

ENKA İNŞAAT

Taahhüt proje büyüklüğünde rekor...

Enka İnşaat'ı hisse başına 103 TL olan 12 aylık hedef fiyatımız ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Enka için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizin nedenlerini şu şekilde özetleyebiliriz: i) küresel altyapı yatırımlarına olan güçlü talep sayesinde yeni sözleşmelerin hızlanması, ii) %45'lik getiri potansiyeline işaret eden cazip değerlendirme ve şirketin mevcut piyasa değerinin %50'sine denk gelen 5,0 milyar doları tutarındaki güçlü net nakit pozisyonu ve iii) olumsuz jeopolitik koşullara rağmen kira oranlarındaki iyileşmeyle birlikte Rusya'daki gayrimenkul operasyonlarının dayanıklılığı. Ayrıca, Türkiye'de spot elektrik piyasasındaki olası bir fiyat tavanı revizyonu, enerji sektörüne destek sağlayabilir. Son olarak, Enka uluslararası piyasalarda veri merkezi yatırımlarında daha fazla büyüme fırsatları arıyor, bununla ilgili gelişmeler de orta vadede hisseyi destekleyebilir. Enka hisseleri, yeni sözleşmelerdeki güçlü ivme, 2025'in ilk yarısında dolar bazında sırasıyla %47 ve %19'luk yıllık net kâr ve FAVÖK büyümesiyle beraber Rusya-Ukrayna savaşında olası bir barışa dair beklentiler sayesinde sene başından bu yana BIST100 endeksinin %45 üzerinde getiri sağladı.

Yeni sözleşmelerde güçlü ivme... Enka'nın taahhüt proje büyüklüğü, 2024 sonundaki 5,8 milyar dolardan, 2025'in ikinci çeyreği sonunda 8 milyar dolara yükselmiştir. Ayrıca şirket, 2025 Eylül ayında Irak'ta 1 milyar dolar değerinde bir proje ihalesi almıştır. Bu arada, 2018-2024 döneminde birikmiş iş hacmi ortalama 4 milyar dolar olmuştur. Hızlı kentleşme, eskiyen altyapılar, jeopolitik değişimler, teknolojik gelişmeler ve karbonsuzlaştırma projeleri altyapı yatırımlarına olan ihtiyacı artırmaktadır. Kuruluşundan bu yana 58 ülkede toplam 66 milyar dolarlık proje tamamlayan Enka, 68 yıllık dünya çapında deneyimiyle, küresel altyapı yatırımlarındaki güçlü büyüme potansiyelinden yararlanmak için iyi bir konumdadır.

Önümüzdeki beş yıl içinde Enka'nın yıllık ortalama 1,15 milyar dolar FAVÖK ve ortalama 1,0 milyar dolar net kâr elde etmesini bekliyoruz. Gayrimenkul sektöründeki kira getirileri ve doluluk oranlarındaki potansiyel toparlanma, artan proje siparişleri, enerji sektöründeki kapasite artışının olumlu katkısı ve doğalgaz santrallerinin karlılığındaki kademeli toparlanma ile FAVÖK'ün uzun vadede 1,5 milyar dolar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Endeksin Üzerinde Getiri
(Takip Listesine Ekleme)

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ENKAI TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	103.00
Güncel Fiyat, TL	71.20
Getiri Potansiyeli	45%
Halka Açıklık Oranı	12%
Piyasa Değeri, mn TL	427,200
Firma Değeri, mn TL	220,961

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	100,541	147,124	226,853	305,797
FAVÖK, mn TL	22,922	34,410	44,568	59,386
Net Kâr, mn TL	24,691	35,750	37,186	51,254

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-113,553	-251,320	-313,424	-392,165
Net Borç/FAVÖK	-5.0	-7.3	-7.0	-6.6

Kârlılık

FAVÖK Marjı	22.8%	23.4%	19.6%	19.4%
Net Marj	24.6%	24.3%	16.4%	16.8%
Temettü Verimi	4.1%	4.4%	4.2%	4.5%

Büyüme

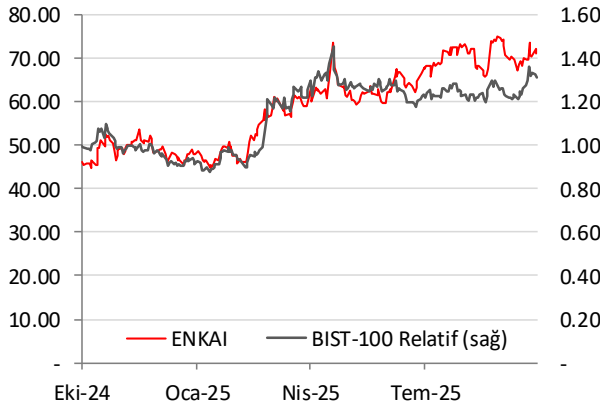
Ciro, y/y	31.1%	46.3%	54.2%	34.8%
FAVÖK, y/y	52.2%	50.1%	29.5%	33.2%
Net Kâr, y/y	45.5%	44.8%	4.0%	37.8%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	10.5	11.9	11.5	8.3
FD/FAVÖK	6.5	5.3	2.7	0.7
FD/Ciro	1.5	1.2	0.5	0.1

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-5.1%	7.1%	62.8%	53.8%
BİST-100 Relatif	2.5%	8.6%	34.6%	44.5%
AOİH, mn TL	948	947	942	1,005



Gelir Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Satış Gelirleri	76,705	100,541	147,124	226,853	305,797
Brüt Kar	15,877	25,292	37,701	50,379	68,454
Operasyonel Giderler	-3,827	-6,524	-8,251	-12,424	-16,873
Faaliyet Karı	12,049	18,768	29,450	37,955	51,582
FAVÖK	15,061	22,942	34,410	44,568	59,386
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	912	542	1,038	585	1,234
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	8,692	17,227	21,340	17,478	21,222
Finansal Gelir / (Gider)	380	-11	2,877	1,571	2,546
Parasal Pozisyon Kazancı / (Kaybı)	-734	-1,610	-1,218	-975	-487
Vergi Öncesi Kar	21,299	34,918	53,486	56,613	76,097
Vergi Geliri / (Gideri)	-3,612	-8,769	-16,067	-17,646	-22,427
Azınlık Payları	717	1,458	1,669	1,781	2,415
Net Kar	16,969	24,691	35,750	37,186	51,254
Hisse Başı Net Kar	2.82	4.10	5.94	6.18	8.51
Hisse Başı Temettü	0.40	1.89	3.14	2.97	3.17

