Döngüsü

Ön satışlar talep ve nakit akışına, teslimatlar ise hasılatın finansallara yansıma zamanına işaret etmektedir.

Emlak Konut'un operasyonel performansı; arsa portföyünün projeye dönüştürülmesi, ihalelerin gerçekleştirilmesi, ön satışların başlaması, inşaat ilerlemesi ve teslimat süreçleriyle şekillenmektedir. Ön satışlar Şirketin nakit akışı ve talep görünümü açısından önemli bir gösterge niteliği taşıırken, projelerin finansal tablolara yansımaları büyük ölçüde teslimat ve gelir muhasebeleştirme takvimine bağlıdır.

Satış performansı; teslimat takvimi, stok yapısı ve yeni ihale akışıyla birlikte değerlendirilmelidir.

Bu nedenle Emlak Konut'un faaliyet performansı değerlendirilirken yalnızca dönemsel satış hacmi değil, proje teslim takvimi, stok yapısı, devam eden projelerin gelir yaratma potansiyeli ve yeni ihale akışı birlikte izlenmelidir. Şirketin geniş arsa portföyü, düzenli ihale kapasitesi ve farklı proje geliştirme modellerini birlikte kullanabilmesi, iş modelinin farklı piyasa koşullarına uyum sağlayabilmesini desteklemektedir.

2.5. Arsa Portföyü

Emlak Konut'un geniş arsa portföyü, Şirketin sürdürülebilir proje geliştirme kapasitesinin ve uzun vadeli büyüme görünümünün temelini oluşturmaktadır. Arsa portföyü, yalnızca bilanço üzerinde taşınan bir varlık niteliğinde olmayıp, gelecekte gerçekleştirilecek ihalelerin, proje lansmanlarının, ön satışların ve teslimatların ana kaynağını teşkil etmektedir. Bu nedenle portföyün büyüklüğü kadar arsaların lokasyonu, imar potansiyeli, geliştirilebilir alanı ve projeye dönüştürülme zamanlaması da Şirketin değer yaratma kapasitesi açısından önem taşımaktadır.

6,12 milyon m² arsa portföyü, gelecekteki ihale ve proje lansmanlarının ana kaynağını oluşturmaktadır.

31 Mart 2026 itibarıyla Emlak Konut'un toplam arsa portföyü 6,12 milyon m² büyüklüğe ulaşmaktadır. Portföyün toplam kayıtlı maliyeti 116,8 milyar TL, ekspertiz değeri ise 120,5 milyar TL seviyesindedir. Toplam portföyün 6,10 milyon m²'lik bölümü ihale edilmemiş arsalar, 18,1 bin m²'lik sınırlı kısmı ise yatırım amaçlı arsalar oluşturmaktadır. Ekspertiz değeri bazında değerlendirildiğinde, portföyün %99,7'si ihale edilmemiş arsalar içerisinde yer almaktadır.

Arsa Portföyünün Büyüklüğü ve Yapısı (31.03.2026)

İhale Edilmemiş Arsalar Portföyü

No	Arsalar	m ²	Kaynı Maliyet (TL)	Ekspertiz Değeri (TL)	Toplam Ekspertiz Değeri İçindeki Pay
1	İstanbul Arnavutköy Parselleri	2.123.774	1.842.394.239	5.056.885.363	4,20%
2	İstanbul Ataşehir Parselleri	2.381	1.643	41.789.615	0,03%
3	İstanbul Avcılar Parselleri	478.850	8.376.735.877	11.166.004.308	9,27%
4	İstanbul Bakırköy Kartaltepe Parselleri	6.317	298.278.879	266.375.000	0,22%
5	İstanbul Bakırköy Şenlik Parselleri	3.394	565.349.914	437.413.829	0,36%
6	İstanbul Bakırköy Zeytinlik Parselleri	138.048	16.506.025.263	15.000.000.000	12,45%
7	İstanbul Başakşehir İkitelli Parselleri	50.843	207.094.204	358.471.206	0,30%
8	İstanbul Başakşehir Mahmutbey Parselleri	520.970	22.634.376.835	20.691.946.545	17,17%
9	İstanbul Başakşehir Tatarcık Parselleri	39.755	722.773.586	2.703.331.840	2,24%
10	İstanbul Çekmeköy-Taşdelen Parselleri	17.683	201.105.415	291.860.357	0,24%
11	İstanbul Esenler Parselleri	634.242	34.227.086.999	33.312.657.780	27,64%
12	İstanbul Eyüpsultan Kemerburgaz	108.725	2.174.778.918	2.384.108.784	1,98%
13	İstanbul Eyüpsultan Mithatpaşa Parselleri	67.039	1.663.909.915	3.375.206.972	2,80%
14	İstanbul Kartal Parselleri	18.325	715.456.091	650.177.205	0,54%
15	İstanbul Küçükçekmece Halkalı Parselleri	172.311	9.548.848.706	8.779.976.430	7,29%
16	İstanbul Sarıyer Parselleri	1.156	21.918.110	19.072.185	0,02%
17	İstanbul Tuzla Aydınlı Parselleri	160.038	2.644.565.096	2.411.000.366	2,00%
18	İstanbul Tuzla Parselleri	6.420	132.712.779	147.911.775	0,12%
İstanbul Toplamı		4.550.271	102.483.412.469	107.094.189.560	88,87%
19	Amasya Merkez Ziyere Parselleri	75.424	499.563.318	466.123.101	0,39%
20	Ankara Etimesgut Parselleri	84.754	931.350.459	888.351.755	0,74%
21	Antalya Alanya Parselleri	110.954	1.405.550.798	1.277.307.022	1,06%
22	Antalya Konyaaltı Parselleri	28.331	240.068.623	237.980.400	0,20%
23	Aydın Didim Parselleri	562.160	1.970.212.834	1.790.448.763	1,49%
24	Balıkesir Gönen Parselleri	28.318	92.783.647	88.500.000	0,07%
25	Gaziantep Şehitkamil Aydınlar Parselleri	118.264	1.107.165.235	1.031.851.481	0,86%
26	İzmir Çeşme Parselleri	107.012	1.467.169.210	1.358.094.445	1,13%
27	İzmir Seferihisar Parselleri	19.341	211.043.146	293.495.426	0,24%
28	İzmir Urla Parselleri	52.998	747.122.118	678.953.994	0,56%
29	Muğla Bodrum Parselleri	102.721	1.672.568.214	1.519.961.518	1,26%
30	Muğla Köyceğiz Toparlar Parselleri	164.903	3.098.798.025	2.816.060.780	2,34%
31	Muğla Milas Parselleri	49.043	287.824.256	261.562.901	0,22%
32	Nevşehir Parselleri	25	122.642	111.452	0,00%
33	Tekirdağ Çorlu Parselleri	35.923	155.667.110	235.689.460	0,20%
34	Zonguldak Merkez Parselleri	9.221	133.060.102	143.884.516	0,12%
Diğer İller Toplamı		1.549.393	14.020.069.738	13.088.377.013	10,86%
İhale Edilmemiş Arsalar Toplamı		6.099.663	116.503.482.206	120.182.566.574	99,73%

Yatırım Amaçlı Arsalar Portföyü

No	Arsalar	m ²	Kaynı Maliyet (TL)	Ekspertiz Değeri (TL)	Toplam Ekspertiz Değeri İçindeki Pay
1	İstanbul Kartal Parselleri	18.071	270.443.175	324.534.701	0,27%
Yatırım Amaçlı Arsalar Toplamı		18.071	270.443.175	324.534.701	0,27%
TOPLAM ARSA PORTFÖYÜ		6.117.734	116.773.925.381	120.507.101.275	100,00%

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

İstanbul Ağırlıklı Portföy Yapısı

Emlak Konut'un arsa portföyü, coğrafi olarak İstanbul sınırları içerisinde yoğunlaşma göstermektedir. İstanbul'daki ihale edilmemiş arsaların toplam alanı 4,55 milyon m² seviyesinde bulunurken, söz konusu arsaların ekspertiz değeri 107,1 milyar TL'ye ulaşmaktadır. Böylece İstanbul arsaları, toplam arsa portföyü ekspertiz değerinin yaklaşık %88,9'unu oluşturmaktadır.

En büyük beş lokasyonun %73,8 payı, yüksek değer yoğunlaşmasına işaret etmektedir.

İstanbul portföyü içerisinde Esenler, Başakşehir, Bakırköy, Avcılar, Küçükçekmece, Arnavutköy, Eyüpsultan ve Tuzla gibi farklı gelişim dinamiklerine sahip bölgeler yer almaktadır. Ekspertiz değeri bazında Esenler parselleri toplam portföyün %27,6'sı ile en yüksek paya sahipken, Başakşehir Mahmutbey %17,2, Bakırköy Zeytinlik %12,4, Avcılar %9,3 ve Küçükçekmece Halkalı %7,3 pay almaktadır. Söz konusu beş lokasyon birlikte toplam ekspertiz değerinin yaklaşık %73,8'ini oluşturmaktadır.

Portföydeki İstanbul ağırlığı proje ölçeğini desteklerken imar, ihale ve yerel talep risklerini artırmaktadır.

Bu yoğunlaşma, Emlak Konut'un İstanbul'daki büyük ölçekli proje geliştirme kapasitesini desteklemektedir. Bununla birlikte, portföy değerinin sınırlı sayıdaki büyük arsada toplanması, Şirketin operasyonel görünümünü söz konusu lokasyonlardaki imar süreçlerine, ihale zamanlamasına, konut talebine ve satış fiyatlarına daha duyarlı hale getirmektedir.

İstanbul Dışındaki Arsa Rezervi

İstanbul dışı portföy coğrafi çeşitlilik sağlasa da değer bazında İstanbul yoğunlaşması sürmektedir.

İstanbul dışındaki arsaların toplam büyüklüğü yaklaşık 1,55 milyon m², ekspertiz değeri ise 13,1 milyar TL seviyesindedir. Bu portföy; Amasya, Ankara, Antalya, Aydın, Balıkesir, Gaziantep, İzmir, Muğla, Nevşehir, Tekirdağ ve Zonguldak'ta bulunan arsalarından oluşmaktadır.

İstanbul dışındaki portföyde Muğla Köyceğiz Toparlar, Aydın Didim, Muğla Bodrum, İzmir Çeşme ve Antalya Alanya parselleri öne çıkmaktadır. Özellikle Ege ve Akdeniz bölgelerinde bulunan arsalar, Şirkete yalnızca sürekli konut talebine değil, turizm ve üst gelir grubuna yönelik talebe dayalı projeler geliştirme imkânı da sunmaktadır. Coğrafi çeşitlilik, portföyün tamamının tek bir yerel konut piyasasına bağlı kalmasını kısmen sınırlandırmakla birlikte, değer bazındaki İstanbul ağırlığı devam etmektedir.

Proje Geliştirme ve Değer Yaratma Kapasitesi

Arsa portföyündeki ana değer yaratım kapasitesi ekspertiz artışından çok proje geliştirme potansiyelinden kaynaklanmaktadır.

Arsa portföyünün Emlak Konut açısından temel önemi, arsaların mevcut ekspertiz değerinden ziyade, proje geliştirme faaliyetleri aracılığıyla yaratılabilecek ilave ekonomik değerden kaynaklanmaktadır. Şirket, portföyündeki arsaları lokasyon, imar durumu, geliştirilebilir inşaat alanı, hedef müşteri kitlesi, beklenen satış hızı ve piyasa koşulları çerçevesinde değerlendirerek Gelir Paylaşımı veya Anahtar Teslim Modeli üzerinden projeye dönüştürmektedir.

Toplam ekspertiz değerinin kayıtlı maliyetin yaklaşık %3,2 üzerinde bulunması, mevcut portföyde sınırlı bir değer artışına işaret etmektedir. Ancak Emlak Konut'un iş modeli açısından asıl değer yaratımının pasif arsa değer artışından değil; doğru ihale yapısı, uygun proje konsepti, imar optimizasyonu ve satış performansı aracılığıyla gerçekleşmesi beklenmektedir. Dolayısıyla portföyün yatırım açısından değerlendirilmesinde yalnızca mevcut ekspertiz değeri değil, arsaların ilerleyen dönemlerde yaratabileceği proje geliri ve Emlak Konut payı dikkate alınmalıdır.

Şirketin geniş arsa rezervi, yeni proje üretiminde süreklilik sağlarken, ihale zamanlaması açısından da önemli bir esneklik sunmaktadır. Konut talebinin ve finansman koşullarının daha uygun olduğu dönemlerde gerçekleştirilen ihaleler, yüklenici ilgisini ve Şirkete teklif edilen gelir payını destekleyebilmektedir. Buna karşılık, piyasa koşullarının elverişsiz olduğu dönemlerde arsaların geliştirilmesinin ertelenebilmesi, Emlak Konut'un portföy değerini düşük piyasa koşullarında ticarileştirme zorunluluğunu azaltmaktadır.

2.6. Proje Portföyü ve Operasyonel Büyüklük

İhale zamanlaması esnekliği, arsaların zayıf piyasa koşullarında ticarileştirilmesi riskini azaltmaktadır.

