

Emlak Konut GYO<EKGYO>

Şirket Raporu

22 Ocak 2026

(09:45)

Türkiye GYO Sektör Görünümü: TÜİK verilerine göre 2025'te konut satışları yıllık %14 artışla 1.7 milyon adede ulaştı. İlk el satışlar yıllık %12'lik artışla 541 bin adede çıkarken (toplamda %32'lik pay) ikinci el satışlar %16 artışla 1.1 milyon adede (toplamda %68'lik pay) yükseldi. 2025'te mortgage satışlar yıllık %50'lik artışla 237 bin adede çıkarak güçlü bir performans gösterdi. KFE'ye göre birim fiyatlar 2024 yılındaki performansının aksine 2025'te %29'luk artışla TÜFE'ye benzer (-%1.4 reel değişim) değişim gösterdi. Buna göre konut satışlarında ikinci el satışlar itici güç olurken, fiyat değişimi reel olarak zayıf kalmaya devam etti. Kredili satışlar görece yüksek aylık konut kredi faizleri (Ocak 2025 itibarıyla yaklaşık %2.5) nedeniyle zayıf seyrini korudu. Toplam içerisinde kredili konut satışlarının oranı son 5 yıllık ortalaması olan %16'ya kıyasla 2025 yılında %14 seviyesinde gerçekleşti.

Baz Varsayımlarımızla Uyumlu: 2026 yılında TÜFE'nin 2025'teki %30.9'a kıyasla hafifçe gerileyerek %25 seviyesinde gerçekleşmesini beklemekteyiz. Buna göre, enflasyonla mücadele kapsamında 2026 yılında faiz oranlarının görece daha yüksek bir seviyede kalmasını ve kademeli bir şekilde gerilemesini öngörmekteyiz. Strateji raporunda da belirttiğimiz üzere, bu nedenlerle yılın ilk yarısında kira geliri ağırlıklı ve net nakit pozisyonunda bulunan şirketlerin fiyatlaması olarak öne çıkmasını bekliyoruz. Öte yandan, yüksek NAD iskontosu (%47) ve güçlü 2026 yılı beklentileri (13 milyar TL kar, 135 milyar TL ön satış) düşünüldüğünde bu durum konut projesi geliştirme odaklı GYO'lar arasında EKGYO'nun ayrışmasını sağlayabilir. 2026 yılında ise daha fazla proje ve ihale çarpanlarında toparlanma yukarı yönlü potansiyeli destekleyen unsurlardır.

2025 Yılı Beklentileri Güçlü Şekilde Aşıldı: Şirketin KDV hariç satış gelirleri 2024 yılındaki 51 milyar TL'ye kıyasla 2025 yılındaki 77 milyar TL'lik hedefini aşarak 104 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2026 beklentileri ise rekor bir yıl olan 2025'in üzerinde 135.2 milyar TL (7.801 adet bağımsız bölüm) olarak duyurulurken, arsa satışından beklenen varsayım ise 10.2 milyar TL'dir. Şirket ayrıca, 2025 yılında 12 milyar TL'ye kıyasla bu yıl 13.1 milyar TL net kar beklendiğini duyurmuştur. Şirket'in GPM projelerindeki ihale çarpanının Haziran 2025 sonu itibarıyla 1.83x'ten hafifçe iyileşerek Eylül 2025 sonu itibarıyla 2.18x'e çıkmıştır. Bu uzun dönem ortalaması 2.5x'in ise altında bir çarpana işaret etmektedir.

