

ENKA İNŞAAT

4Ç25 sonuçları beklentilere paralel...

Enka İnşaat 4Ç25'te piyasa beklentisi (10,2 milyar TL) ve bizim tahminimize (9,6 milyar TL) paralel olarak 9,9 milyar TL (+%35 y/y) net kar açıkladı. FAVÖK ise piyasa beklentisi (9,6 milyar TL) ve bizim tahminimize (10 milyar TL) paralel olarak 10 milyar TL (+%22 y/y) olarak gerçekleşti. Enka işlevsel para birimi dolar olduğu için enflasyon muhasebesi uygulamıyor. Net nakit, İngiltere'de 186 milyon GBP karşılığında bir ofis binası satın alınması ve 120 milyon dolarlık temettü ödemesi yapılması nedeniyle 5,8 milyar dolar seviyesinden 4Ç25 sonunda 5,5 milyar dolar seviyesine geriledi.

Taahhüt segmentinden elde edilen FAVÖK, yıllık bazda %4 düşüşle 144 milyon dolar olarak gerçekleşirken güçlü baz etkisi sonucu FAVÖK marjında 454 baz puanlık bir daralma yaşandı. Enka'nın 4Ç25 sonundaki bakiye siparişleri 8,8 milyar dolar olarak gerçekleşirken çeyreklik bazda yatay kaldı. Enka Aralık 2025'te Mozambik'te 183 milyon dolar tutarında bir enerji santrali inşaatı projesi aldığını duyurmuştu. Bakiye siparişlerde en büyük paya sahip bölgeler sırasıyla %22 ve %13 ile Irak ve İngiltere'dir.

Gayrimenkul faaliyetlerinden elde edilen FAVÖK, 4Ç25'te yıllık bazda %26 artışla 64 milyon dolar olarak gerçekleşirken muhtemelen İngiltere'deki ofis binasının eklenmesiyle marjda 253 baz puanlık bir daralma yaşandı. Sınırlı kapasite kullanımı nedeniyle karlılık açısından öngörülebilirliğinin düşük olduğunu **enerji segmenti**, 4Ç25'te 11 milyon dolar FAVÖK kaydetti ve zayıf marj ortamına paralel olarak yıllık bazda %54 düşüş gösterdi.

Ticaret segmentinden elde edilen FAVÖK, canlı inşaat faaliyetleri sayesinde yıllık bazda %54 artışla 18 milyon dolar olarak gerçekleşti.

Enka, 4Ç25'te 4,5 milyar dolar tutarındaki finansal yatırım portföyünden 5,1 milyar TL (118 milyon dolar) **yatırım geliri** elde etti. Enka'nın yatırım portföyünün %43'ü yabancı devlet tahvilleri, %31'i ise hisse senetlerinden oluşuyor. Kurumsal tahviller ve yatırım fonları ise Enka'nın portföyünde sırasıyla %14 ve %11 paya sahip bulunuyor.

Endeksin Üzerinde Getiri... Enka için değerlememizi son verilerle güncellerken Orta Doğu'daki karışıklığın ardından emsal grup çarpanlarının düşmesi nedeniyle hedef fiyatımızı %1 düşürerek 118 TL'ye indirdik. 4Ç25 sonuçları beklentilerimizle genel olarak uyumlu olduğundan, tahminlerimizde önemli bir değişiklik yok. 2025'te %50'lik bakiye sipariş artışı, güçlü karlılık ve güçlü bilanço nedeniyle Enka'yı beğenmeye devam ediyoruz. Bununla birlikte, İran geriliminin müteahhitlik faaliyetlerindeki gelir yaratımına olası etkisini yakından takip edeceğiz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	47,541	31,696	50%	44,603	7%	45,818	45,027	4%
FAVÖK	9,954	8,140	22%	8,409	18%	9,580	9,984	4%
FAVÖK Marjı	20.9%	25.7%	-474 bps	18.9%	208 bps	20.9%	22.2%	3 bps
Net Kar	9,906	7,330	35%	10,711	-8%	10,211	9,604	-3%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ENKAİ TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	118.00
Güncel Fiyat, TL	93.20
Getiri Potansiyeli	27%
Halka Açıklık Oranı	12%
Piyasa Değeri, mn TL	559,200
Firma Değeri, mn TL	333,737

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	156,507	243,213	319,796	406,941
FAVÖK, mn TL	33,944	47,988	62,469	76,662
Net Kâr, mn TL	36,183	44,031	56,844	67,252