Emlak Konut'un mevcut proje portföyü; Gelir Paylaşımı Modeli kapsamında geliştirilen projeler, Anahtar Teslim Modeli ile yürütülen projeler, gayrimenkul sertifikası ihracıyla finanse edilen Damla Kent Projesi ve kira geliri yaratan gayrimenkullerden oluşmaktadır. Farklı finansman, gelir yaratma ve risk paylaşımı özelliklerine sahip bu dört grup, Şirketin geniş arsa portföyünü farklı piyasa koşullarına ve proje ihtiyaçlarına göre değerlendirebilmesini sağlamaktadır.

Proje portföyünün büyüklüğü kadar satış oranı, fiziki ilerleme düzeyi, tamamlanma takvimi ve Emlak Konut'a düşecek gelir de gelecekteki finansal performans açısından önem taşımaktadır. Devam eden projelerin 2026-2030 dönemine yayılan tamamlanma takvimi, Şirketin teslimat ve gelir görünümünü birden fazla yıla

dağıtırken; ileri aşamadaki projeler yakın vadeli gelir yaratımını, erken aşamadaki projeler ise orta ve uzun vadeli proje stokunu desteklemektedir.

Devam Eden Gelir Paylaşımı Projeleri

Gelir Paylaşımı portföyü, 116,5 milyar TL minimum şirket payı geliriyle temel değer yaratım bileşenidir.

%55,8 satış oranına karşılık %32,9 fiziki ilerleme, tahsilat ve teslimatların orta vadeye yayılacağını göstermektedir.

Gelir Paylaşımı Modeli kapsamında geliştirilen projeler, Emlak Konut'un proje portföyünün ana değer yaratma bileşenini oluşturmaktadır. 31.03.2026 tarihli verilere göre, Devam Eden Gelir Paylaşımı Projeleri için Emlak Konut'un minimum garanti edilen geliri 116,5 milyar TL seviyesindedir. Söz konusu projelerin toplam kayıtlı maliyeti 66,3 milyar TL, minimum garanti edilen kâr ise 50,2 milyar TL seviyesindedir.

Portföy kapsamında toplam 19.051 bağımsız bölüm bulunurken, 31 Mart 2026 itibarıyla 10.623 bağımsız bölüm satılmış durumdadır. Böylece toplam satış oranı %55,8, projelerin ağırlıklı ortalama fiziki ilerleme seviyesi ise %32,85 düzeyinde gerçekleşmiştir. Minimum garanti edilen kâr, Emlak Konut'a taahhüt edilen asgari gelir ile kayıtlı maliyet arasındaki farkı ifade etmekte olup, muhasebeleşmiş dönem kârıyla aynı nitelikte değerlendirilmemelidir.

İhale Edilmiş Arsalar Özet Tablosu (Gelir Paylaşımı Modeli)										
No	Proje İsmi	Emlak Konut Min. Garanti Edilen Gelir (TL)	Kayıtlı Maliyet (TL)	Min. Garanti Edilen Kâr (TL)	Toplam Bölüm	Satılan Bölüm	Satılan (%)	İlerleme (%)	Bitiş Tarihi	
1	NIDAPARK KUÇUKYALI	4.877.521.454	4.651.097.536	226.423.917	2.244	2.151	95,9%	78,93%	2026	
2	EVORA İZMİR	977.244.521	43.348.274	933.896.247	1.195	851	71,2%	94,50%	2026	
3	NIDAPARK İSTİNYE	9.020.302.785	6.046.124.143	2.974.178.641	547	442	80,8%	72,24%	2026	
4	NEXT LEVEL İSTANBUL	6.622.953.703	2.301.739.172	4.321.214.531	205	205	100,0%	64,60%	2026	
5	YENİ LEVENT	6.062.914.694	1.784.626.445	4.278.288.249	1.019	678	66,5%	87,76%	2026	
6	ÇAYYOLU ANKARA	457.415.571	252.101.161	205.314.410	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2026	
7	NEXT LEVEL BODRUM	4.753.547.826	965.138.514	3.788.409.312	53	-	0,0%	-	2026	
8	İSTANBUL BAŞAKŞEHİR KAYABAŞI 10. ETAP PROJESİ	1.830.652.751	448.105.197	1.382.547.554	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2026	
9	ALLSANCAK	185.993.914	15.128.186	170.865.728	1.469	822	56,0%	83,80%	2026	
2026 TOPLAM		34.788.547.218	16.507.408.628	18.281.138.590	6.732	5.149	76,5%	80,31%		
10	BATİ YAKASI 1. ETAP	364.609.253	260.499.409	104.109.844	774	575	74,3%	92,06%	2027	
11	BATİ YAKASI 2. ETAP	1.822.856.439	2.484.787.361	(661.930.922)	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2027	
12	FUA DENİZ PARK	3.353.581.853	1.835.304.159	1.518.277.694	226	185	81,9%	17,63%	2027	
13	PARK YAŞAM ANTALYA	3.040.131.726	515.719.246	2.524.412.480	1.443	652	45,2%	40,24%	2027	
14	MAJÖR GÖLYAKA	1.838.009.547	1.280.760.179	557.249.368	796	320	40,2%	28,95%	2027	
15	REFERANS ÜMRANİYE	2.788.376.945	2.115.710.534	672.666.411	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2027	
16	NEZİHPARK BAĞCEKENT	984.984.402	500.810.375	484.174.026	688	372	54,1%	61,65%	2027	
17	VADİ PANORAMA	3.247.239.421	2.054.725.098	1.192.514.323	306	-	-	-	2027	
18	CADDE	2.011.892.576	1.856.557.244	155.335.332	452	146	32,3%	10,14%	2027	
19	MUĞLA MILAS MEŞELİK	543.375.088	308.970.300	234.404.788	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2027	
20	ESENLER ATIŞALANI 1. ETAP PROJESİ	2.063.638.464	1.744.760.847	318.877.617	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2027	
21	ESENLER ATIŞALANI 2. ETAP PROJESİ	2.019.994.079	1.871.754.695	148.239.383	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2027	
2027 TOPLAM		24.078.689.793	16.830.359.447	7.248.330.346	4.685	2.250	48,0%	41,78%		
22	İZMİR ÇEŞME DALYAN PROJESİ	1.205.749.837	83.263	1.205.666.575	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2028	
23	MERKEZ ANKARA	5.512.557.922	4.666.848.918	845.709.005	3.306	2.563	77,5%	77,85%	2028	
24	ATAŞEHİR 173	1.405.198.575	488.740.755	916.457.821	173	34	19,7%	12,47%	2028	
25	TUAL GÖLYAKA	1.941.899.740	1.191.549.504	750.350.236	724	126	17,4%	19,56%	2028	
26	GÖLYAKA İSTANBUL	3.431.034.143	1.295.697.212	2.135.336.930	831	185	22,3%	21,32%	2028	
27	HAYAT FLORA 2. ETAP	4.442.691.442	5.328.012.959	(885.321.517)	852	65	7,6%	16,61%	2028	
28	PARK YAŞAM ÇINARKÖY	6.169.383.296	2.903.881.451	3.265.501.845	956	140	14,6%	7,39%	2028	
29	SENFONİ ETİLER	3.162.405.194	2.284.057.414	878.347.780	215	71	33,0%	23,64%	2028	
30	ESENLER ATIŞALANI 3. ETAP PROJESİ	2.636.156.046	2.484.545.473	151.610.573	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2028	
31	MUĞLA ORTAKENT 1. ETAP PROJESİ	1.721.575.761	1.260.771.197	460.804.564	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2028	
32	MUĞLA ORTAKENT MÜSKEBİ	7.166.422.740	2.754.795.049	4.411.627.691	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2028	
33	ESENLER ATIŞALANI 4. ETAP PROJESİ	1.681.227.240	2.530.314.685	(849.087.445)	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2028	
2028 TOPLAM		40.476.301.937	27.189.297.881	13.287.004.055	7.057	3.184	45,1%	25,55%		
34	HAYAT FLORA 1. ETAP	2.340.000.000	3.068.697.737	(728.697.737)	577	40	6,9%	16,61%	2029	
35	MUĞLA ORTAKENT 2. ETAP PROJESİ	2.948.723.334	1.554.173.504	1.394.549.830	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2029	
36	İSTANBUL TUZLA AYDINLI 1. ETAP PROJESİ	2.512.284.177	491.628.699	2.020.655.478	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2029	
37	İZMİR ÇEŞME MUSALLA 1. ETAP PROJESİ	1.604.652.568	617.765.363	986.887.205	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2029	
38	ATAŞEHİR KUÇUKBAKKALKÖY PROJESİ	2.701.800.000	-	2.701.800.000	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2029	
39	İZMİR BAYRAKLI 1. ETAP PROJESİ	495.370.538	-	495.370.538	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2029	
40	ATAŞEHİR KAYIŞDAĞI PROJESİ	186.753.176	-	186.753.176	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2029	
2029 TOPLAM		12.789.583.793	5.732.265.303	7.057.318.490	577	40	6,9%	16,61%		
41	İSTANBUL EYÜPSULTAN HASDAL 1. ETAP PROJESİ	2.602.640.000	-	2.602.640.000	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2030	
42	İSTANBUL BEŞİKTAŞ DİKİLİTAŞ GÜNEY PROJESİ	1.746.100.000	-	1.746.100.000	Satışta Değil	Satışta Değil	-	-	2030	
2030 TOPLAM		4.348.740.000	-	4.348.740.000	-	-	-	-		
TOPLAM		116.481.862.741	66.259.331.259	50.222.531.482	19.051	10.623	55,8%	32,85%		

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

Minimum garanti edilen gelirin %85,3'ünün 2026-2028 döneminde tamamlanması öngörülmektedir.

Tamamlanma takvimi açısından bakıldığında, Emlak Konut'un minimum garanti edilen gelirinin %29,9'u 2026, %20,7'si 2027, %34,7'si 2028, %11,0'i 2029 ve %3,7'si 2030 yılında tamamlanması öngörülen projelerden oluşmaktadır. Bu dağılım, gelir potansiyelinin önemli bölümünün yakın ve orta vadede yoğunlaştığını göstermektedir. 2026 yılında tamamlanması beklenen projelerde satış oranının %76,5, fiziki ilerleme seviyesinin %80,3 olması, söz konusu proje grubunun teslimat

Olgun projelerdeki yüksek satış ve fiziki ilerleme oranları yakın vadeli teslimat görünümünü desteklemektedir.

Minimum gelir taahhüdü görünürlük sağlarken nihai sonuçlar satış ve teslimat performansına bağlıdır.

ve gelir yaratımı bakımından portföyün en olgun bölümünü oluşturduğuna işaret etmektedir.

Nidapark Küçükyalı, Evora İzmir, Nidapark İstinye, Next Level İstanbul, Yeni Levent ve Allsancak gibi projelerde fiziki ilerleme ve satış oranlarının görece yüksek seviyelere ulaşması, yakın vadeli teslimat görünümünü desteklemektedir. Buna karşılık, 2028-2030 döneminde tamamlanması planlanan ve henüz satışa sunulmayan veya erken geliştirme aşamasında bulunan projeler, Şirketin orta ve uzun vadeli gelir stokunun önemli bölümünü oluşturmaktadır.

Gelir Paylaşımı Projeleri'nde Emlak Konut'un gelir görünürlüğü, yükleniciler tarafından taahhüt edilen minimum şirket payı gelirleriyle desteklenmektedir. Bununla birlikte, nihai finansal sonuçlar; projelerin satış performansı, fiziki ilerlemesi, teslimat zamanlaması, yüklenici taahhütleri ve enflasyon muhasebesi kapsamında oluşabilecek gelir-maliyet güncellemelerine bağlı olarak değişebilmektedir.

Devam Eden Anahtar Teslim Projeleri

Anahtar Teslim Modeli kapsamında yürütülen projelerde Emlak Konut, proje geliştirme ve finansman süreçlerinde Gelir Paylaşımı Modeli'ne kıyasla daha doğrudan bir rol üstlenmektedir. Bu nedenle sözleşme bedeli, gerçekleşen hakediş ödemeleri, fiziki ilerleme, bağımsız bölüm satışları ve tamamlanma takvimi, söz konusu projelerin operasyonel performansının değerlendirilmesinde temel göstergeleri oluşturmaktadır.

Devam Eden Anahtar Teslim Projeleri

No	Proje	Kayıtlı Maliyet ve Hakediş Ödemesi (mn TL)
1	ÇEKMEKÖY ÇINARKÖY PROJESİ	241.336
2	İSTANBUL AVCILAR FİRUZKÖY PROJESİ	2.270.635
3	ARNAVUTKÖY YENİŞEHİR PROJESİ	27.839.014
4	KÜÇÜKÇEKMECE BİZİM MAHALLE PROJESİ	3.349.293
5	ESENLER ORUÇREİS PROJESİ	1.811.878
6	DİĞER	3.434.034
TOPLAM		38.946.190

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

31 Mart 2026 itibarıyla devam eden Anahtar Teslim projelerine ilişkin toplam kayıtlı maliyet ve hakediş ödemesi 38,9 milyar TL seviyesindedir. Arnavutköy Yenişehir Projesi, 27,8 milyar TL tutarındaki kayıtlı maliyet ve hakediş ödemesiyle toplam portföyün yaklaşık %71,5'ini oluşturmakta ve bu gruptaki operasyonel görünümün temel belirleyicisi olarak öne çıkmaktadır.