Bilanço (milyon TL)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Dönen Varlıklar	119,155	159,723	207,721	273,169	362,646
Nakit ve Nakit Benzerleri	36,212	42,314	54,689	71,533	94,548
Finansal Yatırımlar	53,133	75,342	103,016	130,684	165,458
Ticari Alacaklar	10,694	15,495	21,874	30,456	45,798
Stoklar	8,416	13,762	12,465	18,124	25,113
Diğer Dönen Varlıklar	10,700	12,811	15,677	22,372	31,728
Duran Varlıklar	157,785	203,788	263,976	317,901	380,952
Maddi Duran Varlıklar	37,965	59,431	77,999	96,640	117,252
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	442	1,742	2,257	2,761	3,384
Kullanım Hakkı Varlıkları	1,759	1,443	1,869	2,287	2,803
Diğer Duran Varlıklar	117,619	141,173	181,851	216,213	257,513
Toplam Varlıklar	276,941	363,511	471,697	591,071	743,598
Kısa Vadeli Yükümlülükler	41,804	54,979	80,114	118,318	164,747
Finansal Borçlar	132	152	207	265	340
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	8,561	12,567	17,249	24,597	38,138
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	33,111	42,259	62,658	93,457	126,269
Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,603	25,300	31,190	36,212	42,427
Finansal Borçlar	3,455	3,950	6,016	8,170	11,128
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,148	21,350	25,174	28,042	31,299
Özkaynaklar	218,534	283,232	360,392	436,541	536,425
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	215,659	279,418	355,523	430,662	529,201
Ödenmiş Sermaye	6,022	6,022	6,022	6,022	6,022
Rezerv ve Diğer Kalemler	39,728	47,332	55,567	57,453	60,257
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	152,940	201,374	258,184	329,027	411,180
Dönem Net Karı / (Zararı)	16,969	24,691	35,750	38,160	51,742
Azınlık payları	2,874	3,814	4,869	5,878	7,224
Toplam Kaynaklar	276,941	363,511	471,697	591,071	743,598

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	10,812	15,545	44,785	43,748	58,630
Düzeltilme Öncesi Kar	17,687	26,149	37,419	39,942	54,157
Amortisman ve İtfa Payları	3,011	4,154	4,961	6,613	7,804
İşletme Sermayesindeki Değişim	598	-853	10,829	7,700	12,488
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-10,484	-13,904	-8,424	-10,506	-15,819
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-4,343	-6,424	-26,579	-26,473	-29,574
Sabit Sermaye Yatırımları	-3,069	-8,291	-9,191	-11,971	-11,943
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,274	1,867	-17,387	-14,502	-17,631
Serbest Nakit Akımı	6,469	9,121	18,206	17,275	29,056
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-3,486	-10,111	-13,259	-1,613	-8,016
Yabancı Para Çevrim Farkları ve Diğer	14,039	11,368	7,428	1,182	1,975
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	17,022	6,102	12,375	16,844	23,015
Büyüme	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Satış Gelirleri	24.1%	31.1%	46.3%	54.2%	34.8%
Brüt Kar	11.0%	59.3%	49.1%	33.6%	35.9%
Operasyonel Giderler	110.0%	70.5%	26.5%	50.6%	35.8%
Faaliyet Karı	-3.4%	55.8%	56.9%	28.9%	35.9%
FAVÖK	7.7%	52.3%	50.0%	29.5%	33.2%
Net Kar	765.2%	45.5%	44.8%	4.0%	37.8%

Karlılık	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Brüt Kar Marjı	20.7%	25.2%	25.6%	22.2%	22.4%
Operasyonel Gider Marjı	-5.0%	-6.5%	-5.6%	-5.5%	-5.5%
Faaliyet Kar Marjı	15.7%	18.7%	20.0%	16.7%	16.9%
FAVÖK Marjı	19.6%	22.8%	23.4%	19.6%	19.4%
Net Kar Marjı	22.1%	24.6%	24.3%	16.4%	16.8%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	7.9%	8.8%	10.1%	8.6%	9.7%

Rasyo Analizi	2023	2024	2025E	2026E	2027E
F / K	11.1	17.5	12.1	11.6	8.4
FD / FAVÖK	2.8	10.8	5.4	2.8	0.8
Temettü Verimi	1.3%	2.6%	4.4%	4.1%	4.4%

Borçluluk	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Konsolide Net Borç (Nakit)	-148,153	-188,954	-251,320	-313,424	-392,165
Konsolide Net Borç (Nakit) - USDmn	-5,033	-5,364	-5,808	-6,188	-6,634
Net Borç / FAVÖK	-9.8	-8.2	-7.3	-7.0	-6.6

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Enka İnşaat'ı hisse başına 103 TL olan 12 aylık hedef fiyatımız ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Enka için "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizin nedenlerini şu şekilde özetleyebiliriz: i) küresel altyapı yatırımlarına olan güçlü talep sayesinde yeni sözleşmelerin hızlanması, ii) %45'lik getiri potansiyeline işaret eden cazip değerlendirme ve şirketin mevcut piyasa değerinin %50'sine denk gelen 5,0 milyar doları tutarındaki güçlü net nakit pozisyonu ve iii) olumsuz jeopolitik koşullara rağmen kira oranlarındaki iyileşmeyle birlikte Rusya'daki gayrimenkul operasyonlarının dayanıklılığı. Ayrıca, Türkiye'de spot elektrik piyasasındaki olası bir fiyat tavanı revizyonu, enerji sektörüne destek sağlayabilir. Son olarak, Enka uluslararası piyasalarda veri merkezi yatırımlarında daha fazla büyüme fırsatları arıyor, bununla ilgili gelişmeler de orta vadede hisseyi destekleyebilir. Kuruluşundan bu yana 58 ülkede toplam 66 milyar dolarlık proje tamamlayan Enka, 68 yıllık dünya çapında deneyimiyle, küresel altyapı yatırımlarındaki güçlü büyüme potansiyelinden yararlanmak için iyi bir konumda. Enka, Engineering News Record (ENR)'ın küresel taahhüt şirketleri sıralamasında 46. sırada bulunuyor. Şirket, 2025'te toplam 3,3 milyar dolar tutarında beş yeni projeye imzaladı.

Enka hisseleri, yeni sözleşmelerdeki güçlü ivme, 2025'in ilk yarısında dolar bazında sırasıyla %47 ve %19'lük yıllık net kâr ve FAVÖK büyümesiyle beraber Rusya-Ukrayna savaşında olası bir barışa dair beklentiler sayesinde sene başından bu yana BIST100 endeksinin %45 üzerinde getiri sağladı. Enka, konsolide finansal tablolarda düşük paya sahip olan yurt içi ticaret operasyonları ve enerji segmenti dışında enflasyon muhasebesi uygulamamaktadır. Bu durum, enflasyon muhasebesi (IAS29) uygulayan diğer çoğu sektöre kıyasla şirket finansallarının analizinde karmaşıklığı ortadan kaldırmaktadır.

Enka için, tüm faaliyet segmentleri için İNA yöntemini uyguladığımız bir parçaların toplamı (SOTP) değerlemesi kullandık. Bu arada, mühendislik ve inşaat segmentinin değerlemesinde karma bir değerlendirme (%50 İNA- %50 emsal şirketler çarpan analizi) kullandık. İNA analizimiz için dolar bazlı bir değerlendirme, emsal değerlememiz için ise dolar bazlı çarpanlar kullandık. Terminal dönem için risksiz faiz oranı varsayımımızı %6,0'ya düşürürken, dolar bazlı risksiz faiz oranını %8,5 varsaydık.