Rakamlarla Değerleme Görüşümüz: EKGYO hisse senetleri son 3 ayda BIST 100 endeksine göre rölatif -%3'lük bir performans gösterdi. TSBP platformunda yer alan verilere göre, sektördeki ortalama NAD iskontosu 3 yıllık ortalama %32'ye kıyasla %25 seviyesindedir. Primli GYO'ları dışarıda tuttuğumuzda ortalamanın %41 seviyesinde olduğunu hesaplamaktayız. Böylece net aktif değer iskontolarının ortalamalara benzer olduğu söylenebilir. Portföyde konut projesi ağırlığı yüksek olan GYO şirketleri için NAD iskontosunun takibinin anlamlı bir gösterge olduğunu düşünmekteyiz. Kira geliri ağırlıklı portföyler için ise ilk olarak çarpanlara ve nakit akımına bakmak daha doğru olacaktır. EKGYO 2026T tahminlerimize göre 6.05x F/K ve 0.56x F/DD çarpanlarında işlem görürken yurt içi benzerlerinde bu çarpanlar sırasıyla 7.4x F/K ve 0.8x F/DD seviyesindedir. Eylül 2025 itibarıyla şirketin net aktif değeri 167 milyar TL'dir. Öte yandan yayınlanan eksper raporlarına göre varlıkların 2025 değerinin 312.6 milyar TL'ye çıkması beklenmektedir. Bu raporla birlikte hedef değerimizi 36TL'den 41TL'ye yükseltirken Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi korumaktayız. Cazip değerlemenin yanı sıra Türkiye'nin hızlı büyüyen ve genç demografik yapısı, bunun sunduğu yıllık konut talebi (yıllık yaklaşık 800 bin adet), kentsel dönüşüm ve görece düşük ev sahipliği oranına sahip olunması yatırım tezini destekleyen diğer unsurlardır.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL22.80	TL41.00	80%
Piyasa Değeri		
TL86,640mn	USD2,005mn	

Hisse Senedi Bilgileri				
Bloomberg/Reuters:	EKGYO.TI / EKGYO.IS			
Relatif Performans:	1 Ay	3 Ay	12 Ay	
	0%	-3%	25%	
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	10.94 / 22.94			
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	3,464.5			
YBB TL Getiri:	12%			
Beta (2 yıllık, haftalık)	1.35			
BİST-100'deki ağırlığı	0.69%			
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	3,800			
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce		
	25.0%	16.5%		

Kısaca Şirket

2003 yılından bugüne kadar çeşitli büyüklükte toplam 418 projenin ihalesini gerçekleştirecektir. Bu projelerin tamamlanması sonucu 256.387 bağımsız bölümün yapılmasını sağlamış olacaktır. Emlak Konut Eylül 2025 sonu itibarıyla 297 milyar TL'lik aktif toplamı ve 167 milyar TL'lik net aktif değeriyle birlikte Türkiye'nin en güçlü şirketleri arasındaki yerini daha da sağlamlaştırmıştır.

Ortaklık Yapısı

T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı	49.3%
Diğer	50.7%
Toplam	100.0%

Özet Finansallar	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	50,527	39,539	80,700	71,088
Yıllık Değişim	36%	-22%	104%	-12%
FVAÖK (TLmn)	8,759	4,469	20,673	17,302
Yıllık Değişim	44%	-49%	363%	-16%
Net Kar (TLmn)	-6,906	16,039	13,826	14,324
Yıllık Değişim	-389%	n.a.	-14%	4%
Özkaynaklar (TLmn)	106,030	122,064	133,965	154,483
Yıllık Değişim	7%	15%	10%	15%
F/DD (x)	0.82	0.71	0.65	0.56
F/K (x)	n.m.	5.40	6.27	6.05
Hisse Başına Kar(TL)	n.m.	4.22	3.64	3.77
Hisse Başına Temettü	0.00	0.40	0.99	1.06
Temettü Verimi	0%	2%	4%	5%
Özkaynak Karlılığı	-6%	14%	11%	10%