Anahtar Teslim portföyünün %71,5'ini oluşturan Arnavutköy Yenişehir Projesi, bu grubun temel operasyonel belirleyicisidir.

Arnavutköy Yenişehir Projesi, 9.991 bağımsız bölüm ve yaklaşık 39,8 milyar TL güncel sözleşme bedeliyle Anahtar Teslim portföyünün en büyük projesidir. Projede 8.107 bağımsız bölümün satılmış ve fiziki ilerlemenin %86,63 seviyesine ulaşmış olması, projenin ileri bir operasyonel aşamada bulunduğunu göstermektedir. Çekmeköy Çınarköy Projesi'nde de fiziki ilerleme %97,58, satılan bağımsız bölüm sayısı 2.253 seviyesinde olup, 2.303 adet toplam bağımsız bölümün önemli bölümü satılmış durumdadır.

Küçükçekmece Bizim Mahalle Projesi ise %0,90 seviyesindeki fiziki ilerleme oranıyla portföyün erken aşamadaki projeleri arasında yer almaktadır. Bu farklılaşma, Anahtar Teslim proje grubunda teslimat ve nakit akışlarının dönemler itibarıyla dengeli dağılmasını sağlarken, aynı zamanda proje bazında maliyet, finansman ve yüklenici performansının yakından izlenmesini gerektirmektedir.

Damla Kent, banka finansmanına alternatif ve geniş yatırımcı tabanına dayalı bir fonlama modeli sunmaktadır.

Gayrimenkul Sertifikası Damla Kent Projesi

Damla Kent Projesi, Emlak Konut'un geleneksel proje geliştirme modellerinden farklı olarak gayrimenkul sertifikasına dayalı bir finansman ve satış mekanizması kullandığı stratejik bir projedir. Projenin geliştiricisi Emlak Konut, garantörü ve arsa sahibi ise TOKİ'dir. DMLKT.G koduyla işlem gören sertifikalar, yatırımcılara yeterli sayıda sertifika biriktirerek asli edim kapsamında bağımsız bölüm edinme veya tali edim yoluyla nakit karşılık elde etme imkânı sunmaktadır.

Gayrimenkul Sertifikası Damla Kent Projesi

Proje adı	Damla Kent
Proje geliştiricisi	Emlak Konut GYO
Garantör ve arsa sahibi	TOKİ
Gayrimenkul sertifikası kodu	DMLKT.G
Halka arz edilen sertifika adedi	2.820.593.495
Halka arz fiyatı (TL)	7,59
Halka arz büyüklüğü (TL)	21.408.304.627,05
Halka arz talep toplama tarihi	4-5-6-7-8 Ağustos 2025
Raporlama tarihi	16 Temmuz 2026
Toplam bağımsız bölüm	2.214
Gerçekleşen asli edim	433
Kalan daire	1.781
Proje geneli kümülatif ilerleme	19,15%
Resmî ve idari işlemlerdeki ilerleme	55,00%
Altyapı ve çevre düzenleme	3,40%
Üstyapı inşaatlarındaki ilerleme	16,04%
Borsada işlem görmeye başlama tarihi	14 Ağustos 2025
Proje inşaat başlangıcı	16 Kasım 2025
Asli edim kullanım süresi başlangıcı	26 Kasım 2025
Asli edim kullanım süresi bitişi	11 Ağustos 2028
Tahmini proje inşaat bitişi	9 Şubat 2029
Edim değişikliği talep edilebilecek son tarih	10 Temmuz 2029
Borsada son işlem görme tarihi	3 Ağustos 2029
Tali edim ifa süresi bitişi	7 Ağustos 2029
Asli edim ifa süresi bitişi	10 Ağustos 2029
Vade tarihi / tali edim ifa tarihi	15 Ağustos 2029
Proje etapları	A ve B Etapları
Tasarım yaklaşımı	Yatay mimari; zemin üzerine altı kat
Ağırlıklı daire tipleri	Ağırlıklı olarak 2+1 ve 3+1 daireler
Toplam inşaat alanı (bin m ²)	521

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

21,4 milyar TL'lik halka arz büyüklüğü ve 767 bin yatırımcı, modele yönelik güçlü talebi göstermektedir.

Damla Kent Projesi'ne dayalı gayrimenkul sertifikalarının halka arzı 4-8 Ağustos 2025 tarihlerinde 7,59 TL birim fiyatla gerçekleştirilmiştir. İlk aşamada A Etabı'na karşılık gelen 1.923.481.773 adet sertifika ile 14,6 milyar TL büyüklüğünde ana arz planlanırken, bu bölüme öngörülen miktarın 1,87 katı talep gelmesi üzerine 674 konuttan oluşan B Etabı da ek satış kapsamında halka arza dahil edilmiştir. Böylece halka arz edilen toplam sertifika sayısı 2.820.593.495 adede, nihai halka arz büyüklüğü ve proje kapsamında sağlanan brüt fon ise 21,4 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Halka arza 27,3 milyar TL'yi aşan talep gelirken, toplam talebin %78'i karşılanmıştır. Arza 767.144 yatırımcının katılması, gayrimenkul sertifikası modeline yönelik geniş bireysel yatırımcı ilgisine işaret etmektedir. Dağıtılan sertifikaların %74,4'ü yurt içi bireysel, %25,6'sı ise yurt içi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmiştir. Sertifikalar 14 Ağustos 2025 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

Projenin halka arz kapsamındaki A ve B etaplarında toplam 2.214 bağımsız bölüm ve yaklaşık 521 bin m² inşaat alanı bulunmaktadır. 16 Temmuz 2026 itibarıyla 433 bağımsız bölüm için asli edim gerçekleştirilmiş, kalan bağımsız bölüm sayısı 1.781 olarak açıklanmıştır. Proje genelindeki kümülatif ilerleme oranı %19,15 seviyesinde

%19,15 kümülatif ilerleme, projenin finansal katkısının ağırlıklı olarak orta vadede oluşacağına işaret etmektedir.

bulunurken; resmî ve idari işlemlerde ilerleme %55,00, altyapı ve çevre düzenleme işlerinde %3,40, üstyapı inşaatlarında ise %16,04 düzeyindedir.

Gayrimenkul sertifikası modeli, proje finansmanının geniş bir yatırımcı tabanına yayılmasını sağlayarak banka finansmanına alternatif bir fonlama kanalı oluştururken, yatırımcıların daha düşük tutarlarla gayrimenkul piyasasına erişmesine imkân vermektedir. Halka arzda oluşan güçlü talep ve 21,4 milyar TL'lik brüt fon büyüklüğü, modelin finansman kapasitesini destekleyen önemli göstergelerdir. Bununla birlikte, sertifikanın ikincil piyasa performansı, asli edim talebinin seyri, inşaat takvimi ve bağımsız bölümlerin nihai satış değerleri projenin ekonomik başarısı açısından belirleyici olacaktır.

Projenin tahmini inşaat bitiş tarihi 9 Şubat 2029, sertifikaların vade tarihi ise 15 Ağustos 2029 olarak belirlenmiştir. Bu doğrultuda Damla Kent'in operasyonel ve finansal etkisinin, inşaat ilerlemesi ile sertifika sahiplerinin asli ve tali edim tercihleri doğrultusunda orta vadeye yayılarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Kiraya Verilen Gayrimenkuller

Kira portföyü faaliyet ölçeği içinde sınırlı ancak proje teslimlerinden bağımsız tekrarlayan gelir sağlamaktadır.

Emlak Konut'un ana faaliyet modeli gayrimenkul geliştirme ve satışına dayanmakla birlikte, Şirket portföyünde düzenli kira geliri yaratan alışveriş merkezleri, ticari bağımsız bölümler ve arsalar da bulunmaktadır. Kira gelirleri toplam faaliyet büyüklüğü içerisinde sınırlı bir paya sahip olmakla birlikte, proje teslimatlarına bağlı olmayan ve tekrarlayan bir gelir kaynağı sunması bakımından portföyü desteklemektedir.

Kiraya Verilen Gayrimenkuller

No	Kiraya Verilen Gayrimenkul	1Ç26 Kira Geliri (TL)	Toplam Kira Geliri İçindeki Pay
1	İSTMARİNA AVM	35.989.063	38,5%
2	BÜYÜKYALI AVM	29.075.058	31,1%
3	ANKARA SARAÇOĞLU	13.613.527	14,6%
4	SARPHAN FİNANS PARK	5.039.020	5,4%
5	AĞAOĞLU MASLAK 1453	3.144.341	3,4%
6	ÇINARKÖY EVLERİ	653.855	0,7%
7	KOMŞU FİNANS EVLERİ	580.452	0,6%
8	EMLAK KONUT VADI EVLERİ	469.732	0,5%
9	ESENLER EMLAK KONUTLARI	78.235	0,1%
10	BALIKESİR ALTİEYLÜL	35.596	0,0%
11	ARSA	4.809.122	5,1%
TOPLAM		93.488.000	100,0%

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

2025 yılının tamamında ise Şirket, kiraya verilen gayrimenkullerden toplam 282,9 milyon TL kira geliri elde etmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde ise kiraya verilen gayrimenkullerden elde edilen toplam gelir 93,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İstMarina AVM'den 36,0 milyon TL, Büyükyalı AVM'den ise 29,1 milyon TL kira geliri elde edilmiş; söz konusu iki varlık toplam kira gelirinin yaklaşık %70'ini oluşturmuştur.

Kira gelirlerinin yaklaşık %70'inin iki AVM'den sağlanması varlık bazında yoğunlaşma yaratmaktadır.

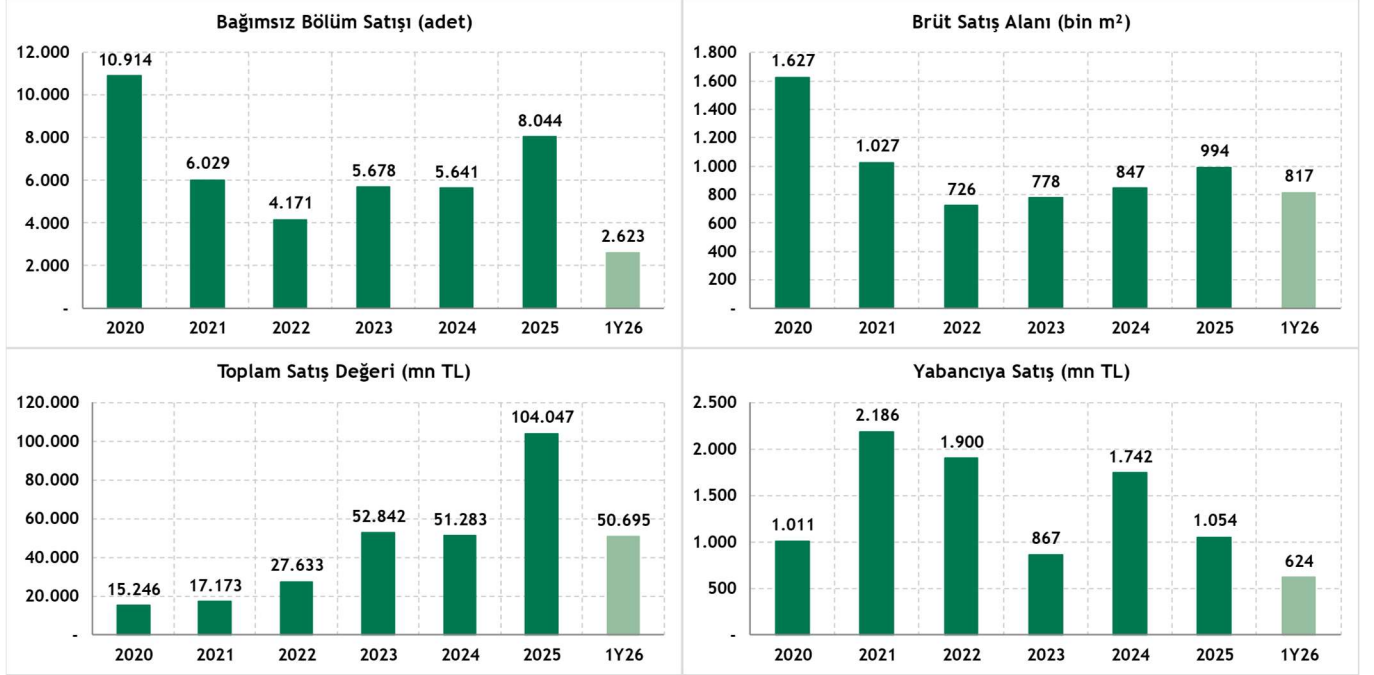
Gayrimenkul türleri bazında kira gelirlerinin yaklaşık %70'i alışveriş merkezlerinden sağlanırken, %25'i bağımsız bölümlerden ve %5'i arsalardan elde edilmektedir. Bu dağılım, kira portföyünün ağırlıklı olarak ticari gayrimenkullere dayandığını göstermektedir. Bununla birlikte, alışveriş merkezi kira gelirlerinin tüketim eğilimleri, ziyaretçi trafiği ve kiracı performansı gibi faktörlere duyarlı olduğu dikkate alınmalıdır.