Enka İnşaat Net Aktif Değeri

Faaliyet Alanı	Değerleme Yöntemi	Hedef	Ortaklık payı	milyon USD	Portföy'deki payı
		Firma Değeri			
Taahhüt	İNA ve Çarpan Analizi	4,604	100%	4,604	36%
Gayrimenkul Kiralama	İNA	2,212	100%	2,212	17%
Enerji	İNA	603	100%	603	5%
Ticaret	İNA	459	100%	459	4%
Konsolide Net Nakit				5,033	39%
Toplam Net Aktif Değer				12,912	
12A Hedef Piyasa Değeri				13,113	
Cari Piyasa Değeri				10,199	
2Ç26T USD/TL				47.32	
12A Hedef Hisse Fiyatı (TL)				103.0	
Cari Hisse Fiyatı (TL)				71.20	
Getiri Potansiyeli				45%	

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

AOSM Hesabı - USD	2025-2034	Sonsuz
Beta	0.79	0.79
Risksiz Getiri Oranı	8.5%	6.0%
Risk Primi	5.5%	5.5%
Kurumlar Vergisi Oranı	25.0%	25.0%
% Borç	10.0%	10.0%
% Özkaynak	90.0%	90.0%
Borçlanma Maliyeti	9.5%	7.0%
Özkaynak Maliyeti	12.8%	10.3%
AOSM	12.3%	9.8%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

İnşaat Faaliyetleri İNA Analizi

Milyon USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam Proje Büyüklüğü - yıl sonu	7,267	9,142	10,302	10,872	11,089	12,099	12,775	13,026	13,165	13,240
<i>Yeni proje alımları</i>	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Net Satışlar	2,567	3,125	3,840	4,430	4,784	4,990	5,323	5,749	5,862	5,924
% değişim	14.0%	21.7%	22.9%	15.4%	8.0%	4.3%	6.7%	8.0%	2.0%	1.1%
<i>Satışlar/Toplam Proje Büyüklüğü</i>	44.0%	43.0%	42.0%	43.0%	44.0%	45.0%	44.0%	45.0%	45.0%	45.0%
FVÖK	445	505	631	713	773	807	863	936	953	962
<i>FVÖK Marjı</i>	17.3%	16.1%	16.4%	16.1%	16.2%	16.2%	16.2%	16.3%	16.3%	16.2%
FAVÖK	501	562	691	775	837	873	932	1,006	1,026	1,037
<i>FAVÖK Marjı</i>	19.5%	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
<i>FAVÖK değişim</i>	22%	12%	23%	12%	8%	4%	7%	8%	2%	1%
<i>Ödenen Vergi</i>	-111	-126	-158	-178	-193	-202	-216	-234	-238	-240
Net İşletme Sermayesi	-192	-275	-339	-390	-422	-440	-469	-507	-517	-522
<i>Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar</i>	-7.5%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%
<i>Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)</i>	-30	83	64	51	31	18	30	38	10	5
<i>Yatırım Harcamaları (-)</i>	-103	-187	-192	-199	-215	-225	-240	-259	-264	-267
<i>Yatırım Harcamaları/Net Satışlar</i>	-4.0%	-6.0%	-5.0%	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-4.5%	-4.5%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	257	332	405	449	460	465	506	551	534	535
<i>İndirgeme Oranı</i>	0.94	0.84	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47	0.42	0.37	0.34
<i>SNA Bugünkü Değer (2025-2034)</i>	121	279	303	300	273	246	238	231	200	182
<i>Net Bugünkü Değer</i>	2,374									
<i>Sonsuz Büyüme Oranı</i>	4.0%									
<i>Sonsuz Değer</i>	3,250									
Makul Değer	5,624									

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Gayrimenkul Faaliyetleri İNA Analizi

Milyon USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net Satışlar	370	373	390	412	432	445	461	476	490	505
% değişim	10%	1%	4%	6%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
FVÖK	220	226	237	251	264	274	285	295	305	316
<i>FAVÖK Marjı</i>	59.5%	60.5%	60.7%	61.0%	61.3%	61.5%	61.8%	62.0%	62.3%	62.5%
FAVÖK değişim	222	228	239	253	267	276	287	297	308	318
Ödenen Vergi	60.0%	61.0%	61.3%	61.5%	61.8%	62.0%	62.3%	62.5%	62.8%	63.0%
<i>Net İşletme Sermayesi</i>	10%	3%	5%	6%	5%	4%	4%	4%	3%	3%
<i>Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar</i>	-55	-56	-59	-63	-66	-68	-71	-74	-76	-79
<i>Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)</i>	-6	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<i>Yatırım Harcamaları (-)</i>	-5	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
<i>Yatırım Harcamaları/Net Satışlar</i>	-1.4%	-2.1%	-2.1%	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	-1.6%	-1.6%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	156	163	171	182	192	199	207	215	223	230
<i>İndirgeme Oranı</i>	0.94	0.84	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47	0.42	0.37	0.34
<i>SNA Bugünkü Değer (2025-2034)</i>	74	137	128	121	114	105	98	90	83	78
<i>Net Bugünkü Değer</i>	1,029									
<i>Sonsuz Büyüme Oranı</i>	3.0%									
<i>Sonsuz Değer</i>	1,183									
Makul Değer	2,212									

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Elektrik Üretimi Faaliyetleri İNA Analizi

Milyon USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Kurulu Kapasite, MW	4,014	4,864	4,864	4,864	4,864	4,864	4,864	4,864	4,864	4,864
Kapasite Kullanımı	20%	32%	32%	33%	43%	43%	45%	45%	45%	45%
Fiyat/MWs	68	71	73	74	75	77	78	80	81	83
% değişim	9%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Net Satışlar	476	962	981	1,055	1,390	1,418	1,503	1,533	1,563	1,594
% değişim	45%	102%	2%	8%	32%	2%	6%	2%	2%	2%
FVÖK	24	14	13	16	12	11	14	12	11	10
FVÖK Marjı	5.1%	1.5%	1.4%	1.5%	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
FAVÖK	89	92	91	94	90	89	91	90	89	87
FAVÖK Marjı	18.8%	9.5%	9.3%	8.9%	6.5%	6.3%	6.1%	5.9%	5.7%	5.5%
FAVÖK değişim	335%	3%	-1%	3%	-4%	-1%	3%	-1%	-1%	-1%
Ödenen Vergi	-6	-4	-3	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-2
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	6	1	0	0	1	0	1	0	0	0
Yatırım Harcamaları (-)	-120	-50	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Yatırım Harcamaları/Net Satışlar	-25.2%	-5.2%	-1.0%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-30	39	78	80	78	76	78	77	76	75
İndirgeme Oranı	0.94	0.84	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47	0.42	0.37	0.34
SNA Bugünkü Değer (2025-2034)	-9	33	58	53	46	40	37	32	28	25
Net Bugünkü Değer	345									
Sonsuz Büyüme Oranı	0.0%									
Sonsuz Değer	259									
Makul Değer	603									

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Ticaret Faaliyetleri İNA Analizi

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Net Satışlar	312	343	371	389	409	425	442	460	478	497
% değişim	12%	10%	8%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
FVÖK	57	59	60	59	63	65	63	66	69	71
FVÖK Marjı	18.1%	17.2%	16.3%	15.3%	15.3%	15.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.4%
FAVÖK	59	62	63	62	65	68	66	69	72	75
FAVÖK Marjı	19.0%	18.0%	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
FAVÖK değişim	-7%	4%	2%	-1%	5%	4%	-3%	4%	4%	4%
Ödenen Vergi	-14	-15	-15	-15	-16	-16	-16	-16	-17	-18
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-24	-8	-7	-5	-5	-4	-5	-4	-4	-4
Yatırım Harcamaları (-)	-5	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
Yatırım Harcamaları/Net Satışlar	-1.6%	-2.3%	-2.2%	-2.1%	-2.0%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	-1.6%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	16	31	33	35	37	40	38	40	42	44
İndirgeme Oranı	0.94	0.84	0.75	0.67	0.59	0.53	0.47	0.42	0.37	0.34
SNA Bugünkü Değer (2025-2034)	7	26	25	23	22	21	18	17	16	15
Net Bugünkü Değer	191									
Sonsuz Büyüme Oranı	4.0%									
Sonsuz Değer	269									
Makul Değer	459									