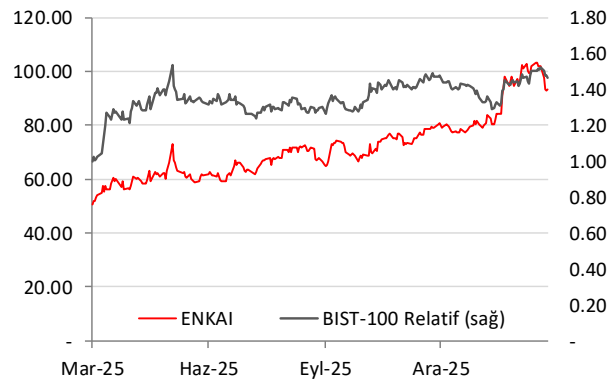
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-238,373	-324,668	-420,682	-533,958
Net Borç/FAVÖK	-7.0	-6.8	-6.7	-7.0

Kârlılık				
FAVÖK Marjı	21.7%	19.7%	19.5%	18.8%
Net Marj	23.1%	18.1%	17.8%	16.5%
Temettü Verimi	4.8%	3.9%	4.0%	5.1%

Büyüme				
Ciro, y/y	55.7%	55.4%	31.5%	27.3%
FAVÖK, y/y	48.1%	41.4%	30.2%	22.7%
Net Kâr, y/y	46.5%	21.7%	29.1%	18.3%

Değerleme Verisi				
F/K	10.9	12.7	9.8	8.3
FD/FAVÖK	4.7	5.0	2.3	0.4
FD/Ciro	1.0	1.0	0.5	0.1

Hisse Verileri				
	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-3.0%	18.1%	94.6%	19.4%
BİST-100 Relatif	0.8%	-0.6%	51.6%	2.8%
AOİH, mn TL	1,104	992	1,050	1,143



Tahminlerde Revizyonlar

milyon TL	Yeni			Eski		
	2026T	2027T	2028T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	243,213	319,796	406,941	237,251	322,932	408,065
% büyüme	55%	31%	27%	52%	36%	26%
FAVÖK	47,988	62,469	76,662	46,828	62,896	76,708
FAVÖK Marjı	19.7%	19.5%	18.8%	19.7%	19.5%	18.8%
Net Kar	44,031	56,844	67,252	41,760	55,087	64,288
% büyüme	21.7%	29.1%	18.3%	15.4%	31.9%	16.7%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	3%	-1%	0%			
FAVÖK	2%	-1%	0%			
Net Kar	5%	3%	5%			
Hedef Fiyat, TL		118			119	
Hedef Fiyat Değişimi		-1%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Eliminasyon Öncesi Bölümlere Göre Finansalların Dağılımı

milyon USD	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	2025	2024	y/y
Gelirler	1,127	919	23%	1,096	3%	3,962	3,064	29%
Taahhüt	787	659	19%	670	18%	2,683	2,252	19%
Gayrimenkul	109	83	31%	103	6%	400	335	19%
Enerji	183	144	28%	266	-31%	673	327	106%
Ticaret	74	74	1%	79	-6%	307	279	10%
FAVÖK	236	236	0%	207	14%	859	699	23%
Taahhüt	144	150	-4%	115	25%	494	412	20%
Gayrimenkul	64	51	26%	60	7%	236	202	17%
Enerji	11	24	-54%	12	-9%	59	21	187%
Ticaret	18	11	54%	20	-12%	70	64	9%
Net Kar	235	212	10%	263	-11%	916	752	22%
Taahhüt	143	155	-8%	236	-39%	747	706	6%
Gayrimenkul	111	83	34%	46	142%	253	135	87%
Enerji	-6	-14	-58%	-14	-57%	-58	-86	-33%
Ticaret	8	9	-3%	11	-23%	36	41	-12%
FAVÖK Marjı	20.9%	25.7%	-474 bps	18.9%	208 bps	21.7%	22.8%	-111 bps
Taahhüt	18.2%	22.8%	-454 bps	17.1%	114 bps	18.4%	18.3%	14 bps
Gayrimenkul	58.5%	61.1%	-253 bps	58.3%	20 bps	59.1%	60.4%	-129 bps
Enerji	5.9%	16.5%	-1060 bps	4.5%	144 bps	8.8%	6.3%	248 bps
Ticaret	23.7%	15.5%	823 bps	25.5%	-178 bps	22.7%	23.0%	-25 bps