Emlak Konut'un proje portföyü, sermaye verimliliği sağlayan Gelir Paylaşımı projeleri, Şirketin daha aktif rol üstlendiği Anahtar Teslim projeleri, alternatif

Çeşitlendirilmiş proje modelleri gelir görünürlüğünü artırırken farklı risk ve finansman profilleri yaratmaktadır.

finansman kanalı sunan Damla Kent ve düzenli gelir yaratan kira portföyüyle çeşitlendirilmiş bir yapı sunmaktadır. Gelir Paylaşımı portföyündeki yüksek minimum garanti edilen gelir, yakın vadede tamamlanması beklenen projelerin ileri fiziki seviyeleri ve geniş orta vadeli proje stoku, Şirketin operasyonel görünürlüğünü desteklemektedir. Buna karşılık proje takvimleri, satış koşulları, yüklenici performansı, finansman ihtiyacı ve maliyet gelişmeleri, portföyün finansal sonuçlara yansımada temel belirleyiciler olmaya devam edecektir.

2.7. Satış Performansı ve Ön Satış Dinamikleri



Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

2025 Yılında Güçlenen Satış Performansı

2025 yılında toplam satış değeri %102,9 artarak 104,0 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Emlak Konut, 2025 yılında satış adedi, brüt satış alanı ve satış değeri bakımından güçlü bir operasyonel performans sergilemiştir. Şirket tarafından geliştirilen projelerde toplam 8.044 bağımsız bölüm ve 994 bin m² brüt satış alanına ulaşıırken, arsa satışları dâhil toplam satış değeri KDV hariç 104,0 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Satış değeri artışının adet büyümesini aşması, fiyatlama ve ürün karmasının olumlu katkısına işaret etmektedir.

Bağımsız bölüm satışları yıllık bazda %42,6, brüt satış alanı %17,4 ve toplam satış değeri %102,9 artmıştır. Satış değerindeki büyümenin adet ve alan artışının belirgin üzerinde gerçekleşmesi; gayrimenkul fiyatlarındaki yükselişin yanı sıra ürün karması, proje lokasyonu ve arsa satışlarının toplam performansa katkısını yansıtmaktadır.

2025 yılı satış değerinin 50,6 milyar TL'si devam eden Anahtar Teslim projelerinden, 23,9 milyar TL'si ise devam eden Gelir Paylaşımı projelerinden elde edilmiştir. Böylece iki temel proje grubu toplam satış değerinin yaklaşık %71,7'sini oluştururken, özellikle Yenişehir Evleri Arnavutköy ve Yeni Fikirtepe projelerindeki satışlar, Anahtar Teslim proje portföyünün satış performansında belirleyici olmuştur.

Yabancı ülke vatandaşlarına gerçekleştirilen satışların değeri 2024 yılındaki 1,74 milyar TL seviyesinden 2025 yılında 1,05 milyar TL'ye gerilemiştir. Yabancıya satışların toplam satış değeri içindeki payının yaklaşık %1 seviyesinde kalması, Şirketin satış performansının ağırlıklı olarak yurt içi talebe dayandığını göstermektedir.

2026 Yılı Hedefleri

2026 toplam satış hedefi yıllık %42,5 artışla 148,3 milyar TL seviyesindedir.

Hedefler adet büyümesinden çok fiyatlama, ürün karması ve arsa satışlarına dayanmaktadır.

1Y26'da satış değeri hedefinin %37,5'i gerçekleşirken ikinci yarı sonuçları hedeflere ulaşılması açısından kritik önem taşımaktadır.

Emlak Konut, 2026 yılında devam eden ve geliştirilmesi planlanan projelerden 7.801 bağımsız bölüm satışı, 950 bin m² brüt satış alanı ve KDV hariç 135,2 milyar TL proje satış değeri hedeflemektedir. Arsa satışlarından 13,1 milyar TL satış değeri öngörülürken, arsa satışları dâhil toplam satış hedefi 148,3 milyar TL'ye ulaşmaktadır. Buna göre proje satışları toplam hedefin %91,2'sini, arsa satışları ise %8,8'ini oluşturmaktadır. Şirket'in ayrıca yıl içerisinde toplam 60 ihale gerçekleştirme ve 13,1 milyar TL net kâr elde etme hedefi bulunmaktadır.

2026 yılı hedefleri, 2025 yılına kıyasla bağımsız bölüm satış adedinde yaklaşık %3,0 gerilemeye karşılık, arsa satışları dâhil toplam satış değerinde yaklaşık %42,5 artış öngörmektedir. Bu görünüm, Şirket'in 2026 yılında satış adedindeki büyümeden ziyade fiyatlama, ürün karması, yeni proje lansmanları ve arsa satışları üzerinden değer büyümesine odaklandığına işaret etmektedir.

2026 İlk Yarı Gerçekleşmeleri

Emlak Konut, 2026 yılının ilk yarısında 2.623 bağımsız bölüm ve 818 bin m² brüt satış alanına karşılık KDV hariç 50,7 milyar TL proje satış değeri elde etmiştir. Yabancı ülke vatandaşlarına gerçekleştirilen 42 bağımsız bölüm satışının toplam değeri ise KDV hariç 624 milyon TL olmuştur.

İlk yarı itibarıyla bağımsız bölüm satış hedefinin %33,6'sı, brüt satış alanı hedefinin %86,1'i ve proje satış değeri hedefinin %37,5'i gerçekleştirilmiştir. Bağımsız bölüm ve proje satış değeri gerçekleşmeleri doğrusal %50 seviyesinin altında kalırken, brüt satış alanındaki yüksek gerçekleştirme satış karmasında daha büyük metrekaresi bağımsız bölümlerin ağırlık kazandığına işaret etmektedir. Bununla birlikte, proje lansmanları ile yüksek tutarlı satışların dönemsel dağılımı nedeniyle satış performansının yılın ikinci yarısında farklılaşabileceği dikkate alınmalıdır.

Ön Satışların Finansal Sonuçlara Dönüşümü

Emlak Konut'un açıkladığı ön satış değeri, imzalanan satış sözleşmelerinin toplam ekonomik büyüklüğünü ifade etmekte olup, ilgili dönemde konsolide finansal tablolara kaydedilen hasılatla doğrudan aynı değildir. TFRS 15 kapsamında gerekli muhasebeleştirme kriterlerini henüz sağlamayan, inşaatı devam eden veya tamamlanmasına rağmen teslimatı yapılmamış bağımsız bölümlere ilişkin sözleşmeli tutarlar bilanço dışında izlenmektedir.

Beklenen Tahsilatların Vade Dağılımı (31.03.2026)

Vade	Ticari alacaklar (mn TL)	Bilanço dışı ertelenmiş gelirler (mn TL)	Toplam (mn TL)
1 yıl	19.216,5	20.633,1	39.849,5
2 yıl	5.415,3	8.212,7	13.628,0
3 yıl	2.426,2	4.926,5	7.352,7
4 yıl	1.354,5	4.013,2	5.367,7
5 yıl ve üzeri	1.204,0	1.223,0	2.427,0
Toplam	29.616,4	39.008,5	68.624,9

Kaynak: Emlak Konut GYO, Şeker Yatırım Araştırma

31 Mart 2026 itibarıyla Grup'un konut ve ticari ünite satışlarına bağlı toplam nominal beklenen tahsilatı 68,6 milyar TL seviyesindedir. Bu tutarın 29,6 milyar TL'si konsolide finansal tablolarda ticari alacak olarak izlenirken, 39,0 milyar TL'si TFRS 15 kriterleri henüz sağlanmadığı için bilanço dışında takip edilen ertelenmiş gelirlerden oluşmaktadır.

68,6 milyar TL beklenen tahsilatın %58,1'inin bir yıl içinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Beklenen tahsilatlardaki %13,4 düşüş, tahsilat ve teslimatların yeni sözleşmelerin önünde seyrettiğine işaret etmektedir.

Hedef gerçekleştirmeleri, ikinci yarı proje lansmanları ve planlanan arsa satışlarının zamanlamasına bağlıdır.

Beklenen tahsilatların 39,8 milyar TL'lik bölümünün bir yıl içerisinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Söz konusu tutar toplam beklenen tahsilatların yaklaşık %58,1'ine karşılık gelmekte ve mevcut satış sözleşmelerinin yakın vadeli tahsilat görünürlüğünü desteklemektedir.

Toplam beklenen tahsilat, 2025 yıl sonundaki 79,3 milyar TL seviyesinden 31 Mart 2026 itibarıyla 68,6 milyar TL'ye gerileyerek üç aylık dönemde %13,4 azalmıştır. Aynı dönemde konsolide ticari alacaklar %6,8 azalarak 31,8 milyar TL'den 29,6 milyar TL'ye, bilanço dışında izlenen ertelenmiş gelirler %17,9 azalarak 47,5 milyar TL'den 39,0 milyar TL'ye gerilemiştir.

Söz konusu değişim; dönem içerisindeki tahsilatlar, teslimatlar, yeni satış sözleşmeleri ve mevcut sözleşme bakiyelerindeki diğer hareketlerin net etkisini yansıtmaktadır. Bu nedenle ön satış performansı değerlendirilirken yalnızca açıklanan satış değeri değil, satışların tahsilat profili, teslimat takvimi ve hasılat muhasebeleştirme koşulları da birlikte dikkate alınmalıdır.

Emlak Konut'un güçlü marka bilinirliği, geniş proje stoku ve farklı gelir gruplarına yönelik ürün çeşitliliği satış kabiliyetini desteklemektedir. Bununla birlikte, satış performansının sürdürülebilirliği; konut kredisi faizleri, hanehalkı alım gücü, ödeme kampanyaları, yeni proje lansmanları ve gayrimenkul fiyatlarının seyrile yakından ilişkilidir. İlk çeyrek gerçekleştirmeleri 2026 hedefleri açısından makul bir başlangıca işaret ederken, yılın kalan dönemindeki proje lansmanları ve planlanan arsa satışlarının zamanlaması hedef gerçekleşmesi açısından belirleyici olacaktır.

2.8. Bağlı Ortaklıklar



Emlak Konut'un bağlı ortaklıkları; proje yönetimi ve müşavirlik, yapı teknolojileri ve uluslararası gayrimenkul geliştirme alanlarında faaliyet göstererek Şirketin ana faaliyetlerini tamamlayan bir yapı oluşturmaktadır. Emlak Planlama İnşaat Proje Yönetimi ve Ticaret A.Ş. proje yönetimi ve müşavirlik kapasitesini desteklerken, EKA Asansör yapı teknolojileri alanında dikey entegrasyon sağlamaktadır. Emlak Konut Global LLC ise Şirketin yurt dışı büyüme stratejisinin uygulama platformu olarak konumlanmaktadır.

Emlak Planlama İnşaat Proje Yönetimi ve Ticaret A.Ş.

1980 yılında Türkiye Emlak Bankası A.Ş. tarafından kurulan Emlak Planlama, proje yönetimi, pazarlama, konut teslimi ve satış sonrası hizmetler alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, 27 Aralık 2018 tarihinden itibaren Emlak Konut'un tek pay sahibi olduğu bağlı ortaklık statüsünde faaliyetlerini sürdürmektedir.

31 Mart 2026 itibarıyla Emlak Planlama'nın devam eden idari işleri toplam 36 proje, 21.126 bağımsız bölüm ve 3,1 milyon m² inşaat alanını kapsamaktadır. Söz konusu projelerin toplam sözleşme bedeli 65 milyar TL seviyesindedir. Devam eden müşavirlik portföyü ise 201 proje, 126.923 bağımsız bölüm ve yaklaşık 19,3 milyon m² inşaat alanından oluşmakta olup, toplam sözleşme bedeli 335,1 milyar TL'ye ulaşmaktadır.

Emlak Planlama'nın müşavirlik portföyü hizmet geliri yaratırken sözleşme büyüklüğü doğrudan hasılatı ifade etmemektedir.

Şirket bugüne kadar 123 projeyi tamamlamış; söz konusu projelerde 27.355 bağımsız bölüm ve yaklaşık 9,4 milyon m² inşaat alanı üretmiştir. Tamamlanan projelerin toplam sözleşme bedeli ise 29,7 milyar TL seviyesindedir. 31.03.2026 itibarıyla Emlak Planlama'nın aktif büyüklüğü 11,2 milyar TL, şirket değeri ise 3,4 milyar TL seviyesindedir.

Emlak Planlama'nın geniş idari işler ve müşavirlik portföyü, Emlak Konut'un proje geliştirme kapasitesini şirket dışı projelere de taşımasına ve hizmet geliri yaratmasına imkân sağlamaktadır. Bununla birlikte, müşavirlik portföyündeki sözleşme bedelleri doğrudan hasılat veya kâr büyüklüğünü değil, yönetilen projelerin toplam ekonomik ölçeğini ifade etmektedir.

EKA Asansör

Şubat 2021'de kurulan EKA Asansör; asansör, yürüyen merdiven, yürüyen yol ve bantlı konveyörlerin üretimi, satışı, montajı, bakımı, servis hizmetleri ve ihracatı alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, Emlak Konut projelerinde kullanılan yapı teknolojilerinin grup bünyesinde üretilmesini sağlayarak tedarik zinciri üzerindeki kontrolü artırmakta ve gayrimenkul geliştirme faaliyetlerini endüstriyel üretim kapasitesiyle desteklemektedir.

EKA Asansör'ün 1,04 milyar TL'lik çeyreklik satışı, bağlı ortaklığın grup dışı gelir potansiyelini desteklemektedir.