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

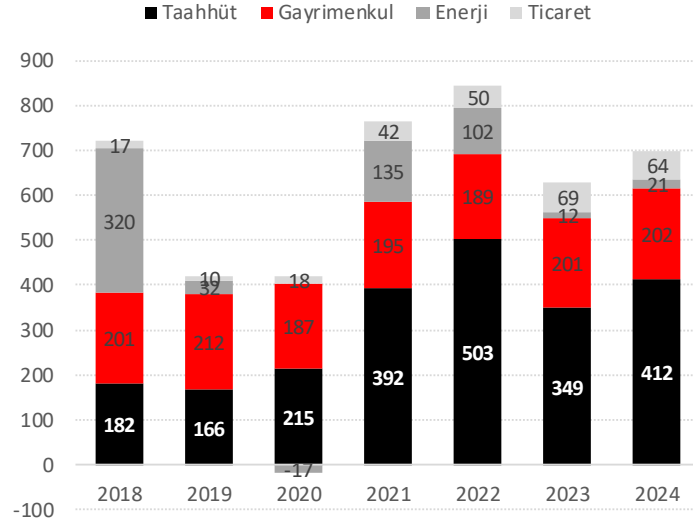
2025'te güçlü kar büyümesi... Taahhüt segmentinin ve enerji operasyonlarının artan katkısının etkisiyle 2025 yılında dolar cinsinden %25 FAVÖK büyümesi bekliyoruz. Enka, sene başından bugüne kadar mühendislik ve inşaat operasyonlarında toplam 3,3 milyar dolar değerinde yeni proje aldı, inşaat faaliyetlerindeki güçlü ivmenin altyapı yatırımlarındaki büyüme ihtiyacına paralel olarak devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, zayıf baz ve doğalgaz santrallerinin karlılığındaki toparlanma nedeniyle enerji segmentinin de 2025'te FAVÖK büyümesine katkıda bulunmasını bekliyoruz. Kiralarda hafif bir iyileşme ile Rusya gayrimenkul operasyonlarından elde edilen FAVÖK'ün bu sene dolar bazında %10 artmasını bekliyoruz. Ticaret operasyonlarında ise 2024 yılındaki kuvvetli bazdan sonra FAVÖK'te dolar bazında %7 daralma bekliyoruz. Enerji hariç Enka'nın tüm faaliyet segmentlerinde karlılık açısından öngörülebilirliğin yüksek olduğunu düşünüyoruz. Tahminlerimize göre, güçlü FAVÖK büyümesinin yanı sıra daha yüksek yatırım ve finansal gelirlerin etkisiyle, 2025 yılında dolar bazında %20, TL bazında ise %45 net kâr artışı bekliyoruz.

Enerji ve gayrimenkul faaliyetlerindeki potansiyel toparlanma ile birlikte FAVÖK'ün uzun vadede yeni bir platoya ulaşmasını bekliyoruz... Önümüzdeki beş yıl içinde Enka'nın yıllık ortalama 1,15 milyar dolar FAVÖK ve ortalama 1,0 milyar dolar net kâr elde etmesini bekliyoruz. Gayrimenkul sektöründeki kira getirileri ve doluluk oranlarındaki potansiyel toparlanma, artan proje siparişleri, enerji sektöründeki kapasite artışının olumlu katkısı ve doğalgaz santrallerinin karlılığındaki kademeli toparlanma ile FAVÖK'ün uzun vadede 1,5 milyar dolar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Bu arada, Enka'nın 2026 yılında Gürcistan projesiyle ilgili olarak 383 milyon dolar tutarında bir tazminat alması bekleniyor; ancak zamanlamayla ilgili konunun net olmamasından dolayı bu rakam şu anda tahminlerimize dahil değil.

ŞİRKET VE SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

1967 yılında kurulan Enka İnşaat, hâlihazırda mühendislik & inşaat, gayrimenkul kiralama, enerji üretimi ve ticaret alanlarında faaliyet göstermektedir. Enka'nın mühendislik ve inşaat faaliyetleri geniş bir coğrafyaya yayılmış olup, gayrimenkul faaliyetleri Rusya'da, enerji üretim faaliyetleri ise hâlihazırda Türkiye'de olup, Bulgaristan'daki güneş santrali projesi yeni tamamlanmıştır. Enka'nın fonksiyonel para birimi ABD dolarıdır. Şirket, sadece fonksiyonel para birimi TL olan enerji segmentinde ve Türkiye ile ilgili ticaret faaliyetlerinde enflasyon muhasebesi uygulamaktadır. Enka'nın 2024 yılı konsolide gelirleri ve FAVÖK'ü sırasıyla 3.064 milyon dolar (-%5 y/y) ve 699 milyon dolar (+%10 y/y) olarak gerçekleşmiştir. Şirket, 2024 yılında 752 milyon dolar (+%5 y/y) net kâr elde etmiştir. Enka'nın piyasa değeri 10 milyar dolar, net nakit pozisyonu ise 5,0 milyar dolar seviyesinde bulunmaktadır.

Enka İnşaat FAVÖK Dağılımı (milyon USD)



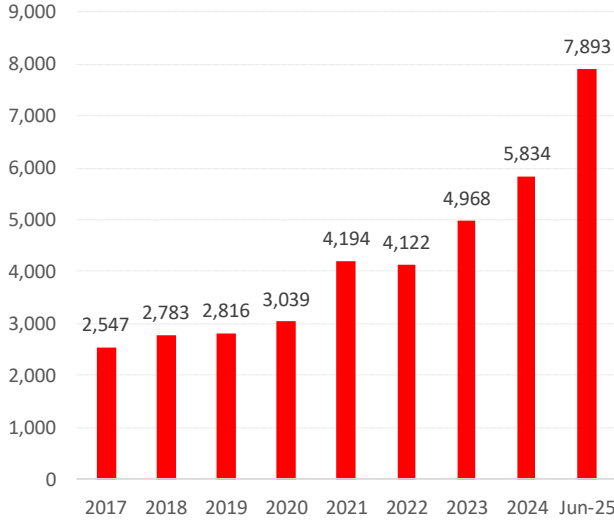
Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar

Mühendislik ve Taahhüt Faaliyetleri:

Enka, 68 yıllık dünya çapında deneyimiyle dünyanın en büyük mühendislik ve inşaat şirketlerinden biridir. Tamamlanan veya inşaatı devam eden projeler 58 ülkeyi kapsamakta olup, toplam değeri 66 milyar dolardır. Enka, petrol ve gaz tesisleri, boru hatları, petrokimya tesisleri, enerji santralleri, endüstriyel tesisler, havalimanları, liman ve açık deniz projeleri, otoyollar, köprü ve tüneller, yeni yerleşim yerleri ve konut kompleksleri alanlarında deneyime sahiptir. Enka'nın mühendislik ve inşaat hizmetleri, proje yaşam döngüsünün tamamını kapsar: mühendislik, imalat, tedarik, inşaat, devreye alma, işletme ve yönetim.

