

ENKA İNŞAAT

Beklendiği gibi güçlü sonuçlar...

Enka İnşaat'ın, 3Ç25'te net karı 10,7 milyar TL (+%70 y/y) olurken piyasa beklentisi ve bizim beklentimiz olan 10,2 milyar TL'ye paralel gerçekleşti. FAVÖK ise 8,4 milyar TL (+%44 y/y) seviyesinde gerçekleşirken piyasa beklentisi (8,9 milyar TL) ve bizim tahminimiz (8,8 milyar TL) ile uyumluydu. Enerji faaliyetlerinden elde edilen FAVÖK beklentilerimizin altında kaldı, ancak daha yüksek yatırım geliri, FAVÖK'teki hafif sapmayı fazlasıyla telafi ederek daha güçlü bir net kâr rakamına yol açtı. Enka'nın işlevsel para birimi ABD Doları olduğundan enflasyon muhasebesi uygulamamaktadır.

Taahhüt faaliyetlerinden FAVÖK, yeni sözleşmelerin hızlanmasıyla dolar bazında %26'lık güçlü bir artışla 114 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Taahhüt faaliyetlerindeki FAVÖK marjı, 3Ç25'te yıllık bazda 10 baz puan düşerek %17,1'e geriledi. Enka'nın birikmiş iş hacmi, 2Ç25'teki 7,9 milyar dolar seviyesinden iyileşerek, 3Ç25 sonunda 8,7 milyar dolar seviyesine ulaştı. Irak ve Birleşik Krallık, sırasıyla %22 ve %14 ile birikmiş siparişlerde en büyük paya sahip bölgeler. **Gayrimenkul faaliyetlerindeki** FAVÖK, 3Ç25'te 60 milyon dolar seviyesinde gerçekleşirken kiralardaki toparlanma ve olumlu kur etkisi sayesinde yıllık %16 artış gösterdi. **Enerji segmentinde**, 3Ç25'te doğalgaz santrallerinde geçen seneye göre daha zayıf karlılık sebebiyle FAVÖK 12 milyon dolar seviyesinde kalarak yıllık %2 düşüş kaydetti. Sınırlı kapasite kullanımı nedeniyle enerji faaliyetlerinde karlılıkla ilgili öngörülebilirliğin düşük olduğunu hatırlatmak gerekir.

Ticaret faaliyetlerinden FAVÖK, canlı inşaat aktivitesi sayesinde yıllık %18 artışla 20 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti ve marjı 280 baz puan arttı.

Enka, 4,6 milyar dolar tutarındaki **finansal yatırım portföyünden** 184 milyon dolar yatırım geliri elde etti. Finansal yatırımlardaki yeniden değerlendirme kazançları 3Ç25'te 115 milyon dolar olarak gerçekleşti. Yabancı devlet tahvilleri ve hisse senetleri, yatırım portföyünün sırasıyla %45 ve %30'unu oluşturuyor. Enka'nın **net nakit pozisyonu**, 3Ç25 sonunda 5,8 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti (2Ç25: 5,4 milyar dolar). Enka, 2025 Ekim ayında 5,0 milyar TL (120 milyon dolar) nakit temettü dağıttı. Ayrıca, şirket, 2025 gelirlerinden 14 Ocak 2026'da 5 milyar TL tutarında bir avans temettü daha dağıtılacağını duyurdu.

Yorum ve Değerlendirme: 3Ç25 sonuçlarının hisse performansı üzerinde nötr bir etki yaratmasını bekliyoruz. Enka için 12 aylık hedef fiyatımızı değerlememizi bir çeyrek ileri götürdüğümüz için %8 artırarak 103 TL'den 111 TL'ye yükseltiyor, Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ENKAI TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	111.00 (önceki 103.00)
Güncel Fiyat, TL	77.90
Getiri Potansiyeli	42%
Halka Açıklık Oranı	12%
Piyasa Değeri, mn TL	467,400
Firma Değeri, mn TL	238,300

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	100,541	154,290	238,343	317,501
FAVÖK, mn TL	22,922	34,180	46,029	60,160
Net Kâr, mn TL	24,691	36,354	38,362	51,991

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-113,553	-254,314	-319,177	-398,688
Net Borç/FAVÖK	-5.0	-7.4	-6.9	-6.6