EKA Asansör, 2026 yılının ilk çeyreğinde 737 adet asansör üretmiş, 548 adet sevkiyat ve 564 adet satış gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde satış geliri 1,04 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.03.2026 itibarıyla şirketin aktif büyüklüğü 5,1 milyar TL, marka değeri dâhil şirket değeri ise 8,9 milyar TL düzeyindedir. Üretimdeki yerlilik oranının %96,91 seviyesinde bulunması, şirketin yerli üretim ve tedarik kapasitesine işaret etmektedir.

Şirket ayrıca üretim tesislerinde ISO 50001 Enerji Yönetim Sistemi ve ISO 46001 Su Verimliliği Yönetim Sistemi sertifikalarını almıştır. İlk çeyrekte güneş enerjisi panellerinden 381.056 kWh enerji üretilmiş, 201.986 kg değerlendirilebilir atık toplanmış ve 438.265 kg sera gazı salımının önüne geçilmiştir.

EKA Asansör bünyesinde kurulan EKA Enerji ise, Türkiye genelinde elektrikli araç şarj istasyonu (AC ve hızlı DC) altyapısı kurup işletmekte ve kendi mobil uygulaması üzerinden bu şarj ağını yönetmektedir. Türkiye genelinde 779 şarj istasyonundan oluşan geniş bir şarj ağı ile faaliyet gösteren Şirket, aynı zamanda işletmelere, kurumlara ve toplu yaşam alanlarına özel uçtan uca B2B şarj çözümleri sunmakta ve karbon salınımını azaltmaya yönelik yeşil enerji dönüşüm süreçlerini yürütmektedir.

Yüksek yerlilik oranı ve grup içi üretim, tedarik güvenliği ile maliyet kontrolüne katkı sağlamaktadır.

EKA Asansör'ün üretim ve satış hacmi, bağlı ortaklığın yalnızca grup içi tedarik fonksiyonu üstlenmediğini, aynı zamanda bağımsız bir ticari faaliyet alanı oluşturduğunu göstermektedir. Şirketin artan üretim kapasitesi ve yüksek yerlilik oranı, Emlak Konut açısından maliyet kontrolü ve tedarik güvenliği sağlarken, grup dışı satışların gelişmesi ilave gelir çeşitlendirmesi yaratabilir.

Emlak Konut Global LLC

Emlak Konut Global LLC, Şirketin Türkiye'de edindiği proje geliştirme deneyimini yurt dışı pazarlara taşıma stratejisi kapsamında Suudi Arabistan'ın başkenti Riyad'da kurulmuştur. Kuruluş süreci, 2 Aralık 2024 tarihinde Suudi Arabistan Ulusal Konut Şirketi (NHC) ve Yatırım Bakanlığı (MISA) ile imzalanan iş birliği anlaşmalarına dayanmaktadır.

Emlak Konut Global, coğrafi çeşitlenme ve döviz bazlı gelir için stratejik büyüme platformudur.

Bağlı ortaklığın; bölgesel iş birliklerini geliştirmesi, yeni proje fırsatlarını değerlendirmesi ve Emlak Konut'un uluslararası gayrimenkul geliştirme faaliyetlerini yürütmesi hedeflenmektedir. Yurt dışı faaliyetlerin ölçek kazanması, gelir kaynaklarının coğrafi olarak çeşitlendirilmesi, döviz bazlı gelir yaratılması ve Emlak Konut markasının uluslararası bilinirliğinin artırılması açısından stratejik önem taşımaktadır.

Hayat Mekke Projesi



Kaynak: Emlak Konut GYO

Yaklaşık 400 milyon dolar büyüklüğündeki Hayat Mekke Projesi, şirketin ilk önemli uluslararası büyüme opsiyonudur.

Emlak Konut Global'in ilk somut projelerinden biri olan Hayat Mekke Projesi, Suudi Arabistan'ın Vision 2030 konut programı kapsamında Suudi Arabistan Belediyeler ve Konut Bakanlığına bağlı Ulusal Konut Şirketi (NHC) ile yapılan iş birliği çerçevesinde geliştirilecektir. 17 Kasım 2025 tarihinde imzalanan ön sözleşme kapsamında hayata geçirilecek olan Hayat Mekke Projesi, Mekke giriş koridorunda ve Harem-i Şerif bölgesi içerisinde yer alacak olup yaklaşık 400 milyon dolar büyüklüğünde olacaktır. 255 bin m² yüz ölçümüne sahip geniş arazi üzerinde toplam 1.014 villadan oluşan projede üç farklı villa tipi bulunmakta olup, bağımsız bölümlerin net alanları 304-323 m² arasında değişmektedir.

Hayat Mekke'nin yer aldığı Mekke Kapısı ekosistemi yaklaşık 5,0 milyon m² büyüklüğünde entegre yaşam alanını; 738 bin m² park ve yürüyüş alanını, 16 ticari tesisi, 10 okulu, iki sağlık merkezini ve 10 büyük camiye kapsamaktadır. Projenin Haramain Hızlı Tren Hattı ve Mescid-i Haram'a yakın konumu, satış ve yatırım potansiyelini destekleyen başlıca unsurlar arasındadır.

Hayat Mekke, Emlak Konut'un geleneksel olarak Türkiye odaklı faaliyet yapısını uluslararası pazarlara taşıması bakımından önemli bir büyüme opsiyonu sunmaktadır. Şirketin Türkiye'de başarıyla uyguladığı Gelir Paylaşımı Modeli ve ön satış tecrübesi de bu proje vesilesiyle uluslararası ölçeğe taşınarak Suudi Arabistan'da geliştirilecek projelere entegre edilecektir.

Projenin değer katkısı satış takvimi, maliyet yapısı ve ortaklık koşulları netleştikçe görünür olacaktır.

Projenin döviz bazlı gelir yaratma potansiyeli Emlak Konut için olumlu olmakla birlikte, finansal katkının büyüklüğü; satış takvimi, proje geliştirme maliyetleri, ortaklık yapısı ve Suudi Arabistan'daki uygulama sürecine bağlı olarak orta vadede netleşecektir.

2.9. Finansal Performans ve Bilanço Görünümü

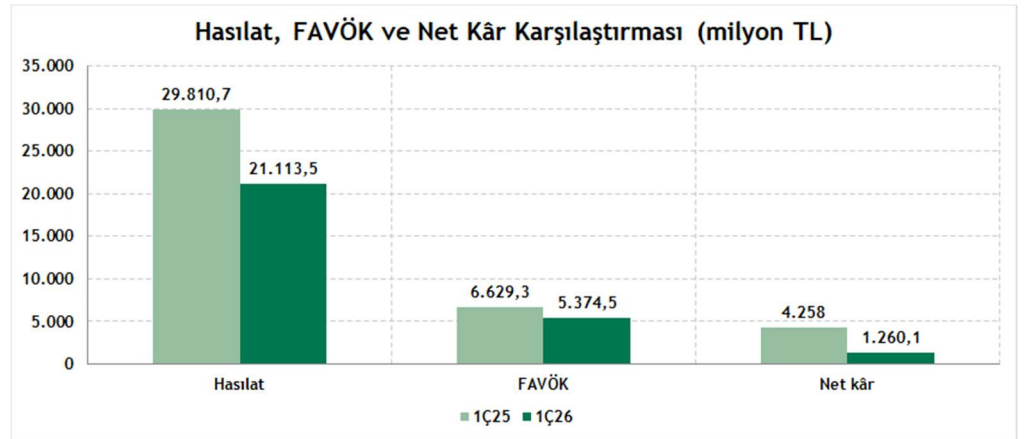
Bu bölümde Emlak Konut'un finansal performansı, Şirketin bağlı ortaklıklarını da içeren konsolide finansal tabloları üzerinden değerlendirilmiştir. Gelir tablosu karşılaştırmalarında 2026 ve 2025 yıllarının ilk çeyrekleri, bilanço analizinde ise 31 Mart 2026 ile 31 Aralık 2025 dönemleri esas alınmıştır. Finansal tablolardaki tutarlar, aksi belirtilmedikçe 31 Mart 2026 tarihindeki Türk lirası satın alma gücüyle ifade edilmiştir.

1Ç26 hasılatı yıllık %29,2 gerilerken satışların maliyetindeki daha hızlı düşüş marjları desteklemiştir.

Özet Gelir Tablosu ve Karlılık Göstergeleri

Milyon TL	1Ç25	1Ç26	Değişim
Hasılat	29.810,7	21.113,5	(29,2%)
Satışların maliyeti	(22.009,5)	(14.045,2)	(36,2%)
Brüt kâr	7.801,2	7.068,3	(9,4%)
Brüt kâr marjı	26,2%	33,5%	7,3 yp
Genel yönetim giderleri	(994,7)	(1.380,0)	38,7%
Pazarlama giderleri	(250,9)	(478,6)	90,7%
Esas faaliyet kârı	6.555,6	5.209,8	(20,5%)
Esas faaliyet kâr marjı	22,0%	24,7%	2,7 yp
FAVÖK	6.629,3	5.374,5	(18,9%)
FAVÖK marjı	22,2%	25,5%	3,2 yp
Net finansman gideri	(1.148,3)	(3.851,8)	235,4%
Parasal kazanç	194,7	3.812,6	1857,8%
Vergi öncesi kâr	7.175,9	6.032,7	(15,9%)
Cari dönem vergi gideri	(1.856,3)	(360,3)	(80,6%)
Ertelenmiş vergi gideri	(1.062,0)	(4.412,3)	315,5%
Toplam vergi gideri	(2.918,4)	(4.772,6)	63,5%
Net dönem kârı	4.257,5	1.260,1	(70,4%)
Net kâr marjı	14,3%	6,0%	(8,3 yp)

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma



Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Finansal sonuçlar teslimat ve arsa satışlarının dönemsel dağılımına bağlı olarak yüksek oynaklık göstermektedir.

Hasılat ve Gelir Kompozisyonu

Emlak Konut'un konsolide hasılatı 1Ç26'da yıllık bazda %29,2 azalarak 29.811 milyon TL'den 21.114 milyon TL'ye gerilemiştir. Satışların maliyeti ise aynı dönemde 22.010 milyon TL'den 14.045 milyon TL'ye inerek %36,2 düşmüş ve hasılatındaki gerilemeden daha hızlı azalmıştır.

İlk çeyrekte arsa satışlarının hasılat payı %11,2'den %61,4'e yükselerek gelir kompozisyonunu değiştirmiştir.

Hasılat kompozisyonunda ise önceki yılın aynı dönemine kıyasla belirgin bir değişim gerçekleşmiştir. Arsa satış gelirleri 3.340 milyon TL'den 12.962 milyon TL'ye yükselirken, konut ve ticari ünite satış gelirleri 24.051 milyar TL'den 5.332 milyon TL'ye gerilemiştir. Buna bağlı olarak arsa satışlarının toplam hasılat içindeki payı %11,2'den %61,4'e yükselmiş, konut ve ticari ünite satışlarının payı ise %80,7'den %25,3'e düşmüştür. Müşavirlik gelirleri 1.571 milyon TL, asansör satış gelirleri 1.111 milyon TL ve kira gelirleri 137,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Hasılat Dağılımı

Hasılat Kalemi	1Ç25 (mn TL)	1Ç25 Payı	1Ç26 (mn TL)	1Ç26 Payı	Yıllık Değişim
Arsa satışları	3.339,9	11,2%	12.961,9	61,4%	288,1%
Konut ve ticari ünite satışları	24.050,9	80,7%	5.331,9	25,3%	(77,8%)
Müşavirlik gelirleri	2.000,5	6,7%	1.571,4	7,4%	(21,5%)
Asansör satış gelirleri	358,1	1,2%	1.110,8	5,3%	210,2%
Kira gelirleri	70,4	0,2%	137,5	0,7%	95,3%
Satış iade ve iskontoları	(9,1)	(0,0%)	-	-	(100,0%)
Net hasılat	29.810,7	100%	21.113,5	100%	(29,2%)

Kaynak: KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Gelir yapısındaki bu değişim, Emlak Konut'un finansal sonuçlarının konut teslimatları, Gelir Paylaşımı projelerindeki arsa payı satışları ve doğrudan arsa satışlarının dönemsel zamanlamasına bağlı olarak çeyrekler arasında önemli ölçüde dalgalanabileceğini göstermektedir.

Kârlılık Görünümü

Hasılat gerilemesine rağmen brüt kâr marjı 7,3 yp artarak %33,5'e yükselmiştir.

Hasılatdaki %29,2'lik gerilemeye karşın brüt kâr, yıllık bazda daha sınırlı bir düşüşle 7.801 milyon TL'den 7.068 milyon TL'ye gerilemiştir. Brüt kâr marjı, satışların maliyetindeki daha güçlü düşüşün etkisiyle %26,2'den %33,5'e yükselerek yıllık bazda 7,3 yp iyileşmiştir.

FAVÖK, 1Ç26'da yıllık bazda %18,9 azalarak 6.629 milyon TL'den 5.375 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı %22,2'den %25,5'e yükselmiştir. Böylece operasyonel kâr tutarının gerilemesine rağmen FAVÖK marjında yaklaşık 3,2 yp iyileşme sağlanmıştır.

