

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)		29,50	FD/FAVÖK :	7,1		
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)		20,96	F/K :	16,6		
Gelir Tablosu - Özet					Açıklanan		Beklenti	
(mn TL)	4Ç25	3Ç25	Çeyrekse %	4Ç24	Yıllık %	VKY	Kons.*	
Net Satışlar	19.162	8.992	113%	18.587	3%	0	16.203	
FAVÖK	4.295	1.982	117%	429	902%	0	4.435	
Net Dönem Karı	-4.691	194	a.d.	12.500	a.d.	0	2.168	
FAVÖK Marjı	22,4%	22,0%	0,4 yp	2,3%	20,1 yp	0,0%	27,4%	
Net Kar Marjı	-24,5%	2,2%	-26,6 yp	67,3%	-91,7 yp	0,0%	13,4%	

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

*Research Turkey

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

- Güçlü satış gelirleri-** Emlak Konut GYO'nun 2025'in son çeyreğinde satış gelirleri piyasa beklentilerinin hafif üzerinde, yıllık %3,1 yükselişle 19,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin satış gelirleri yılın tamamında yıllık bazda %98,5 artışla 81,9 mlr TL'ye ulaştı. Şirket 2025 yılı döneminde, toplamda 995 bin brüt m2 büyüklüğünde ve değeri 104,0 mlr TL olan 8.044 adet bağımsız bölümün ön satışını tamamladığını açıkladı. Böylece Emlak Konut GYO, 2025 yılı için hedeflediği 77 mlr TL proje satışı ve 5 mlr TL arsa satışı hedefinin %135'ini gerçekleştirmiş oldu. Ayrıca Şirket, yılın tamamında 66 adet ihale ve 14 adet gelir paylaşım proje ihalesi gerçekleştirdi. İhalelerden elde edilen toplam satış geliri 170,9 mlr TL olurken, Emlak Konut payı toplam geliri 68,2 mlr TL olarak gerçekleşti. Şirket'in bu ihalelerde ortalama çarpanı 2,92x oldu (2024: 2,03x). Öte yandan Emlak Konut GYO, 2024 yılında 183,8 mn TL kira geliri elde ederken 2025 yılında 282,9 mn TL kira geliri sağladı. 2025 yılında Şirket'in kiraya verilen gayrimenkullerinin %69'unu AVM, %26'sını bağımsız bölüm ve %5'ini arsa oluşturdu.
- Yıllık bazda 9 kat artan FAVÖK'e karşın net zarar performansı-** Şirket'in FAVÖK'ü 4Ç25'te bir önceki yılın aynı dönemine göre 9 kat artarak 4,3 mlr TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı yıllık 20,1 puan yükselişle %22,4 olarak gerçekleşti. FAVÖK, 2025'te yıllık %321,7 artışla 19,67 mlr TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı 12,7 puan yükselişle %24,0 olarak kaydedildi. 4Ç25 döneminde Emlak Konut, sınırlı katılımcının oluşturduğu net kar beklentilerinin aksine 4,7 mlr TL net zarar açıkladı. Şirket'in zarar açıklamasında temel etken 2025 yılında vergi mevzuatında yapılan değişikliklerle enflasyon muhasebesinin ertelenmesiyle birlikte 6,6 mlr TL'lik ertelenmiş vergi gideri kaydedilmesi oldu. Aynı dönemde artan finansman giderleri karlılık üzerinde baskı oluştururken, 3Ç25 dönemindeki 635 mn TL'lik parasal kazanç kaleminin 3,5 mlr TL'ye yükselmesi bu baskıyı azalttı. Şirket, 2025 yılında vergi öncesi karı 16,7 mlr TL iken (y/y: +%118,4) yükselen vergi giderinin etkisi ile 4,8 mlr TL net kar elde etti. Diğer taraftan Emlak Konut GYO'nun 3Ç25 döneminde 48,0 mlr TL olan net borç pozisyonu yılın son çeyreğinde yıllık bazda 8,3 kat, çeyrekse %26,6 artarak 60,8 mlr TL'ye yükseldi. Böylece Şirket'in Net borç/FAVÖK rasyosu 3,09x (3Ç25: 3,04x) seviyesine yükseldi.
- Şirket 2026 beklentilerini açıkladı-** Emlak Konut GYO 2026 yılında 7.801 adet bağımsız bölüm satışı ile 950.000 m² brüt satış alanına ve KDV hariç 135,2 mlr TL proje satış değerine ulaşmayı hedefliyor. Ayrıca 10,2 mlr TL değerinde arsa satış hedefi ve 60 adet ihale gerçekleştirmeyi planlıyor. Şirket 2026 yılında 13,1 mlr TL net kar elde etmeyi hedefliyor.
- Değerleme ve Öneri-** Finansal sonuçlarla birlikte Şirket hisse başına brüt 0,60 TL nakit kar payı dağıtacağını da açıkladı. Temettü verim oranını %2,86 olarak hesaplıyoruz. Şirket hisseleri finansallar