Karlılık

FAVÖK Marjı	22.8%	22.2%	19.3%	18.9%
Net Marj	24.6%	23.6%	16.1%	16.4%
Temettü Verimi	4.1%	4.0%	3.9%	4.2%

Büyüme

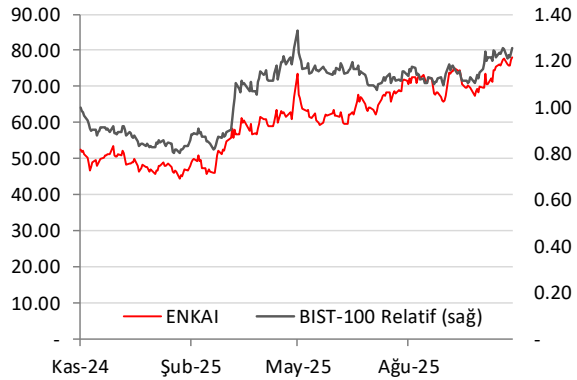
Ciro, y/y	31.1%	53.5%	54.5%	33.2%
FAVÖK, y/y	52.2%	49.1%	34.7%	30.7%
Net Kâr, y/y	45.5%	47.2%	5.5%	35.5%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	10.5	12.9	12.2	9.0
FD/FAVÖK	6.5	6.4	3.3	1.2
FD/Ciro	1.5	1.4	0.6	0.2

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	13.4%	8.6%	57.8%	68.3%
BİST-100 Relatif	12.3%	8.9%	29.2%	51.5%
AOİH, mn TL	1,061	987	962	1,012



Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	c/c	Piyasa	AK Piyasa Fark
Net Satışlar	44,603	26,940	66%	34,497	29%	39,009	37,408 14%
FAVÖK	8,409	5,848	44%	9,086	-7%	8,928	8,807 -6%
FAVÖK Marjı	18.9%	21.7%	-285 bps	26.3%	-748 bps	22.9%	23.5% -403 bps
Net Kar	10,711	6,307	70%	11,703	-8%	10,169	10,209 5%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Tahminlerde Revizyonlar

milyon TL	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	154,290	238,343	317,501	147,124	226,853	305,797
% büyüme	53%	54%	33%	46%	54%	35%
FAVÖK	34,180	46,029	60,160	34,410	44,568	59,386
FAVÖK Marjı	22.2%	19.3%	18.9%	7.5%	8.1%	7.9%
Net Kar	36,354	38,362	51,991	35,750	37,186	51,254
% büyüme	47.2%	5.5%	35.5%	44.8%	4.0%	37.8%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	5%	5%	4%			
FAVÖK	-1%	3%	1%			
Net Kar	2%	3%	1%			
Hedef Fiyat, TL		111			103	
Hedef Fiyat Değişimi		8%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Eliminasyon Öncesi Bölümlere Göre Finansalların Dağılımı

milyon USD	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	9A25	9A24	y/y
Gelirler	1,096	805	36%	891	23%	2,825	2,136	32%
Taahhüt	670	530	26%	663	1%	1,887	1,588	19%
Gayrimenkul	103	90	15%	99	4%	290	252	15%
Enerji	266	125	114%	69	287%	489	180	172%
Ticaret	79	75	5%	85	-7%	234	205	14%
FAVÖK	207	175	18%	235	-12%	622	459	36%
Taahhüt	115	91	26%	137	-16%	349	259	35%
Gayrimenkul	60	52	16%	58	3%	172	152	13%
Enerji	12	15	-21%	20	-41%	48	-5	-1171%
Ticaret	20	17	18%	20	3%	52	53	-1%
Net Kar	263	188	40%	302	-13%	681	539	26%
Taahhüt	236	243	-3%	291	-19%	609	553	10%
Gayrimenkul	46	-28	-261%	47	-3%	138	49	180%
Enerji	-14	-23	-41%	-34	-60%	-53	-73	-27%
Ticaret	11	9	24%	11	2%	28	33	-15%
FAVÖK Marjı	18.9%	21.7%	-285 bps	26.3%	-748 bps	22.0%	21.5%	54 bps
Taahhüt	17.1%	17.2%	-10 bps	20.6%	-355 bps	18.5%	16.3%	222 bps
Gayrimenkul	58.3%	57.5%	83 bps	58.4%	-5 bps	59.3%	60.1%	-81 bps
Enerji	4.5%	12.1%	-761 bps	29.7%	-2517 bps	9.9%	-2.5%	1242 bps
Ticaret	25.5%	22.7%	280 bps	23.0%	254 bps	22.4%	25.8%	-347 bps

Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar, Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	18,225	23,680	26,940	27,379	29,867	34,497	44,603	68,845	108,967
Satışların Maliyeti	13,901	17,479	20,886	19,706	21,842	25,007	35,938	52,266	82,788
Brüt Kar	4,324	6,201	6,054	7,673	8,025	9,489	8,665	16,579	26,179
Operasyonel Giderler	2,201	1,084	1,489	1,451	2,644	1,694	1,746	4,774	6,084
Faaliyet Karı	2,124	5,118	4,564	6,222	5,381	7,796	6,918	11,806	20,095
Amortisman ve İtfa Payları	855	838	1,284	1,178	1,114	1,290	1,491	2,976	3,895
FAVÖK	2,978	5,956	5,848	7,400	6,494	9,086	8,409	14,782	23,990
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	3,943	2,349	4,607	4,567	89	9,183	7,656	10,899	16,928
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	263	147	-48	157	23	190	349	363	563
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	3,634	2,521	5,059	5,310	-189	8,719	7,493	11,214	16,022
Finansal Gelir / (Gider)	200	-101	221	-351	661	391	296	320	1,347
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-155	-219	-625	-549	-406	-117	-482	-998	-1,005
Vergi Öncesi Kar	6,066	7,467	9,171	10,790	5,470	16,979	14,574	22,704	37,022
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,222	-905	-2,463	-3,892	-1,210	-4,811	-3,193	-4,589	-9,214
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-751	-742	-776	-2,099	-1,113	-1,505	-1,729	-2,269	-4,347
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-471	-163	-1,687	-1,792	-96	-3,306	-1,464	-2,321	-4,867
Vergi Sonrası Net Kar	4,844	6,562	6,708	6,898	4,260	12,167	11,381	18,115	27,808
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	153	200	402	656	396	465	670	754	1,531
Net Kar	4,692	6,362	6,307	6,242	3,864	11,703	10,711	17,361	26,278
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	-28.8%	15.6%	5.2%	76.8%	63.9%	45.7%	65.6%	12.5%	58.3%
Operasyonel Giderler	6.2%	20.3%	41.2%	192.7%	20.1%	56.3%	17.3%	43.3%	27.5%
Faaliyet Karı	-27.5%	19.2%	4.3%	205.1%	153.4%	52.3%	51.6%	17.9%	70.2%
FAVÖK	-13.9%	18.1%	18.8%	112.2%	118.1%	52.6%	43.8%	27.7%	62.3%
Net Kar	-16.0%	88.1%	52.8%	5.0%	-17.6%	83.9%	69.8%	57.5%	51.4%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Brüt Kar Marjı	23.7%	26.2%	22.5%	28.0%	26.9%	27.5%	19.4%	24.1%	24.0%
Operasyonel Gider Marjı	12.1%	4.6%	5.5%	5.3%	8.9%	4.9%	3.9%	6.9%	5.6%
Faaliyet Kar Marjı	11.7%	21.6%	16.9%	22.7%	18.0%	22.6%	15.5%	17.1%	18.4%
FAVÖK Marjı	16.3%	25.1%	21.7%	27.0%	21.7%	26.3%	18.9%	21.47%	22.02%
Efektif Vergi Oranı	20.1%	12.1%	26.9%	36.1%	22.1%	28.3%	21.9%	20.2%	24.9%
Net Kar Marjı	25.7%	26.9%	23.4%	22.8%	12.9%	33.9%	24.0%	25.2%	24.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.8%	-0.9%	-2.3%	-2.0%	-1.4%	-0.3%	-1.1%	-1.5%	-0.9%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	29.9%	3.1%	4.7%	25.4%	9.1%	17.6%	15.9%	12.0%	15.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	18.0%	17.5%	-6.0%	8.6%	-13.3%	32.1%	16.8%	9.5%	13.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	183%	12%	22%	94%	42%	67%	84%	56%	69%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	11.3%	9.0%	2.3%	9.4%	5.7%	5.0%	5.0%	7.8%	5.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	16.2%	-12.3%	-10.6%	6.7%	-9.0%	-3.5%	1.3%	-3.7%	-3.4%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	5,453	727	1,259	6,953	2,732	6,087	7,105	8,260	16,510
Düzeltilme Öncesi Kar	4,844	6,155	5,691	6,898	4,260	11,911	10,148	18,115	27,808
Amortisman ve İtfa Payları	855	838	1,284	1,178	1,114	1,290	1,491	2,976	3,895
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,959	-2,913	-2,855	1,839	-2,680	-1,208	595	-2,533	-3,758
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,206	-3,353	-2,860	-2,961	38	-5,907	-5,129	-10,298	-11,435
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,164	3,428	-2,885	-4,610	-6,700	4,992	384	-1,706	-1,885
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,058	-2,133	-622	-2,578	-1,716	-1,709	-2,232	-5,376	-6,025
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-106	5,561	-2,262	-2,032	-4,985	6,701	2,616	3,669	4,140
Serbest Nakit Akımı	3,288	4,155	-1,625	2,343	-3,968	11,079	7,489	6,554	14,625
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,765	-7,821	1,322	1,006	-943	-13,167	1,719	-10,461	-13,510
Finansal Borçlardaki Değişim	-1	-1	-1	1	-2	-17	53	-3	33
Temettü	-2,944	-8,098	971	678	-1,369	-13,718	1,074	-11,325	-15,233
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	180	278	351	327	428	568	592	866	1,691
Çevrim Farkları	2,965	713	1,617	398	4,081	3,401	2,432	6,123	10,991
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	3,489	-2,953	1,314	3,748	-830	1,313	11,641	2,216	12,106