Esas faaliyet kârı aynı dönemde 6.556 milyon TL'den 5.210 milyon TL'ye gerilerken, esas faaliyet kâr marjı %22,0'den %24,7'ye yükselmiştir. Brüt kâr marjındaki iyileşme operasyonel kârlılığı desteklerken, faaliyet giderlerindeki artış kâr tutarındaki gerilemeyi hızlandırmıştır. Genel yönetim giderleri yıllık bazda %38,7 artarak 995 milyon TL'den 1.380 milyon TL'ye, pazarlama giderleri ise %90,7 artarak 250,9 milyon TL'den 478,6 milyon TL'ye yükselmiştir.

Faaliyet giderlerinin hasılatın gerilediği bir dönemde artması, giderlerin satış hacmine kıyasla daha katı bir yapıda olduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, brüt kâr marjındaki güçlü iyileşme sayesinde esas faaliyet ve FAVÖK marjları önceki yılın aynı döneminin üzerinde gerçekleşmiştir.

Finansman Gideri, Parasal Kazanç ve Vergi Etkisi

Marj iyileşmesine karşın artan faaliyet ve finansman giderleri kâr tutarını baskılamıştır.

Finansman gelirleri 1Ç26'da 560,9 milyon TL'den 1.248 milyon TL'ye yükselirken, finansman giderleri 1.709 milyon TL'den 5.100 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu gelişmeler sonucunda net finansman gideri 1.148 milyon TL'den 3.852 milyon TL'ye yükselerek yıllık bazda yaklaşık 2,7 milyar TL artmıştır.

Grup'un aynı dönemde kaydettiği parasal kazanç 194,7 milyon TL'den 3.813 milyon TL'ye yükselerek artan net finansman giderinin önemli bölümünü dengelemiştir. Bu çerçevede vergi öncesi kâr, esas faaliyet kârındaki ve finansman giderlerindeki

Yüksek ertelenmiş vergi gideri, net kârın yıllık bazda gerilemesinde temel belirleyici olmuştur.

baskıya rağmen 7.176 milyon TL'den 6.033 milyon TL'ye gerileyerek yıllık bazda %15,9 azalmıştır.

Net kâr üzerindeki temel baskı vergi kaleminden kaynaklanmıştır. Cari dönem vergi gideri 360,3 milyon TL, ertelenmiş vergi gideri ise 4.412,3 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiş; toplam vergi gideri yıllık bazda %63,5 artarak 2.918 milyon TL'den 4.773 milyon TL'ye yükselmiştir. Böylece efektif vergi oranı %40,7'den %79,1'e çıkmıştır.

Sonuç olarak konsolide net dönem kârı yıllık bazda %70,4 azalarak 4.258 milyon TL'den 1.260 milyon TL'ye, net kâr marjı ise %14,3'ten %6,0'a gerilemiştir. Net kârdaki düşüşün vergi öncesi kârdaki gerilemenin belirgin üzerinde olması, 1Ç26'da yüksek ertelenmiş vergi giderinin sonuçlar üzerinde belirleyici olduğunu göstermektedir.

Bilanço Kompozisyonu ve İşletme Sermayesi

Grup'un konsolide toplam varlıkları 31 Mart 2026 itibarıyla 2025 yıl sonuna göre %1,4 azalarak 368.850 milyon TL'den 363.788 milyon TL'ye gerilemiştir. Dönen varlıklar 332.427 milyon TL ile toplam varlıkların büyük bölümünü oluştururken, stoklar 268.854 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Stokların varlıklar içindeki %73,9 payı, bilançonun satış ve teslimat takvimine duyarlılığını artırmaktadır.

Stokların toplam varlıklar içindeki payı 2025 yıl sonundaki %72,6 seviyesinden %73,9'a yükselmiştir. Yüksek stok payı, Grup'un geniş arsa ve geliştirilmekte olan proje portföyünü yansıtmakla birlikte, bilanço varlıklarının satış, tahsilat ve teslimat takvimine duyarlılığını artırmaktadır.

Kısa ve uzun vadeli ticari alacakların toplamı 48.417 milyon TL'den 42.427 milyon TL'ye gerileyerek %12,4 azalmıştır. Ticari alacaklardaki gerileme, gerçekleşen tahsilatlar ve mevcut sözleşme bakiyelerindeki değişimlerin net etkisini yansıtmaktadır.

Toplam özkaynaklar 2025 yıl sonuna göre %0,9 artarak 144.002 milyon TL'ye yükselmiştir. Özkaynakların toplam varlıklara oranı da %38,7'den %39,6'ya çıkarak bilanço finansmanında özkaynakların payının sınırlı ölçüde güçlendiğine işaret etmiştir.

2,00x cari oran güçlü görünse de stok ağırlığı nakit likiditesini sınırlamaktadır.

Dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranını gösteren cari oran 1,94x'ten 2,00x'e yükselirken, net işletme sermayesi %3,0 oranında artarak 161.639 milyon TL'den 166.428 milyon TL'ye çıkmıştır. Bu görünüm, kısa vadeli bilanço likiditesinin nominal olarak güçlü olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, dönen varlıkların önemli bölümünün stoklardan oluşması nedeniyle cari oranın nakit likiditesini tek başına tam olarak yansıtmadığı dikkate alınmalıdır.

Kısa ve uzun vadeli ertelenmiş gelirlerin toplamı %5,1 artarak 2025 yıl sonundaki 96.754 milyon TL'den 101.642 milyon TL'ye yükselmiştir. Ertelenmiş gelirlerdeki yaklaşık 4,9 milyar TL'lik artış, müşterilerden alınan avanslar ve henüz hasılat olarak muhasebeleştirilmeyen sözleşme bakiyeleri üzerinden gelecek dönem gelir görünürlüğünü desteklemektedir. Söz konusu tutarların hasılatla dönüşümü, ilgili projelerin teslimat ve muhasebeleştirme koşullarının tamamlanmasına bağlıdır.

Borçluluk ve Finansman Yapısı

Finansal borç ve faktoring yükümlülükleri üç ayda %10,5 artarak 66,1 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Grup'un finansal borçları 2025 yıl sonundaki 52.123 milyon TL'den 55.568 milyon TL'ye yükselerek %6,6 artmıştır. Aynı dönemde rücu hakkı bulunan faktoring işlemlerinden doğan yükümlülükler 7.703 milyon TL'den 10.521 milyon TL'ye yükselmiştir. Böylece finansal borçlar ile faktoring yükümlülüklerinin toplamı 59.826 milyon TL'den 66.089 milyon TL'ye çıkarak %10,5 artmıştır.

Finansal Borç ve Likidite Görünümü

Milyon TL	31 Aralık 2025	31 Mart 2026	Değişim
Kısa vadeli banka kredileri	5.038,7	4.482,9	(11,0%)
İhraç edilmiş borçlanma araçları	18.156,8	24.810,0	36,6%
Uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısmı	-	93,0	-
Uzun vadeli banka kredileri	28.927,3	26.181,7	(9,5%)
Finansal borçlar	52.122,9	55.567,7	6,6%
Faktoring yükümlülükleri	7.703,0	10.521,4	36,6%
Toplam finansman yükümlülükleri	59.825,8	66.089,0	10,5%
Damla Kent kaynaklı diğer finansal yükümlülük	23.558,2	21.408,3	(9,1%)
3 aydan kısa vadeli finansal borç	11.828,4	27.758,2	134,7%
3-12 ay vadeli finansal borç	11.367,2	1.627,8	(85,7%)
1-5 yıl vadeli finansal borç	28.927,3	26.181,7	(9,5%)
Bilanço nakdi	16.235,1	15.355,1	(5,4%)
ASKGP proje hesapları	3.336,7	6.920,6	107,4%
TOKİ adına tutulan hesaplar	4.228,6	2.630,0	(37,8%)
Kısıtlı/proje bağlantılı nakit	7.565,3	9.550,6	26,2%
Serbest nakit	8.669,8	5.804,5	(33,0%)
Kısa vadeli finansal yatırımlar	2.687,2	2.690,4	0,1%
Kullanılabilir likidite	11.357,0	8.494,9	(25,2%)
Net finansman yükümlülükleri	48.468,8	57.594,1	18,8%
Banka kredileri ağırlıklı ortalama faiz oranı	43,09%	42,05%	(1,0 yp)
Kira sertifikaları ağırlıklı ortalama maliyeti	38,28%	36,98%	(1,3 yp)

Kaynak: KAP, Şeker Yatırım Araştırma

Borçların yaklaşık yarısının üç aydan kısa vadeli olması refinansman riskini artırmaktadır.

31 Mart 2026 itibarıyla finansal borçların 27.758 milyon TL'sinin üç aydan kısa, 1.628 milyon TL'sinin üç ila on iki ay arasında ve 26.182 milyon TL'sinin bir ila beş yıl arasında vadesi bulunmaktadır. Üç aydan kısa vadeli borçların toplam finansal borçların yaklaşık yarısını oluşturması, yakın vadeli refinansman ve likidite yönetiminin önemini artırmaktadır.

Türk lirası cinsinden banka kredilerinin ağırlıklı ortalama faiz oranı %42,05, dolaşımdaki kira sertifikalarının ağırlıklı ortalama maliyeti ise %36,98 seviyesindedir. Yüksek borçlanma maliyetleri, yeni finansman ihtiyacının ve mevcut borçların çevrilmesinin finansman giderleri üzerindeki baskısını sürdürmesine neden olabilir.

Bilançoda ayrıca Damla Kent Projesi kapsamında TOKİ adına gerçekleştirilen gayrimenkul sertifikası ihracına bağlı 21.408 milyon TL tutarında uzun vadeli diğer finansal yükümlülük bulunmaktadır. Bu tutar, geleneksel banka ve sermaye piyasası borçlarından farklı bir proje yükümlülüğü niteliği taşıdığından finansal borç ve faktoring toplamından ayrı değerlendirilmiştir.

Grup'un bilanço üzerindeki nakit ve nakit benzerleri 31 Mart 2026 itibarıyla 15.355 milyon TL seviyesindedir. Ancak bu tutarın 6.921 milyon TL'si Gelir Paylaşımı proje hesaplarında, 2.630 milyon TL'si ise TOKİ adına tutulan hesaplarda bulunmaktadır. Söz konusu bakiyeler düştüğünde nakit akış tablosunda kullanılan serbest nakit tutarı 5.805 milyon TL'ye gerilemektedir.

Kısıtlı proje hesapları hariç kullanılabilir likidite 8,5 milyar TL olarak hesaplanmaktadır.

Serbest nakde 2.690 milyon TL tutarındaki kısa vadeli finansal yatırımlar eklendiğinde kullanılabilir likidite 8.495 milyon TL seviyesinde hesaplanmaktadır.

Kullanılabilir likidite 2025 yıl sonuna göre %25,2 azalırken, finansal borç ve faktoring yükümlülüklerinden kullanılabilir likiditenin düşülmesiyle hesaplanan net finansman yükümlülükleri 48.469 milyon TL'den 57.594 milyon TL'ye yükselmiştir.

Nakit Akışı

İşletme sermayesi hareketleri 8,2 milyar TL nakit çıkışına yol açmıştır.

Grup, 1Ç26 döneminde işletme sermayesi değişimleri öncesinde 6.450 milyon TL faaliyet nakdi üretmesine rağmen, ticari borçlardaki azalış ve faaliyetlerle ilgili diğer alacaklardaki artışın etkisiyle işletme faaliyetlerinden 8.212 milyon TL net nakit çıkışı kaydetmiştir. Bu tutar, önceki yılın aynı dönemindeki 4.884 milyon TL'lik çıkışın üzerinde gerçekleşmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden 416 milyon TL net nakit çıkışı, finansman faaliyetlerinden ise 6.506 milyon TL net nakit girişi gerçekleşmiştir. Dönem sonunda nakit ve nakit benzerleri 2.865 milyon TL azalarak dönem başındaki 8.670 milyon TL seviyesinden 5.805 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu görünüm, yılın kalan döneminde tahsilat performansı ve işletme sermayesi yönetiminin önemini artırmaktadır.

Genel Değerlendirme

Marj iyileşmesine karşılık finansman, vergi ve nakit akışı görünümü başlıca izleme alanlarıdır.

Emlak Konut'un 1Ç26 finansal sonuçları, operasyonel marjlar ile net kâr performansı arasında ayrışmaya işaret etmektedir. Hasılat ve operasyonel kâr tutarları yıllık bazda gerilemesine rağmen brüt kâr, FAVÖK ve esas faaliyet kâr marjları iyileşmiştir. Buna karşılık artan net finansman giderleri ve özellikle yüksek ertelenmiş vergi gideri, net kârı belirgin biçimde baskılamıştır.

Bilanço tarafında güçlü özkaynak tabanı, 2,00x seviyesindeki cari oran ve yüksek ertelenmiş gelir bakiyesi finansal dayanıklılığı desteklemektedir. Ancak varlıkların büyük bölümünün stoklardan oluşması, finansal yükümlülüklerin artması, kullanılabilir likiditenin azalması ve işletme faaliyetlerinden nakit çıkışı oluşması başlıca izleme unsurlarıdır.

Yılın kalan döneminde proje teslimatlarının ve arsa satışlarının zamanlaması, ön satışların tahsilata dönüşümü, işletme sermayesi yönetimi, kısa vadeli borçların çevrilmesi ve finansman maliyetlerinin seyri finansal performans açısından belirleyici olacaktır.