Enka'nın birikmiş iş hacmi, 2024 sonundaki 5,8 milyar dolardan, 2025'in ikinci çeyreği sonunda 8 milyar dolara yükselmiştir. Ayrıca şirket, 2025 Eylül ayında Irak'ta 1 milyar dolar değerinde bir proje ihalesi almıştır. Bu arada, 2018-2024 döneminde birikmiş iş hacmi ortalama 4 milyar dolar olmuştur.

Enka Birikmiş İş Hacmi (milyon USD, dönem sonu)



Kaynak: Enka

Taahhüt Projeleri - 2Ç25 sonu*

Ülke	USDmn	% pay
Özel Projeler	1,323	17%
Birleşik Krallık	1,167	15%
Libya	967	12%
ABD	822	10%
Irak	819	10%
Kuzey Makedonya	692	9%
Almanya	361	5%
Sırbistan	331	4%
Türkiye	245	3%
Suudi Arabistan	229	3%
Diğer	937	12%
Toplam	7,893	100%

* Eylül 2025'te Enka Irak'ta 1 milyar USD'lik yeni bir proje aldı.

Kaynak: Enka

McKinsey projeksiyonlarına göre, dünya genelinde kümülatif altyapı yatırımlarının 2040 yılına kadar 106 trilyon dolara ulaşması bekleniyor. Ulaşım ve enerji, sırasıyla 36 trilyon dolar ve 23 trilyon dolar olmak üzere en yüksek yatırım ihtiyacına sahip iki sektör. McKinsey çalışmasına göre, dijital ve sosyal altyapı yatırımları sırasıyla 19 trilyon dolar ve 16 trilyon dolar yatırım gereksinimiyle üçüncü ve dördüncü en büyük büyüme alanları. Hızlı kentleşme, eskiyen altyapılar, jeopolitik değişimler ve teknolojik gelişmeler, altyapı yatırımlarına olan ihtiyacı artırıyor. Ayrıca, klasik altyapı konseptindeki elektrik şebekeleri, yollar, limanlar, köprüler gibi yapıların yanı sıra değişen ihtiyaçlarla beraber altyapı tanımı da fiber optik ağlar, hiper ölçekli veri merkezleri ve elektrikli araç şarj istasyonları gibi teknolojiyle ilgili yapıları kapsayacak şekilde genişledi.

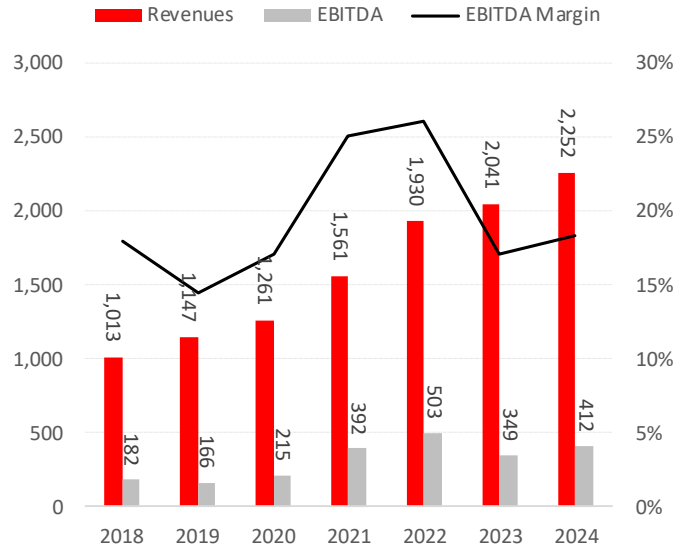
Enerji santralleri, karbonsuzlaştırma projeleri ve altyapı projelerinde hızlanan ivme sayesinde, Enka'nın yeni proje kazanımlarındaki ivmenin devam etmesini bekliyoruz. Almanya'nın altyapı ve iklim özel yatırım fonuna 500 milyar avro ayırmasının, sektördeki olumlu görünümü iyi bir örnek olduğunu düşünüyoruz.

Küresel Altyapı Yatırımlarına Etki Eden Faktörler

Ulaşım	Enerji	Dijital ve İleri Teknoloji	Sosyal	Savunma ve Diğerleri
Elektrikli araç kullanımının yaygınlaşması	Yenilenebilir enerji	Veri merkezleri	Sağlık sektörü	Savunma
Akıllı şehirler	Karbonsuzlaştırma	Yarı iletkenler, çip yatırımları	Eğitim	Havacılık ve uzay
Hafif raylı sistem/metro yatırımları	Batarya yatırımları	Biofarma	Spor	Atık ve su
Modlar-arası ulaşım ağları	İletim altyapısı			Tarım
Küresel ticaret rotalarının genişlemesi	Kapasite artışları			İmalat sanayi
	Yapay zeka kaynaklı enerji talebi			

Kaynak: Ak Yatırım, McKinsey, Hochtief

Taahhüt Faaliyetleri İlgili Veriler (milyon USD)



Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar

Enka, 2024 yılında mühendislik ve inşaat segmentinde 2.252 milyon dolar gelir (+%10 y/y) ve 412 milyon dolar FAVÖK (+%18 y/y) elde ederken %18,3'lük bir FAVÖK marjına (2023: %17,1) ulaştı. 2024'teki güçlü FAVÖK büyümesi ve marj genişlemesi, PoC (tamamlanma yüzdesi) yöntemine uygun olarak proje sonlarına doğru daha yüksek marj gerçekleşmesinden kaynaklanıyor. Bu arada, Enka, sözleşme büyüklüğündeki revizyonların ve bazı yüksek marjlı projelerin tamamlanmasının tek seferlik etkisine paralel olarak 2021 ve 2022 dönemlerinde ortalamanın üstünde güçlü marjlar kaydetmiştir. Enka, 2025 yılının ilk yarısında 235 milyon dolar FAVÖK (+%41 y/y) elde ederken %19,3'lük FAVÖK marjı, yıllık bazda 350 baz puanlık bir iyileşmeye işaret ediyor. Öte yandan, şirketin önemli miktarda yeni sözleşme imzalaması ve yeni proje başlangıçlarının genellikle marjı düşürücü etkisi olması nedeniyle, 2025'in ikinci yarısında FAVÖK marjının %19,8 olmasını bekliyoruz. İnşaat ve mühendislik faaliyetlerindeki FAVÖK marjının orta vadede %18 seviyesinde kalmasını ve 2028 ve sonrasında %17,5 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Gayrimenkul Kiralama Faaliyetleri