Analist: Kasım Emre Duman

+90 (212) 384 1270

KasimDu@garantibbva.com.tr

EK-1: EKGYO Finansal Sonuçlar

Emlak Konut yılın 3.Çeyreğinde 194 milyon TL (3Ç25: 3.2 milyar TL) net kar açıklamıştır. FVAÖK yıllık bazda %11'lik bir düşüş göstermesine karşın finansman giderlerindeki artış yıllık bazda net kardaki daha yüksek orandaki düşüşün ana nedeni olmuştur. Parasal Kazanç bu çeyrekte 635 milyon TL seviyesindeyken, geçen yılın aynı döneminde -454 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in özsermayesi Eylül 2025 sonu itibarıyla 129.5 milyar TL'dir. Bu çeyreklik olarak reel bazda yatay bir görünüme işaret etmektedir. Şirket'in net borcu ise bir önceki çeyrekteki 13.9 milyar TL'den 48 milyar TL'ye yükselmiştir. Öte yandan Damla Kent projesi kaynaklı borç artışını dışarıda tuttuğumuzda net borç 24.9 milyar TL seviyesindedir. Bununla birlikte bu proje kaynaklı bilançoda görünen borç artışının muhasebesel bir durum olduğunu not etmekteyiz.

Emlak G.M.Y.O. Özet Finansal Sonuçlar						Değişim				
(mn TL)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25	3Ç25/3Ç24	3Ç25/2Ç25	9A25/9A24
Satış Gelirleri	11,278	17,811	25,594	25,544	8,992	21,728	60,130	-20%	-65%	177%
Brüt Kar (Zarar)	3,170	1,518	6,326	8,461	3,067	6,716	17,854	-3%	-64%	166%
Faaliyet Karı	2,191	363	5,398	7,265	1,937	3,947	14,600	-12%	-73%	270%
FVAÖK	2,224	411	5,440	7,307	1,982	4,058	14,729	-11%	-73%	263%
Net Diğer Gelir/Gider	856	4,036	1,053	1,358	1,405	1,784	3,817	64%	3%	114%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	-70	0	-70	a.d.	a.d.	a.d.
Net Fnansal Gelir / Gider	186	-1,140	-734	-1,896	-2,435	-1,671	-5,065	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-454	-198	294	562	635	-4,285	1,492	a.d.	13%	a.d.
VÖK	3,233	3,258	5,717	6,728	838	4,060	13,283	-74%	-88%	227%
Vergi Geliri (Gideri)	0	8,721	-2,507	-1,052	-644	0	-4,203	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	3,233	11,979	3,211	5,676	194	4,060	9,080	-94%	-97%	124%
Net Nakit	-2,841	-6,266	-8,372	-13,901	-48,051	-2,841	-48,051	a.d.	a.d.	a.d.
Çalışma Sermayesi	-150,660	-201,304	-171,333	-177,474	-205,587	-150,660	-205,587	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	-11,849	-4,287	-4,279	-5,291	-38,508	-23,874	-48,078	a.d.	a.d.	a.d.
Özsermaye	110,090	122,064	125,275	129,294	129,488	110,090	129,488	18%	0%	18%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	28.1%	8.5%	24.7%	33.1%	34.1%	30.9%	29.7%	6 puan	1 puan	-1.2 puan
Faaliyet Kar Marjı	19.4%	2.0%	21.1%	28.4%	21.5%	18.2%	24.3%	2.1 puan	-6.9 puan	6.1 puan
FVAÖK Marjı	19.7%	2.3%	21.3%	28.6%	22.0%	18.7%	24.5%	2.3 puan	-6.6 puan	5.8 puan
Net Kar Marjı	28.7%	67.3%	12.5%	22.2%	110.4%	87.0%	103.9%	81.8 puan	88.2 puan	16.9 puan

Kaynak: Equity RT, Garanti BBVA Yatırım

Emlak Konut Yatırımlar & Yeni Gelişmeler

Suudi Arabistan Yatırımları: Emlak Konut'un detaylarını paylaştığı 400 milyon USD proje büyüklüğüne sahip, 1014 villadan oluşan "Hayat Mekke" projesinin arsası Suudi Arabistan'daki yerel bakanlık tarafından alınmıştır. İlgili projenin Harem-i Şerif bölgesinde olduğu belirtilmiştir. Bu proje küresel piyasalardaki ilk proje olması nedeniyle Emlak Konut markasını yurt dışına taşıma özelliği bulunmaktadır. Emlak konut projede geliştirici olarak çalışacaktır. Bu proje Emlak Konut'un bilgi ve birikimini yurt dışında bir ülkeye transfer edebilmesi adına önem taşımaktadır. Suudi Arabistan'daki Hayat Mekke projesinin tüm unsurları Emlak Konut tarafından gerçekleştirilecektir. Bu aşamada kontrolü ve sahipliği Emlak Konut Türkiye altında kurulmuş Emlak Konut LCC adındaki iştirak tamamıyla Türkiye'ye bağlı olacaktır.