2.10. Değerleme

Değerleme Yaklaşımı

SOTP/RNAV yaklaşımı, proje ve varlık gruplarının farklı özelliklerini yansıtmaktadır.

Emlak Konut GYO'yu, farklı ekonomik özelliklere sahip proje ve varlık gruplarını kendi dinamiklerine uygun yöntemlerle değerlendirebilmek amacıyla **Parçaların Toplamı ve Yeniden Değerlenmiş Net Aktif Değer (SOTP/RNAV)** yaklaşımıyla değerliyoruz. Gelir Paylaşımı projelerini proje bazlı ve sonlu dönemli indirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle, Anahtar Teslim projeleri konsolide kayıtlı değerleriyle, arsa ve tamamlanmış gayrimenkul portföyünü ise bağımsız ekspertiz değerleri üzerinden hesaplamaya dahil ediyoruz. Şirket'in net operasyonel giderlerini 2026-2030 dönemini kapsayan beş yıllık açık tahmin dönemi için projekte ederek bugünkü değere indiriyor, konsolide net borcu da brüt varlık değerinden düşerek hedef Net Aktif Değer'e ulaşıyoruz. Bu yaklaşım, Şirket'in proje geliştirme ve varlık yönetimi faaliyetlerini ekonomik niteliklerine göre ayrı ayrı değerlendirmemize imkân sağlamaktadır.

Kademeli faiz normalleşmesi varsayımıyla WACC'nin 2026'daki %40,2'den 2030'da %26,2'ye gerilemesini öngörüyoruz.

Nakit akımlarını, faizlerde öngördüğümüz kademeli gerilemeyi yansıtmak amacıyla yıllık nominal TL WACC oranlarıyla bugüne indiriyoruz. Özsermaye maliyetini yıllık risksiz faiz oranı, 1,31 beta ve %5,5 piyasa risk primi üzerinden; borçlanma maliyetini ise TCMB politika faizinin 1,25 katı olarak hesaplıyoruz. Risksiz faiz oranının 2026'daki %32,5 seviyesinden 2030'da %19,0'a gerilemesini öngörürken, modelimizde kullanılan WACC oranı 2026'da %40,2, 2030'da %26,2 seviyesinde oluşmaktadır. GYO statüsü nedeniyle vergi kalkanı uygulamıyoruz. Gelir Paylaşımı projelerini proje bazlı tahsilat takvimleriyle, net operasyonel giderleri ise 2026-2030 dönemini kapsayan beş yıllık tahmin dönemiyle modelliyor; her iki kalemde de terminal değer kullanmıyoruz.

Gelir Paylaşımı Projeleri

Gelir Paylaşımı portföyünü, Şirket'e ait kalan sözleşmesel gelirlerin proje bazlı tamamlanma ve tahsilat takvimlerine göre değerlendirme tarihine indirgenmesi yoluyla hesapladık. Model kapsamında 42 projeye ilişkin toplam 116,5 milyar TL kalan şirket payı geliri dikkate alınmaktadır.

Baz senaryoda kalan şirket payı gelirlerinin %25'inin inşaat sürecinde, %75'inin ise ilgili projenin tamamlanmasını takip eden 12 ay içerisinde tahsil edileceğini varsaydık. Böylece projeler arasındaki tamamlanma tarihleri ve tahsilat vadelerindeki farklılıkları değerlemeye yansıttık. Baz senaryoda WACC üzerine ilave proje risk primi veya kalan gelirlere ayrıca iskonto uygulamadık.

Gelir Paylaşımı portföyü için 63,3 milyar TL değer hesaplanmıştır.

Bu varsayımlar altında Gelir Paylaşımı proje portföyü için 63,3 milyar TL değer hesapladık. Söz konusu tutar yalnızca mevcut projeler kapsamındaki kalan şirket payı gelirlerini içermekte olup yeni ihalelerden, minimum taahhütlerin üzerinde oluşabilecek gelirlerden veya mevcut projelerde beklenenden daha güçlü satış performansından kaynaklanabilecek ilave değer baz senaryoya dahil edilmemiştir.

Anahtar Teslim Projeler

Anahtar Teslim projeleri, 31 Mart 2026 tarihli konsolide finansal tablolarda yer alan 38,9 milyar TL kayıtlı değer üzerinden değerlemeye dahil ettik. Proje bazında kalan satış geliri, tamamlanma maliyeti ve gelecekte oluşabilecek proje marjlarına ilişkin yeterli finansal görünürlük bulunmadığından bu portföy için ayrıca İNA çalışması yapmadık ve kayıtlı değer üzerinde ilave proje kârı varsaymadık. Bu yaklaşımın,

Anahtar Teslim projeler, yeterli kârlılık görünürlüğü bulunmadığından kayıtlı değer üzerinden hesaplanmıştır.

kamuya açıklanan bilgilerle desteklenmeyen bir değer artışı yaratılmasını önleyen ihtiyatlı bir çerçeve sunduğunu düşünüyoruz.

Dolayısıyla Yenişehir Evleri Arnavutköy, Çınarköy ve Bizim Mahalle gibi büyük ölçekli devam eden projelerden kayıtlı değer üzerinde elde edilebilecek olası proje kârı hedef fiyatımıza yansımamaktadır. Anahtar Teslim projelerle ilişkili proje stoklarını da mükerrer değerlemeyi önlemek amacıyla gayrimenkul portföyüne ayrıca eklemedik.

Arsa ve Gayrimenkul Portföyü

120,5 milyar TL arsa portföyü, brüt varlık değerinin yaklaşık %43'ünü oluşturmaktadır.

Henüz ihale edilmemiş, yatırım amacıyla elde tutulan veya gelecekte proje geliştirilmesi planlanan arsa portföyünü son açıklanan bağımsız ekspertiz değerleri üzerinden 120,5 milyar TL olarak hesapladık. Arsa portföyü, brüt varlık değerinin yaklaşık %43'ünü oluşturarak değerlememizin en büyük bileşeni konumundadır.

Tamamlanmış binalar, yatırım amaçlı gayrimenkuller ve sabit kıymet niteliğindeki gayrimenkulleri 46,2 milyar TL, bağlı ortaklıkların sahip olduğu gayrimenkulleri ise 8,3 milyar TL ekspertiz değeri üzerinden değerlemeye dahil ettik. Böylece bina ve diğer gayrimenkul portföyünün toplam değeri 54,5 milyar TL seviyesinde oluşmaktadır.

Arsaların gelecekte projeye dönüştürülmesiyle yaratılabilecek geliştirici kârları mevcut ekspertiz değerlerine ayrıca eklenmemiştir. Benzer şekilde, bağlı ortaklıkların gayrimenkul dışındaki operasyonel faaliyetleri için ayrı bir şirket değeri hesaplanmamıştır.

Ticari ve Bilanço Dışı Ticari Alacaklar

Şirket'in finansal tablolarda muhasebeleştirilmiş ticari alacaklarının bugünkü değerini 22,2 milyar TL, satışı gerçekleşmiş ancak teslim tamamlanmadığı için henüz bilançoya alınmamış ticari alacakların bugünkü değerini ise 27,5 milyar TL olarak hesapladık.

Ancak bu tutarların bir bölümü Gelir Paylaşımı projelerinin kalan şirket payı gelirleri veya teslim edilmemiş Anahtar Teslim proje stokları içerisinde ekonomik olarak zaten temsil edilebilir. Proje bazında ayrıntılı bir eşleştirme yapılmadan söz konusu alacakların ayrıca NAD'ye eklenmesi mükerrer değerlemeye yol açabileceğinden, baz senaryoda ticari ve bilanço dışı ticari alacaklara ilave değer atfetmedik. Bilanço dışı alacakların mevcut proje değerleriyle mükerrer olmadığı teyit edilebilecek bölümü, hedef fiyatımız açısından yukarı yönlü potansiyel oluşturmaktadır.

Net Operasyonel Giderler ve Net Borç

Şirket'in kurumsal faaliyetlerinin maliyetini yansıtmak amacıyla net operasyonel giderleri 2026-2030 dönemini kapsayan beş yıllık açık tahmin dönemi için projekte ettik. Hesaplama genel yönetim ve pazarlama giderlerinden müşavirlik faaliyetlerinden elde edilen brüt kârı mahsup ettik. Böylece müşavirlik faaliyetlerine ayrıca pozitif bir şirket değeri vermek yerine, bu faaliyetlerin kurumsal giderleri azaltan katkısını dikkate aldık.

Net operasyonel giderleri yıllık enflasyon varsayımlarına paralel olarak artırarak ilgili yılların WACC oranlarıyla değerlendirme tarihine indirdik. Beş yıllık tahmin dönemi

Hesaplanan 12,7 milyar TL net operasyonel gider ve 37,7 milyar TL net borç brüt varlık değerinden düşülmüştür.

sonrasında terminal gider kullanmadık. Bu hesaplama sonucunda net operasyonel giderlerin bugünkü değerini 12,7 milyar TL olarak hesapladık.

31 Mart 2026 itibarıyla konsolide net borç 37,7 milyar TL seviyesindedir. Net borç, 55,7 milyar TL toplam finansal borçtan 15,4 milyar TL nakit ve nakit benzerleri ile 2,7 milyar TL kısa vadeli finansal yatırımların düşülmesiyle hesaplanmış ve brüt varlık değerinden yalnızca bir kez indirilmiştir.

Parçaların Toplamı Değerlemesi

Değerleme Bileşeni	Yöntem	Değer (mn TL)
Gelir Paylaşımı projeleri	İNA	63.327
Anahtar Teslim projeler	Konsolide kayıtlı değer	38.946
Arsa portföyü	Bağımsız ekspertiz	120.507
Tamamlanmış gayrimenkuller	Bağımsız ekspertiz	46.186
Bağlı ortaklık gayrimenkulleri	Bağımsız ekspertiz	8.330
Brüt varlık değeri		277.296
(-) Net operasyonel giderlerin bugünkü değeri	İNA	(12.684)
(-) Net borç	Konsolide bilanço	(37.700)
Net Aktif Değer		226.912

Hesaplanan 226,9 milyar TL NAD, pay başına 59,71 TL değere karşılık gelmektedir.

Hesapladığımız 226,9 milyar TL Net Aktif Değer, Şirket'in 3,8 milyar TL tutarındaki ödenmiş sermayesine bölündüğünde pay başına 59,71 TL NAD seviyesine karşılık gelmektedir. Şirket'in proje geliştirme odaklı iş modeli, varlıkların nakde dönüşüm süresi, proje tamamlanma ve tahsilat riskleri, mevcut faiz ortamı ve GYO sektöründe gözlenen işlem iskontolarını dikkate alarak %45 NAD iskontosunu uyguluyoruz. Bu oran hedef F/NAD çarpanının 0,55x olmasına karşılık gelmektedir. (TSPB'nin yayımladığı 2025/12 dönemi verileri doğrultusunda hazırlanan GYO sektörü prim/iskonto analizimiz raporun ekinde sunulmuştur.)

Değerleme Sonucu	Tutar
Net Aktif Değer	226.912 milyon TL
Pay başına NAD	59,71 TL
Uygulanan NAD iskontosu	%45,0
Hedef piyasa değeri	124.802 milyon TL
Hedef pay fiyatı	32,84 TL
Son kapanış fiyatı	18,20 TL
Yükseliş potansiyeli	%80,5
Mevcut F/NAD	0,32x
Hedef F/NAD	0,55x

Cari pay fiyatı 0,32x F/NAD ve %68,3 NAD iskontosuna işaret etmektedir.

Mevcut piyasa fiyatı, hesapladığımız NAD'ye göre yaklaşık %68,3 iskonto ve 0,32x F/NAD çarpanına karşılık gelmektedir. Hedef fiyatımız ise Şirket paylarının hesapladığımız NAD'nin %55'ine karşılık gelen 0,55x F/NAD seviyesinden işlem göreceğini varsaymaktadır.

Değerlemeye Dâhil Edilmeyen Unsurlar

Baz senaryoda yalnızca ekonomik değeri mevcut kamuya açık bilgilerle yeterli ölçüde hesaplanabilen proje ve varlıkları dikkate aldık. Aşağıdaki unsurlar hedef fiyatımıza dahil edilmemiştir:

Baz değerlendirme yeni ihaleler, uluslararası projeler ve bağlı ortaklıkların operasyonel değerini içermemektedir.

- Yeni proje ve ihale gelirleri,
- Gelir Paylaşımı projelerinde sözleşmesel tutarın üzerinde oluşabilecek ilave gelir,
- Anahtar Teslim projelerde kayıtlı değer üzerindeki potansiyel proje kârı,
- Hayat Mekke Projesi ve Emlak Konut Global'in diğer yurt dışı proje fırsatları,
- Bağlı ortaklıkların gayrimenkul dışındaki operasyonel faaliyet değeri,
- Damla Kent kapsamında oluşabilecek ilave müşavirlik ve proje yönetim gelirleri,
- Mükerrer olmadığı belirlenebilecek bilanço dışı ticari alacaklar,
- Mevcut arsaların yeni projelere dönüştürülmesiyle yaratılabilecek geliştirici kârları.