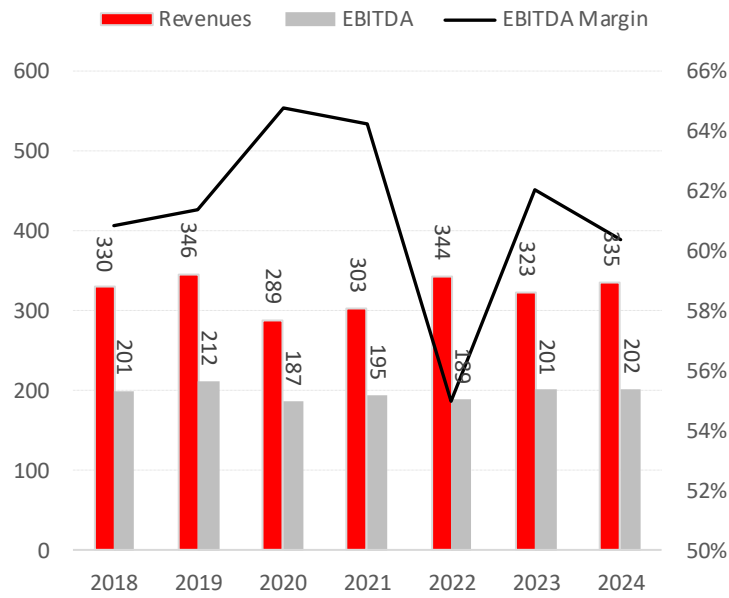
Enka, Rusya'da bulunan gayrimenkul varlıklarından kira geliri elde etmektedir. Gayrimenkul varlıklarının tamamı, St. Petersburg'da bulunan bir alışveriş merkezi hariç, Moskova'da bulunmaktadır. Şirket, 393 bin metrekarelik A sınıfı ofis alanına ve 375 bin metrekarelik perakende alanına sahiptir. Ayrıca portföyünde toplam 235 oda kapasiteli beş yıldızlı bir otel bulunmaktadır.

Gayrimenkul sektörü, Rusya-Ukrayna savaşının başlamasının ardından 2022'de bir miktar marj bozulmasına rağmen istikrarlı marjlara ve nakit akışına sahiptir. 2022'de FAVÖK marjının %55'e düştüğü dip seviyenin ardından, marjlar 2023-2024 döneminde hızla %60 seviyelerine yükselirken, FAVÖK yaklaşık 200 milyon dolar seviyesinde sabitlenmiştir. 2024 yılında gayrimenkul segmentinden elde edilen gelirler 335 milyon dolar (+%4 y/y) ve FAVÖK 202 milyon dolar (+%1 y/y) olarak gerçekleşmiş ve bu da %60,4'lük bir FAVÖK marjına denk gelmektedir. 2025'in ilk yarısında, gayrimenkul

faaliyetlerinden elde edilen FAVÖK, kira oranlarındaki kademeli toparlanma sayesinde yıllık %12 artışla 112 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Enka için değerlememizde orta/uzun vadede, %62-63'lük bir FAVÖK marjı varsayarak, kira oranlarında kademeli bir iyileşme öngörüyoruz. Olası bir Rusya-Ukrayna barışı, kira oranı varsayımlarımıza daha fazla katkı sağlayacaktır.

Enka, İstanbul/Tuzla'da 10 MW BT yük kapasiteli bir veri merkezi projesine yatırım yapıyor. Proje, ofis, veri merkezi ve yardımcı alanları içeriyor. 80-90 milyon avroluk bir yatırım gerektiren projenin 2026'nın ikinci yarısında tamamlanması bekleniyor. Gayrimenkul segmentindeki değerlememize şu anda veri merkezi yatırımlarından elde edilen geliri dahil etmedik. Bu arada Enka, uluslararası pazarlarda veri merkezi yatırımlarında daha fazla büyüme fırsatları arıyor.

Gayrimenkul Kiralama Faaliyetleri İlgili Veriler (milyon USD)



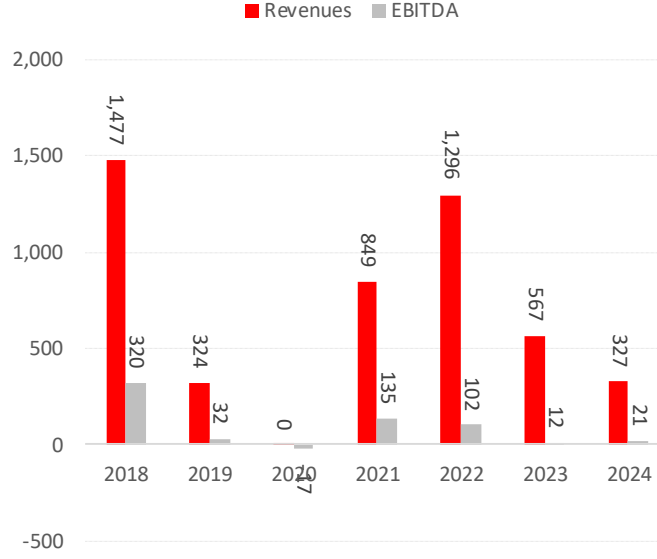
Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar

Elektrik Üretimi Faaliyetleri:

Enka, toplam kapasitesi 3.969 MW olan üç doğal gaz yakıtlı elektrik santraline sahiptir: i) Gebze santrali – 1.631 MW, ii) İzmir santrali – 1.520 MW, iii) Adapazarı santrali – 818 MW. Bu santraller başlangıçta, maliyetlerin büyük bir kısmının fiyatlara yansıtılması fırsatı sunan Yap-İşlet sistemi kapsamında inşa edildiğinden Enka için garantili bir FAVÖK rakamı sunmaktaydı. Ancak, devlet şirketiyle elektrik satış anlaşmasının sona ermesinin ardından, bu santraller 2019 yılından bu yana serbest piyasa koşullarına tabi tutulmaktadır.

Faaliyetteki santrallerin yanı sıra, Enka'nın iki kapasite artırma projesi daha bulunmaktadır: i) 2025'in dördüncü çeyreğinde faaliyete geçmesi beklenen 850 MW kapasiteli Kırklareli doğal gaz yakıtlı elektrik santrali, ii) yeni faaliyete geçen 40 MW kapasiteli Bulgaristan'daki Kameno güneş enerjisi santrali.

Enerji Üretimi Faaliyetleri İlgili Veriler (milyon USD)



Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar

Enerji segmentinin kârlılığı üzerinde 2019 sonrası baskı... Enerji segmenti, 2019 yılına kadar devam eden yap-işlet sözleşmelerinin sona ermesinden önce yılda yaklaşık 300 milyon dolar FAVÖK elde etmişti. Ancak spot piyasa fiyatlamasına geçtikten sonra doğalgaz santrallerindeki karlılığın azalması nedeniyle FAVÖK önemli ölçüde daraldı ve dalgalandı. Enka, 2024 yılında elektrik üretim segmentinden sırasıyla 327 milyon dolar (-%53 y/y) ve 21milyon dolar (+%38 y/y) gelir elde etti. Bu arada, Enka enerji segmentinde işlevsel para birimi TL olduğundan enflasyon muhasebesi uygulanıyor.