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Dönen Varlıklar	137,430	136,107	151,159	159,723	168,200	185,722	211,118
Nakit ve Nakit Benzerleri	39,700	37,040	38,427	42,314	41,484	42,747	54,420
Ticari Alacaklar	9,176	11,328	13,652	15,495	13,309	15,917	19,793
Stoklar	11,886	12,943	15,081	13,762	15,797	18,668	19,514
Diğer Dönen Varlıklar	76,668	74,796	83,998	88,152	97,610	108,391	117,391
Duran Varlıklar	170,603	179,351	189,130	203,788	230,431	246,915	256,661
Finansal Yatırımlar	66,147	67,991	72,818	77,082	86,073	90,509	93,221
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	43,688	47,549	52,201	59,431	67,084	72,396	77,980
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	492	488	511	1,742	565	611	631
Diğer Duran Varlıklar	60,276	63,323	63,601	65,533	76,708	83,399	84,829
Toplam Varlıklar	308,033	315,458	340,289	363,511	398,631	432,637	467,779
Kısa Vadeli Yükümlülükler	48,182	48,551	52,769	54,979	56,182	65,133	69,929
Finansal Borçlar	185	196	174	152	198	221	255
Ticari Borçlar	9,560	9,646	11,752	12,567	10,535	12,344	16,596
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	38,437	38,708	40,842	42,259	45,450	52,568	53,077
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,607	19,826	22,134	25,300	28,960	34,839	38,291
Finansal Borçlar	3,653	3,956	3,859	3,950	4,893	5,418	5,417
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,954	15,870	18,275	21,350	24,066	29,421	32,873
Özkaynaklar	241,244	247,081	265,387	283,232	313,489	332,665	359,560
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	238,022	244,487	262,137	279,418	310,192	328,412	354,395
Azınlık Payları	3,222	2,594	3,250	3,814	3,297	4,253	5,165
Toplam Kaynaklar	308,033	315,458	340,289	363,511	398,631	432,637	467,779
Yatırım Sermayesi (IC)	220,335	230,063	249,267	266,371	301,163	324,978	343,686
İşletme Sermayesi	11,501	14,625	16,981	16,689	18,572	22,240	22,711
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	14%	18%	20%	17%	17%	19%	17%
Toplam Borç	3,837	4,152	4,033	4,103	5,091	5,639	5,672
Net Borç / (Nakit)	-167,531	-164,116	-177,648	-190,635	-204,639	-216,627	-240,442
Net Borç / G12A FAVÖK	-10.2	-9.5	-9.7	-8.6	-8.0	-7.5	-7.7
Net Borç / Özkaynaklar	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	16,726	14,243	18,336	20,250	21,227	16,259	29,978

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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 Internet 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.