Kaynak: Enka Finansal Dipnotlar, Ak Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	18,225	23,680	26,940	31,696	29,867	34,497	44,603	47,541	76,705	100,541	156,507
Satışların Maliyeti	13,901	17,479	20,886	22,983	21,842	25,007	35,938	36,649	60,828	75,249	119,437
Brüt Kar	4,324	6,201	6,054	8,713	8,025	9,489	8,665	10,891	15,877	25,292	37,070
Operasyonel Giderler	2,201	1,084	1,489	1,750	2,644	1,694	1,746	2,506	3,827	6,524	8,590
Faaliyet Karı	2,124	5,118	4,564	6,962	5,381	7,796	6,918	8,385	12,049	18,768	28,480
Amortisman ve İtfa Payları	855	838	1,284	1,178	1,114	1,290	1,491	1,569	3,011	4,154	5,464
FAVÖK	2,978	5,956	5,848	8,140	6,494	9,086	8,409	9,954	15,061	22,922	33,944
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	3,943	2,349	4,607	5,251	89	9,183	7,656	4,735	9,249	16,150	21,663
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	263	147	-48	180	23	190	349	-159	912	542	403
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	3,634	2,521	5,059	6,013	-189	8,719	7,493	5,065	8,692	17,227	21,087
Finansal Gelir / (Gider)	200	-101	221	-331	661	391	296	392	380	-11	1,739
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-155	-219	-625	-611	-406	-117	-482	-562	-734	-1,610	-1,567
Vergi Öncesi Kar	6,066	7,467	9,171	12,213	5,470	16,979	14,574	13,120	21,299	34,918	50,143
Vergi Geliri / (Gideri)	-1,222	-905	-2,463	-4,179	-1,210	-4,811	-3,193	-2,284	-3,612	-8,769	-11,498
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-751	-742	-776	-2,242	-1,113	-1,505	-1,729	-2,862	-4,005	-4,510	-7,209
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-471	-163	-1,687	-1,938	-96	-3,306	-1,464	578	393	-4,259	-4,289
Vergi Sonrası Net Kar	4,844	6,562	6,708	8,034	4,260	12,167	11,381	10,837	17,687	26,149	38,645
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	153	200	402	703	396	465	670	931	717	1,458	2,461
Net Kar	4,692	6,362	6,307	7,330	3,864	11,703	10,711	9,906	16,969	24,691	36,183
Büyüme (Yıllık)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	4.2%	59.0%	15.6%	50.7%	63.9%	45.7%	65.6%	50.0%	24.1%	31.1%	55.7%
Operasyonel Giderler	55.5%	65.4%	55.3%	119.5%	20.1%	56.3%	17.3%	43.2%	110.0%	70.5%	31.7%
Faaliyet Karı	6.1%	63.9%	14.7%	136.4%	153.4%	52.3%	51.6%	20.4%	-3.4%	55.8%	51.7%
FAVÖK	26.1%	61.5%	30.7%	79.5%	118.1%	52.6%	43.8%	22.3%	7.7%	52.2%	48.1%
Net Kar	23.0%	158.8%	68.0%	5.6%	-17.6%	83.9%	69.8%	35.1%	765.2%	45.5%	46.5%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	23.7%	26.2%	22.5%	27.5%	26.9%	27.5%	19.4%	22.9%	20.7%	25.2%	23.7%
Operasyonel Gider Marjı	12.1%	4.6%	5.5%	5.5%	8.9%	4.9%	3.9%	5.3%	5.0%	6.5%	5.5%
Faaliyet Kar Marjı	11.7%	21.6%	16.9%	22.0%	18.0%	22.6%	15.5%	17.6%	15.7%	18.7%	18.2%
FAVÖK Marjı	16.3%	25.1%	21.7%	25.7%	21.7%	26.3%	18.9%	20.9%	19.63%	22.80%	21.69%
Efektif Vergi Oranı	20.1%	12.1%	26.9%	34.2%	22.1%	28.3%	21.9%	17.4%	17.0%	25.1%	22.9%
Net Kar Marjı	25.7%	26.9%	23.4%	23.1%	12.9%	33.9%	24.0%	20.8%	22.1%	24.6%	23.1%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.8%	-0.9%	-2.3%	-1.9%	-1.4%	-0.3%	-1.1%	-1.2%	-1.0%	-1.6%	-1.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	29.9%	4.7%	6.3%	23.0%	9.1%	17.9%	17.0%	21.2%	14.7%	15.5%	17.0%
Serbest Nakit Akımı Marjı	18.0%	18.4%	-4.1%	8.1%	-13.3%	31.2%	17.5%	12.6%	8.4%	9.1%	13.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	183%	19%	29%	89%	42%	68%	90%	101%	75%	68%	78%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	11.3%	9.7%	3.8%	9.2%	5.7%	5.3%	5.6%	2.5%	4.0%	8.2%	4.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	16.2%	-11.3%	-10.5%	5.3%	-9.0%	-4.0%	0.7%	7.1%	0.8%	-0.8%	-0.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	5,453	1,113	1,694	7,285	2,732	6,184	7,594	10,088	11,259	15,545	26,597
Düzeltilme Öncesi Kar	4,844	6,562	6,708	8,034	4,260	12,167	11,381	10,837	17,687	26,149	38,645
Amortisman ve İtfâ Payları	855	838	1,284	1,178	1,114	1,290	1,491	1,569	3,011	4,154	5,464
İşletme Sermayesindeki Değişim	2,959	-2,664	-2,829	1,680	-2,680	-1,369	291	3,361	598	-853	-397
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-3,206	-3,622	-3,469	-3,606	38	-5,904	-5,569	-5,679	-10,037	-13,904	-17,114
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,164	3,246	-2,788	-4,717	-6,700	4,590	226	-4,113	-4,790	-6,424	-5,998
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,058	-2,306	-1,012	-2,915	-1,716	-1,812	-2,497	-1,194	-3,069	-8,291	-7,219
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-106	5,552	-1,777	-1,802	-4,985	6,402	2,723	-2,919	-1,721	1,867	1,221
Serbest Nakit Akımı	3,288	4,359	-1,094	2,567	-3,968	10,774	7,820	5,974	6,469	9,121	20,599
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-2,765	-8,053	357	350	-943	-13,224	656	-4,339	-3,486	-10,111	-17,849
Finansal Borçlardaki Değişim	-1	-1	-1	0	-2	-17	51	29	-1,788	-3	62
Temettü	-2,944	-8,345	-36	-32	-1,369	-13,801	-64	-4,934	-2,434	-11,356	-20,168
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	180	293	393	381	428	594	669	566	737	1,248	2,256
Çevrim Farkları	2,965	1,034	2,125	969	4,081	3,713	3,197	-2,497	14,039	7,092	8,494
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	3,489	-2,660	1,387	3,886	-830	1,263	11,673	-862	17,022	6,102	11,244