Arsa Alımları: Emlak konutun likit bilanço yapısı, ertelenmiş gelirleri ve alınmış siparişleri dikkate alındığında 2025 yılındaki 55.1 milyar TL değerindeki arsa alımlarına rağmen güçlü finansman yapısı ile karşılayabileceği belirtilmiştir. Bu gelecek yıllarda da Şirket'in bilançosunda bir esneklik sağlamakta aktif pasif yönetimi için olanak sağlamaktadır. Tuzla ve Bakırköy'deki proje alımlarında kredi kullanıldığı belirtilirken, ödemesi yapılmamış arsaların bulunmadığı belirtilmiştir. Bununla birlikte projelerin tamamlanma sürelerine ilişkin olarak 36 aydan 48 aya çıkarıldığı, arsa alımlarının olumlu etkisinin ise satış gelirlerinin yeni projelerle desteklenmesi yoluyla görülebileceği belirtilmiştir.

Damla Kent Projesi: Sermaye piyasalarında yenilikçi finansman modellerinden olan kira sertifikası ihracında, İstanbul'un Başakşehir'de "Damla Kent Projesi" öne çıkmaya devam ediyor. 380bin m2 arsa üzerinde geliştirilen ve 5 etaptan oluşan projede 5.569 adet bağımsız proje bölümünün inşa edilmesi öngörülmektedir. Proje kapsamında ihraca konu toplam 175 adet 1+1, 1.076 adet 2+1, 758 adet 3+1 ve 205 adet 4+1 daire bulunmaktadır. Son kapanış fiyatına göre minimum 1+1 daire tipinin fiyatı 3.7 milyon TL iken 4+1 evin fiyatı ise 12.6 milyon TL'dir. DMLKT payları arz fiyatı olan 7.59TL'ye kıyasla %40'lık bir iskonto oranı sunmaktadır. Mevcut durumda dolaşımdaki pay adedi 2.820.593.495 adettir. Bu payların ise piyasa değeri yaklaşık olarak 16.7 milyar TL'ye karşılık gelmektedir.

İştirakler & Potansiyel Halka Arzlar: Emlak Konut'un Eylül 2025 sonu itibarıyla 167.1 milyar TL net varlık değeri bulunmaktadır. Emlak Konut'un %100'üne sahip olduğu iki iştiraki Emlak Planlama İnşaat Proje Yönetimi ve Ticaret A.Ş. ile Emlak Konut Asansör Sistemleri Sanayi Ticaret A.Ş.'ye ek olarak Emlak Konut Global LCC de potansiyel halka arzlar olarak belirtildi.

Emlak Konut Asansör, gelişen şehirler ve artan mobilizasyon ihtiyacı için yeni nesil makine dairesiz asansörlerini "EKA S1" ve "EKA S2" isimleriyle satmaktadır. Aynı zamanda şirketin EKA enerji sınıfında +460 şarj soketine sahip bir elektrikli şarj istasyon ağı bulunmaktadır. 7 gün 24 saat hizmet veren şarj istasyon ağı +408 farklı aktif istasyona sahiptir. Eylül 2025 sonu itibarıyla marka değeri dahil toplam şirket değeri 8.9 milyar TL'dir. Yerlilik oranı ise %96.91'dir.

Emlak Konut Planlama (EPP)'nin ise şirket değeri 6.8 milyar TL seviyesindedir. Aktif büyüklük ise 15.3 milyar TL düzeyindedir. Şirket'in devam etmekte olan 240 adet müşavirlik projesi bulunmakta olup toplam sözleşme bedeli 426.7 milyar TL'dir.