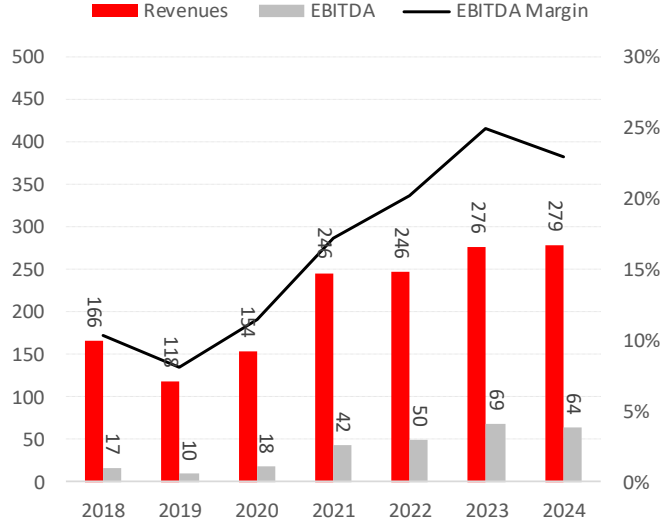
2025'in 3. çeyreğinde doğalgaz santrallerinin karlılığında toparlanma... Kuraklık, ortalamanın üzerinde sıcaklıklar, orman yangınları ve yüksek sezon talebine paralel olarak, spot elektrik fiyatları Temmuz-Ağustos döneminde artarak doğalgaz santrallerine olumlu yansıdı. Ayrıca, mevcut durumda spot piyasada 3.400 TL/MWh'lik bir fiyat tavanı bulunmaktadır. Fiyat tavanı normalde doğal gaz tarifesindeki değişikliğe göre ayarlansa da düzenleyici kurum, 2025 Nisan ayında doğal gaz tarifesindeki %25'lik artıştan bu yana fiyat tavanını sabit tutmaktadır. Fiyat tavanında olası bir yukarı yönlü revizyon, doğalgaz santrallerini daha da destekleyecektir. 2025'te zayıf fiyatlama ortamına rağmen Enka enerji segmentinde 20 milyon dolar FAVÖK elde edebildi; 2024'ün aynı döneminde bu rakam -13 milyon dolardı. Elektrik üretim kolundan elde edilen gelir ve FAVÖK, 2025'in ilk yarısında sırasıyla 214 milyon dolar (+%318 y/y) ve 37 milyon dolar (2024'ün ilk yarısı: -21 milyon dolar) oldu.

Ticaret Faaliyetleri:

Enka'nın ticaret segmentinde faaliyet gösteren ana iştiraki Enka Pazarlama, ağır iş makineleri, deniz motorları, endüstriyel motorlar ve jeneratörler gibi endüstriyel ürünler ve kaldırma ekipmanları alanında satış ve satış sonrası hizmetler sunmaktadır. Şirket, dünya lideri markaların distribütörlüğünü yapmaktadır.

Enka Pazarlama, 2024 yılında 279 milyon dolar (+%1 y/y) gelir ve 64 milyon dolar (-%7 y/y) FAVÖK elde etmiştir, bu da %23,0 (-1,9 puan) FAVÖK marjına denk gelmektedir. 2022'deki düşük faiz oranı ortamı ve 2023'teki yıkıcı depremlerin ardından yeniden yapılanma çalışmaları nedeniyle hızlanan yatırımlar, bu ortalamanın üstü güçlü marjlara yol açmıştır. Ancak, yeniden yapılanma faaliyetlerinin tamamlanmasıyla marjların 2025'ten sonra normalleşerek %16-17 seviyelerine gerilemesini bekliyoruz.

Ticaret Faaliyetleri İlgili Veriler (milyon USD)



Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar

Yatırım Geliri - Konsolide Net Gelirin Önemli Bir Kısmı:

Enka, 2025 yılının ikinci çeyreği sonu itibarıyla 180 milyar TL (4,5 milyar dolar) tutarında bir finansal yatırım portföyüne sahiptir. Yabancı devlet tahvilleri ve hisse senetleri (uluslararası piyasalar) sırasıyla %46 ve %29 ile portföydeki en büyük paya sahiptir. Enka, bu finansal yatırım portföyünden 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla 355 milyon dolar ve 435 milyon dolar yatırım geliri elde etmiştir. Bu rakamlar son iki yılda %9-10 arasında bir portföy getirisine karşılık gelmektedir. Diğer taraftan, şirketin hisse senedi ve yabancı devlet tahvili portföyünden önemli yeniden değerlendirme kayıpları kaydettiği 2022 yılında portföy getirisi -%15 olmuştur. Bu durum, Fed'in faiz artırım döngüsünün küresel hisse senedi endekslerinde düşüşe neden olmasıyla aynı zamana denk gelmektedir. 2018-2024 döneminde ortalama %4,3'lük bir portföy getirisi hesaplıyoruz. Orta-uzun vadede, Enka'nın finansal yatırımlarının ortalama portföy getirisinin %5 olacağını varsayıyoruz ancak olası bir Rusya-Ukrayna barışı, tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturabilir. Öte yandan, küresel hisse senetleri de dahil olmak üzere finansal yatırım portföyü göz önüne alındığında, küresel risk iştahını etkileyen herhangi bir haber akışı (ticaret savaşları, jeopolitik gelişmeler, Fed faiz indirimleri vb.) yatırım gelirini etkileyecektir.

FINANSALLARA İLİŞKİN BEKLENTİLER

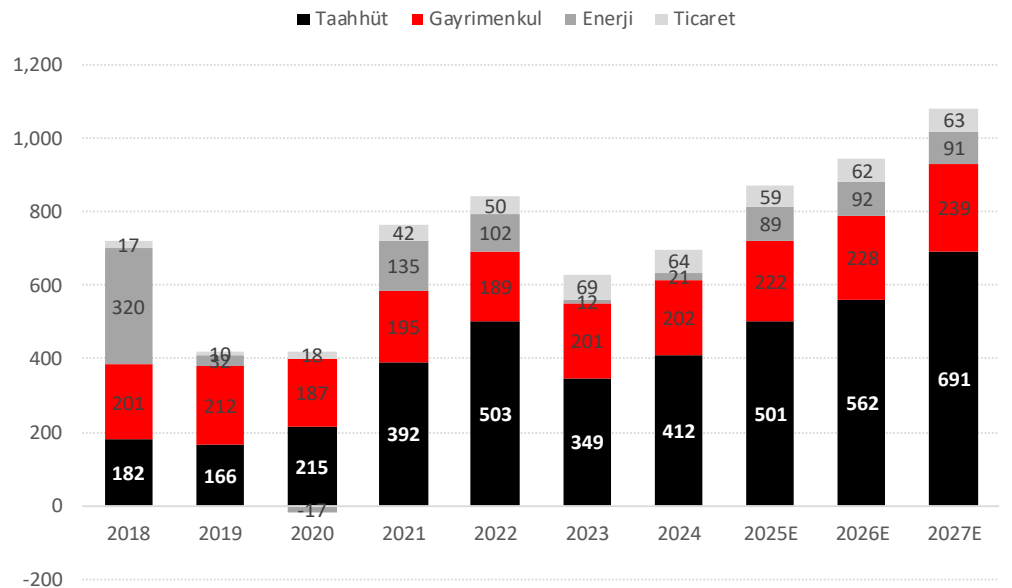
Enka'nın enerji ve yurt içi ticaret operasyonlarında işlevsel para birimi TL iken, diğer segmentlerde ABD Doları'dır. Bu nedenle şirket, bu operasyonlarda enflasyon muhasebesi uygulamaktadır. Enka, 2024 ve 2025'in ilk yarısında sırasıyla 1.610 milyon TL ve 523 milyon TL parasal pozisyon zararı kaydetmiştir.