Bu unsurların tamamını mevcut 32,84 TL hedef fiyatımıza dahil edilmemiş yukarı yönlü opsiyonlar olarak değerlendiriyoruz. Özellikle Hayat Mekke Projesi'nin ekonomik katkısının görünür hale gelmesi, Anahtar Teslim projelerde kârlılık görünürlüğünün artması ve bilanço dışı alacakların mükerrer olmayan bölümünün ayrıştırılması, hedef fiyatımızda yukarı yönlü revizyon potansiyeli oluşturabilir.

Sonuç

Emlak Konut GYO'nun geniş ve yüksek değerli arsa portföyü, Gelir Paylaşımı projelerinden kaynaklanan sözleşmesel gelir görünürlüğü, devam eden büyük ölçekli projeleri ve güçlü proje geliştirme kapasitesi, Şirket'in uzun vadeli değer yaratma potansiyelini desteklemektedir.

Baz değerlememizde Anahtar Teslim projelerde kayıtlı değer üzerinde ilave kâr, bilanço dışı ticari alacaklar, Hayat Mekke Projesi ve ekonomik katkısı henüz yeterli görünürlüğe ulaşmamış diğer büyüme alanları için değer öngörmedik. Bu nedenle değerlememizin mevcut proje ve varlık portföyünü ihtiyatlı bir çerçevede yansıttığını düşünüyoruz.

Parçaların Toplamı değerlendirme yöntemimiz sonucunda Emlak Konut GYO için 12 aylık hedef pay fiyatımızı 32,84 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef fiyatımızın 28 Temmuz 2026 tarihli 18,20 TL kapanış fiyatına göre %80,5 yükseliş potansiyeline işaret etmesi doğrultusunda, Emlak Konut GYO'yu "AL" önerisiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

Özet Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2023/12	2024/12	2025/12	2026/03	Değişim %
Maddi Duran Varlıklar	2.356	2.896	2.935	2.747	-6,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	126	182	244	226	-7,5%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	13.372	20.207	32.586	28.388	-12,9%
Ticari Alacaklar	16.442	8.901	39.689	36.236	-8,7%
Hazır Değerler	32.996	11.928	16.235	15.355	-5,4%
Stoklar	175.608	240.857	267.883	268.854	0,4%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	11.734	10.164	9.279	11.982	29,1%
Toplam Aktifler	252.634	295.136	368.850	363.788	-1,4%
Uzun Vadeli Borçlar	2.639	28	29.029	26.265	-9,5%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.574	1.478	25.640	27.522	7,3%
Kısa Vadeli Borçlar	2.184	16.717	23.196	29.386	26,7%
Ticari Yükümlülükler	8.466	10.780	36.859	19.859	-46,1%
Ertelenmiş Gelirler	111.005	120.967	96.691	101.561	5,0%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.751	7.174	14.702	15.193	3,3%
Toplam Yükümlülükler	133.619	157.144	226.116	219.786	-2,8%
Toplam Özsermaye	119.016	137.992	142.734	144.002	0,9%
Toplam Pasifler	252.634	295.136	368.850	363.788	-1,4%

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/12	2025/12	2025/03	2026/03	Değişim %
Net Satışlar	45.947	109.854	29.811	21.114	-29,2%
SMM	33.550	79.237	22.010	14.045	-36,2%
Brüt Kâr	12.396	30.617	7.801	7.068	-9,4%
Faaliyet Giderleri	5.773	6.976	1.246	1.859	49,2%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	6.623	23.641	6.556	5.210	-20,5%
Net Diğer Gelir/(Gider)	12.872	9.241	2.548	2.309	-9,4%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	0,17	2,94	0,00	36,37	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	5.004	1.959	561	1.248	122,5%
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	-5.824	5.531	195	3.813	1857,8%
Vergi Öncesi Kâr	9.403	20.341	7.176	6.033	-15,9%
Vergi	-9.606	13.736	2.918	4.773	63,5%
Net Kâr/(Zarar)	19.009	6.605	4.258	1.260	-70,4%
Azınlık Payları	0	0	0	0	A.D.
Ana Ortaklık Payları	19.009	6.605	4.258	1.260	-70,4%

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

EK-1: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Prim/İskonto Analizi (mn TL)

Sıra	Kod	Unvan	Kapanış Fiyatı (28.07.2026)	XGMYO Endeks Ağırlığı	Gayrimenkul Portföyü Değeri	Toplam Portföy Değeri	Toplam Borç	Net Aktif Değer (NAD)	Piyasa Değeri (PD)	PD/NAD	NAD Primi/ İskontosu (-)	Defter Değeri (DD)	PD/DD	PD/DD Primi/ İskontosu (-)
1	ADGYO	Adra GMYO	50,00	1,11%	19.253	24.351	2.380	21.971	27.293	1,24	24,2%	15.926	1,71	71,4%
2	AGYO	Atakule GMYO	7,45	0,11%	6.378	6.681	873	5.808	1.962	0,34	-66,2%	6.267	0,31	-68,7%
3	AKFGY	Akfen GMYO	2,79	1,65%	29.088	41.242	7.822	33.420	10.881	0,33	-67,4%	35.563	0,31	-69,4%
4	AKMGY	Akmerkez GMYO	237,00	0,24%	10.803	11.774	2.184	9.590	8.832	0,92	-7,9%	10.580	0,83	-16,5%
5	AKSGY	Akiş GMYO	9,32	4,11%	50.317	54.014	9.421	44.593	22.508	0,50	-49,5%	49.232	0,46	-54,3%
6	ALGYO	Alarko GMYO	3,48	1,15%	22.275	46.336	4.608	41.728	7.060	0,17	-83,1%	17.584	0,40	-59,9%
7	ASGYO	Asce GMYO	10,98	0,61%	22.337	38.479	6.047	32.432	7.236	0,22	-77,7%	26.339	0,27	-72,5%
8	ATAGY	Ata GMYO	10,55	0,10%	826	826	149	677	501	0,74	-26,0%	791	0,63	-36,7%
9	AVGYO	Avrasya GMYO	14,74	0,31%	2.207	3.195	343	2.852	1.645	0,58	-42,3%	2.304	0,71	-28,6%
10	AVPGY	Avrupakent GMYO	51,55	1,74%	48.433	50.689	10.760	39.929	20.620	0,52	-48,4%	44.420	0,46	-53,6%
11	BEGYO	Bati Ege GMYO	3,61	0,31%	5.007	5.242	50	5.192	2.942	0,57	-43,3%	5.501	0,53	-46,5%
12	DGGYO	Doğuş GMYO	36,56	0,21%	19.399	19.601	5.818	13.783	12.138	0,88	-11,9%	15.253	0,80	-20,4%
13	DZGYO	Deniz GMYO	6,99	0,23%	4.883	6.994	1.322	5.672	2.796	0,49	-50,7%	6.647	0,42	-57,9%
14	EGEGY	Egeyapı Avrupa GMYO	32,50	0,68%	7.800	8.471	1.817	6.654	6.500	0,98	-2,3%	2.409	2,70	169,8%
15	EKGYO	Emlak Konut GMYO	18,20	11,92%	305.632	381.565	186.457	195.108	69.160	0,35	-64,6%	144.002	0,48	-52,0%
16	EYGYO	EYG GMYO	2,23	0,18%	4.203	4.459	1.283	3.176	1.561	0,49	-50,9%	1.937	0,81	-19,4%
17	FZLGY	Fuzul GMYO	11,73	1,19%	15.779	17.998	8.415	9.583	14.663	1,53	53,0%	4.478	3,27	227,6%
18	HLGYO	Halk GMYO	4,73	1,29%	60.539	79.366	23.516	55.850	18.163	0,33	-67,5%	60.831	0,30	-70,1%
19	IDGYO	İdealist GMYO	4,14	0,15%	532	542	376	166	621	3,74	224,1%	504	1,23	23,3%
20	ISGYO	İş GMYO	25,10	3,09%	55.324	58.806	7.943	50.863	24.065	0,47	-52,7%	54.594	0,44	-55,9%
21	KGYO	Koray GMYO	10,00	0,98%	6.763	15.372	7.402	7.970	10.000	1,25	25,5%	1.368	7,31	834,2%
22	KLGYO	Kiler GMYO	4,47	0,97%	39.396	44.844	10.349	34.495	6.236	0,18	-81,9%	25.510	0,24	-75,6%
23	KRGYO	Körfez GMYO	2,49	0,18%	2.383	3.544	365	3.179	2.465	0,78	-22,5%	2.596	0,95	-5,0%
24	KZBGY	Kızılıbük GYO	2,13	1,01%	32.636	34.372	12.715	21.657	8.520	0,39	-60,7%	24.060	0,35	-64,6%
25	KZGYO	Kuzugrup GMYO	21,16	0,36%	17.160	17.382	4.454	12.928	4.232	0,33	-67,3%	13.860	0,31	-69,5%
26	MHRGY	MHR GMYO	3,49	0,37%	7.617	10.010	1	10.009	4.329	0,43	-56,7%	8.948	0,48	-51,6%
27	NUGYO	Nurol GMYO	9,30	0,54%	5.263	6.844	248	6.596	3.119	0,47	-52,7%	6.825	0,46	-54,3%
28	OZGYO	Özderici GMYO	2,00	0,24%	5.718	12.780	380	12.400	2.000	0,16	-83,9%	6.690	0,30	-70,1%
29	OZKGY	Özak GMYO	12,79	1,20%	52.615	78.508	11.683	66.825	18.622	0,28	-72,1%	71.398	0,26	-73,9%
30	PAGYO	Panora GMYO	172,00	1,92%	16.274	16.690	1.497	15.193	14.964	0,98	-1,5%	16.873	0,89	-11,3%
31	PEKGY	Peker GMYO	14,80	16,26%	483	9.955	0	9.955	74.000	7,43	643,3%	8.136	9,10	889,6%
32	PSGYO	Pasifik GMYO	3,74	3,75%	60.658	125.639	40.125	85.514	25.809	0,30	-69,8%	42.591	0,61	-39,4%
33	RYGYO	Reysaş GMYO	37,20	7,54%	91.749	101.120	7.659	93.461	74.400	0,80	-20,4%	95.442	0,78	-22,0%
34	SNGYO	Sinpaş GMYO	3,19	2,37%	64.277	90.474	16.761	73.713	12.760	0,17	-82,7%	57.724	0,22	-77,9%
35	SRVGY	Servet GMYO	2,52	0,58%	32.823	45.312	5.475	39.837	8.190	0,21	-79,4%	30.086	0,27	-72,8%
36	SURGY	Sur Tatil Evleri GMYO	67,20	1,03%	26.323	26.381	3.811	22.570	11.256	0,50	-50,1%	9.976	1,13	12,8%
37	TDGYO	Trend GMYO	16,02	0,33%	232	232	1	231	1.105	4,79	376,6%	568	1,95	94,6%
38	TRGYO	Torunlar GMYO	95,30	6,76%	125.673	162.178	26.310	135.868	95.300	0,70	-29,9%	145.310	0,66	-34,4%
39	TSGYO	TSKB GMYO	6,03	0,15%	6.725	7.036	801	6.235	3.920	0,63	-37,1%	6.769	0,58	-42,1%
40	VKGYO	Vakıf GMYO	2,57	0,87%	30.203	34.413	6.565	27.848	8.867	0,32	-68,2%	27.194	0,33	-67,4%
41	VRGYO	Vera Konsept GMYO	1,86	0,36%	5.508	7.931	2.832	5.099	1.525	0,30	-70,1%	4.888	0,31	-68,8%
42	YGGYO	Yeni Gimat GMYO	216,50	13,63%	20.879	26.404	835	25.569	52.376	2,05	104,8%	28.486	1,84	83,9%
43	ZRGYO	Ziraat GMYO	18,20	0,87%	88.321	94.018	14.726	79.292	85.424	1,08	7,7%	87.700	0,97	-2,6%
Toplam				73,71%	1.406.905	1.787.971	440.385	1.347.586	690.175	0,51	-48,8%	1.213.105	0,57	-43,1%

Kaynak: TSPB, Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Notlar:

1. Tabloda yer alan toplam portföy ve toplam borç değerleri TSPB tarafından yayımlanan 2025/12 dönemine ait verilerdir.
2. İlgili Döneme (31.12.2025) Ait Döviz Kuru 42.8623 TL olarak hesaplanmıştır.
3. BIST Gayrimenkul Y.O. (XGMYO) Endeksinde yer alan toplam 53 şirket bulunmaktadır. Bu şirketler arasında Ağaoğlu Avrasya GMYO, Ahes GMYO, Başkent Doğalgaz Dağıtım GMYO, Luxera GMYO, Mistral GMYO, Savur GMYO, Şeker GMYO, Z GMYO ve Zeraf GMYO unvanlı şirketlerin verileri TSPB'de erişilebilir olmadığından tabloda yer almamaktadır. Martı GMYO unvanlı şirket ise hesap dönemi farklı olduğu için analiz kapsamı dışında tutulmuştur.
4. NAD ve/veya PD/DD primi %200'ün üzerinde bulunan şirketler (Fuzul GMYO, İdealist GMYO, Koray GMYO, Peker GMYO ve Trend GMYO), uç değer etkisinin elimine edilmesi amacıyla sektör toplamı hesaplamasına dahil edilmemiştir.

**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 hiç bir 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
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com