Riskler: Emlak Konut'un faaliyetleri genel olarak makro göstergelerdeki değişime karşı az duyarlı konumdadır. Bununla birlikte, son yıllarda personel giderlerindeki artışlar ve istihdam sorunları GYO sektöründe risk unsuru olarak takip edilmektedir. Konut talebinde ani düşüşler, genel ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve ihale çarpanındaki olası zayıf görünümelerde yine risk unsurlarıdır. Bununla birlikte, EKGYO için 2026 yılı beklentileri güçlü bir yıla işaret etmektedir.

EK-2: EKGYO Güncel Beklentiler (Milyon TL)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	50,527	39,539	80,700	71,088
Satışların Maliyeti	-35,418	-31,306	-55,408	-47,840
Brüt Kar	15,109	8,233	25,292	23,248
OPEX	-6,490	-3,923	-4,850	-6,402
Operasyonel Kar	8,619	4,310	20,442	16,846
FVAÖK	8,759	4,469	20,673	17,302
Diğer Gelir/Gider	-1,728	5,820	6,331	6,272
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-13,809	-2,812	-5,993	-2,485
Vergi Öncesi Kar	-6,906	7,319	17,282	16,852
Vergi	0	8,721	-3,456	-2,528
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	-6,906	16,039	13,826	14,324
Brüt Kar Marjı	29.9%	20.8%	31.3%	32.7%
Faaliyet Kar Marjı	17.1%	10.9%	25.3%	23.7%
FVAÖK Marjı	17.3%	11.3%	25.6%	24.3%
Net Kar marjı	n.m.	40.6%	17.1%	20.1%
Satış Büyümesi	36%	-22%	104%	-12%
FVAÖK büyümesi	44%	-49%	363%	-16%
Net Kar büyümesi	-389%	-332%	-14%	4%

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	200,829	228,581	306,254	423,390
Nakit ve Nakit Benzerleri	27,633	9,918	35,922	77,832
Ticari Alacaklar	13,780	6,454	13,266	15,581
Stoklar	149,844	204,881	244,821	319,049
Diğer Dönen Varlıklar	9,572	7,328	12,245	10,929
Duran Varlıklar	17,990	24,296	24,131	34,378
Toplam Varlıklar	218,819	252,877	330,384	457,768
Kısa Vadeli Yükümlülükler	109,279	129,588	162,477	247,139
Kısa Vadeli Borçlanmalar	5,682	16,183	14,405	14,405
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	6,931	10,031	18,216	19,660
Diğer Borçlar	96,666	103,374	129,855	213,074
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,510	1,224	33,943	56,146
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,288	0	32,669	54,294
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,222	1,224	1,274	1,852
Özkaynaklar	106,030	122,064	133,965	154,483
Toplam Kaynaklar	218,819	252,877	330,384	457,768

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	8,759	4,469	20,673	17,302
İşletme Sermayesindeki değişim	-57,828	-78,820	-8,935	5,253
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	-49,068	-74,351	11,738	22,555
Yatırımlar	-476	1,229	-11,750	-2,750
Yatırım Faaliyetlerinden nakit akım	-873	-414	-11,750	-2,750
Temettü	-908	0	-1,520	-3,278
Net borçtaki değişim	-3,680	5,645	8,722	-1,077
Finansman faaliyetlerinden nakit akım	-4,588	5,645	7,202	-4,355

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	-2.2	1.4	0.5	-0.5
Net Borç/Sermaye	-0.2	0.1	0.1	-0.1
Yatırımlar/Satış gelirleri	1%	-3%	15%	4%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gel	-114.4%	-199.3%	-11.1%	7.4%
Özkaynak Karlılığı	-6.3%	14.1%	10.8%	9.9%
Yatırımlar Sermaye Getirisi	5.3%	2.6%	9.6%	6.3%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.