2025'te taahhüt ve enerji operasyonlarının artan katkısının etkisiyle dolar cinsinden %25 FAVÖK büyümesi bekliyoruz... Yeni proje kazanımlarıyla taahhüt operasyonlarında öngörülen %22 FAVÖK büyümesi ve taahhüt faaliyetlerindeki FAVÖK marjında 120 baz puanlık iyileşme sayesinde konsolide bazda, Enka'nın 2025'te 871 milyon dolar (+%24 y/y) FAVÖK bildirmesini bekliyoruz. Enka, 2025 yılında mühendislik ve inşaat operasyonlarında bugüne kadar toplam 3,3 milyar dolar tutarında yeni sözleşme imzalarırken, inşaat faaliyetlerindeki güçlü ivmenin altyapı yatırımlarındaki büyüme ihtiyacına paralel olarak devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, zayıf baz ve 2025'in ikinci yarısındaki doğalgaz santrallerinin karlılığında iyileşme nedeniyle enerji segmentinin 2025 yılında FAVÖK büyümesine katkıda bulunmasını bekliyoruz. Gayrimenkul faaliyetlerinden elde edilen FAVÖK'ün, kiralardaki hafif toparlanma ile birlikte 2025 yılında dolar bazına %10 artmasını bekliyoruz. Ticari faaliyetlerde ise, 2024'teki güçlü performansın ardından FAVÖK'te dolar bazında %7 daralma bekliyoruz. Enerji hariç Enka'nın tüm faaliyet kollarında karlılık açısından öngörülebilirliğin yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Tahminlerimize göre, güçlü FAVÖK büyümesinin yanı sıra daha yüksek yatırım ve finansal gelirlerin etkisiyle, 2025'te dolar bazında %20, TL bazında ise %45 net kâr artışı bekliyoruz.

Enka, 2026 yılında Gürcistan projesiyle ilgili olarak 383 milyon dolar tutarında bir tazminat alabilir; bu olumlu bir sürpriz olabilir... Gürcistan'da sonlandırılan bir projeye ilgili olarak 2024 yılında tamamlanan uluslararası tahkim sürecinin ardından, Gürcistan hükümetinin Enka'nın iştirakine faiz dahil 383 milyon dolar tutarında tazminat ödemesine karar verildi. Tazminatın alınmasıyla ilgili zamanlama net olmadığından, bunu henüz finansal tahminlerimize dahil etmedik.

Enka İnşaat Bölümlere Göre FAVÖK ve Tahminler (milyon USD)



Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar, AK Yatırım Araştırma

Enerji ve gayrimenkul faaliyetlerindeki potansiyel toparlanma ile birlikte uzun vadede FAVÖK'ün yeni bir seviyeye ulaşmasını bekliyoruz... Önümüzdeki beş yılda Enka'nın yıllık ortalama 1,15 milyar dolar FAVÖK ve ortalama 1,0 milyar dolar net kâr elde etmesini bekliyoruz. Gayrimenkul sektöründe kira getirileri ve doluluk oranlarında potansiyel toparlanma, yeni sözleşmelerdeki ivme, enerji sektöründeki kapasite artışının olumlu katkısı ve doğalgaz santrallerinin karlılığındaki toparlanma ile FAVÖK'ün uzun vadede 1,5 milyar dolar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

4,5 milyar dolar tutarındaki finansal yatırım portföyü ve 1,1 milyar dolar tutarındaki brüt nakit miktarıyla, yatırım geliri konsolide net gelirin önemli bir parçasıdır... Yatırım geliri, şirketin bu hesapta zarar kaydettiği yıllar hariç, Enka'nın konsolide net gelirinin yaklaşık %50'sini oluşturmuştur. 2024 ve 2025'in ilk yarısında yatırım geliri, konsolide net gelirin sırasıyla %70 ve %55'ine karşılık gelirken, bu kalemin orta/uzun vadede yaklaşık %40 paya sahip olacağını öngörüyoruz.

Büyüyen net nakit pozisyonu... Enka'nın net nakit pozisyonu, 2025'in ikinci çeyreği sonunda 5,4 milyar dolar seviyesindeyken, yıl sonu net nakit pozisyonunun 5,8 milyar dolara ulaşmasını bekliyoruz. 2025'in dördüncü çeyreğinde tamamlanması planlanan Kırklareli'ndeki yeni doğal gaz yakıtlı enerji santrali yatırımı (850 MW - toplam 485 milyon dolar yatırım harcaması) ve yakın zamanda tamamlanan Kameno güneş enerjisi projesi (40 MW) dışında, Enka'nın önemli bir yatırım planı bulunmamaktadır. Buna göre, net nakit pozisyonu büyümeye devam ediyor ve projeksiyonlarımıza göre 2025 yılı sonunda 5,8 milyar dolara, 2026 yılı sonunda ise 6,2 milyar dolara ulaşacak.

Riskler... Jeopolitik ortamda yaşanacak herhangi bir bozulmanın Rusya'da doluluk ve kira oranlarının düşmesine yol açması, projelerle ilgili tamamlanma riskleri, mühendislik ve inşaat faaliyetlerinde yeni proje eklenememesi, TL'de keskin bir değer artışı, finansal yatırım portföyü göz önüne alındığında küresel risk iştahını etkileyebilecek herhangi bir haber akışı, beklenenden zayıf spot elektrik fiyatları ve düşük halka açıklık oranı (%8,4), aşağı yönlü risk faktörleri olabilir.

Eliminasyon Öncesi Bölümlere Göre Finansalların Dağılımı (milyon USD)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Gelirler	1,892	1,656	2,894	3,726	3,225	3,064	3,505	4,188	5,396
Taahhüt	1,147	1,261	1,561	1,930	2,041	2,252	2,567	3,125	3,840
Gayrimenkul	346	289	303	344	323	335	370	373	390
Enerji	324	0	849	1,296	567	327	476	962	981
Ticaret	118	154	246	246	276	279	312	343	371
FAVÖK	421	403	764	843	633	699	871	944	1,084
Taahhüt	166	215	392	503	349	412	501	562	691
Gayrimenkul	212	187	195	189	201	202	222	228	239
Enerji	32	-17	135	102	12	21	89	92	91
Ticaret	10	18	42	50	69	64	59	62	63
FAVÖK Büyümesi	-42%	-4%	90%	10%	-25%	10%	25%	8%	15%
Taahhüt	-9%	29%	82%	28%	-31%	18%	22%	12%	23%
Gayrimenkul	6%	-12%	4%	-3%	6%	1%	10%	3%	5%
Enerji	-90%	-155%	-874%	-25%	-88%	71%	335%	3%	-1%
Ticaret	-45%	85%	140%	17%	38%	-7%	-7%	4%	2%
FAVÖK Marjı	22.2%	24.3%	26.4%	22.6%	19.6%	22.8%	24.9%	22.5%	20.1%
Taahhüt	14.5%	17.1%	25.1%	26.0%	17.1%	18.3%	19.5%	18.0%	18.0%
Gayrimenkul	61.4%	64.8%	64.2%	55.0%	62.0%	60.4%	60.0%	61.0%	61.3%
Enerji	9.9%	-3658.8%	15.9%	7.8%	2.1%	6.3%	18.8%	9.5%	9.3%
Ticaret	8.1%	11.5%	17.3%	20.2%	24.9%	23.0%	19.0%	18.0%	17.0%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.