09 Mart 2026 Pazartesi

öncesinde son bir ayda %6,8 endeksten negatif ayrıştı. Şirketin söz konusu çeyrekte operasyonel performansında gözlenen güçlü artışa karşın, net borç pozisyonundaki artış ve açıklanan net zarar nedeniyle piyasa tepkisinin negatif olmasını bekliyoruz. Şirket hisseleri son kapanış fiyatı baz alındığında Net Aktif Değeri (NAD)'ne göre %59,2 iskontolu işlem görmektedir. Şirket'in güçlü ön satış performansı ve gelir paylaşım projelerindeki artan çarpan gelişimini de göz önünde bulundurarak Emlak Konut GYO için hisse başı hedef fiyatımızı 27,0 TL'den **29,50 TL**'ye güncelliyoruz. Şirket için kısa vadeli **"Endeks Üzerinde Getiri"** ve uzun vadeli **"AL"** önerilerimizi sürdürüyoruz.

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan							
	4Ç25	3Ç25	Çeyrekse %	4Ç24	Yıllık %	12A25	12A24	Yıllık %
Net Satışlar	19.162	8.992	113%	18.587	3%	81.911	41.261	99%
SMM	-13.455	-5.925	127%	-17.003	-21%	-57.572	-32.669	76%
Brüt Kar	5.707	3.067	86%	1.584	260%	24.339	8.592	183%
Operasyonel Gider	-1.452	-1.130	29%	-1.205	21%	-4.848	-4.094	18%
FVÖK	4.255	1.937	120%	379	1023%	19.491	4.498	333%
FAVÖK	4.295	1.982	117%	429	902%	19.665	4.664	322%
Diğer Gelir/Gider (Net)	-751	1.405	a.d.	4.211	a.d.	3.233	6.074	-47%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	-13	-70	-82%	0	5314%	-85	0	36791%
Finansal Gelir/Gider (Net)	-676	-2.435	-72%	-1.190	-43%	-5.961	-2.934	103%
Parasal Kazanç/(Kayıp)	3.471	635	447%	-207	a.d.	5.028	-4.679	a.d.
VÖK	2.816	838	236%	3.400	-17%	16.677	7.637	118%
Net Dönem Karı	-4.691	194	a.d.	12.500	a.d.	4.785	16.738	-71%
Brüt Kar Marjı	29,8%	34,1%	-4,3 yp	9%	21,3 yp	30%	21%	8,9 yp
FAVÖK Marjı	22,4%	22,0%	0,4 yp	2%	20,1 yp	24%	11%	12,7 yp
Net Kar Marjı	-24,5%	2,2%	-26,6 yp	67%	-91,7 yp	6%	41%	-34,7 yp

Bilanço (mn TL)	12A25	9A25	12A24	
Dönen Varlıklar	285.678	234.593	22%	238.536
Hazır Değerler	13.073	11.049	18%	10.350
Menkul Kıymetler	1.593	1.329	20%	0
KV Ticari Alacaklar	28.761	19.730	46%	6.735
Stoklar	237.927	197.852	20%	213.804
Diğer Dönen Varlıklar	4.325	4.633	-7%	7.647
Duran Varlıklar	36.843	41.411	-11%	25.354
Aktif Toplamı	322.521	276.004	17%	263.890
KV Borçlar	142.889	102.053	40%	135.232
KV Finansal Borçlar	28.079	16.720	68%	16.888
KV Ticari Borçlar	26.525	11.995	121%	10.468
Diğer KV Borçlar	88.285	73.338	20%	107.877
UV Borçlar	49.165	44.463	11%	1.277
UV Finansal Borçlar	47.408	43.708	8%	0
UV Ticari Borçlar	177	7	2389%	483
Diğer UV Borçlar	1.579	748	111%	794
Öz Sermaye	130.468	129.488	1%	127.381
Pasif Toplamı	322.521	276.004	17%	263.890
Net Borç	60.821	48.051	26,6%	6.538

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.