Bilanço (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Dönen Varlıklar	137,430	136,107	151,159	159,723	168,200	185,722	211,118	275,272
Nakit ve Nakit Benzerleri	39,700	37,040	38,427	42,314	41,484	42,747	54,420	53,558
Ticari Alacaklar	9,176	11,328	13,652	15,495	13,309	15,917	19,793	22,437
Stoklar	11,886	12,943	15,081	13,762	15,797	18,668	19,514	16,977
Diğer Dönen Varlıklar	76,668	74,796	83,998	88,152	97,610	108,391	117,391	182,301
Duran Varlıklar	170,603	179,351	189,130	203,788	230,431	246,915	256,661	217,787
Finansal Yatırımlar	66,147	67,991	72,818	77,082	86,073	90,509	93,221	25,103
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	43,688	47,549	52,201	59,431	67,084	72,396	77,980	86,522
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	492	488	511	1,742	565	611	631	642
Diğer Duran Varlıklar	60,276	63,323	63,601	65,533	76,708	83,399	84,829	105,520
Toplam Varlıklar	308,033	315,458	340,289	363,511	398,631	432,637	467,779	493,060
Kısa Vadeli Yükümlülükler	48,182	48,551	52,769	54,979	56,182	65,133	69,929	72,661
Finansal Borçlar	185	196	174	152	198	221	255	340
Ticari Borçlar	9,560	9,646	11,752	12,567	10,535	12,344	16,596	19,012
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	38,437	38,708	40,842	42,259	45,450	52,568	53,077	53,309
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18,607	19,826	22,134	25,300	28,960	34,839	38,291	40,860
Finansal Borçlar	3,653	3,956	3,859	3,950	4,893	5,418	5,417	6,567
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,954	15,870	18,275	21,350	24,066	29,421	32,873	34,293
Özkaynaklar	241,244	247,081	265,387	283,232	313,489	332,665	359,560	379,539
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	238,022	244,487	262,137	279,418	310,192	328,412	354,395	373,217
Azınlık Payları	3,222	2,594	3,250	3,814	3,297	4,253	5,165	6,322
Toplam Kaynaklar	308,033	315,458	340,289	363,511	398,631	432,637	467,779	493,060
Yatırım Sermayesi (İC)	220,335	230,063	249,267	266,371	301,163	324,978	343,686	367,181
İşletme Sermayesi	11,501	14,625	16,981	16,689	18,572	22,240	22,711	20,401
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	15%	17%	19%	17%	17%	18%	16%	13%
Toplam Borç	3,837	4,152	4,033	4,103	5,091	5,639	5,672	6,907
Net Borç / (Nakit)	-167,531	-164,116	-177,648	-190,635	-204,639	-216,627	-240,442	-238,373
Net Borç / G12A FAVÖK	-10.7	-9.1	-9.2	-8.3	-7.7	-7.3	-7.5	-7.0
Net Borç / Özkaynaklar	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	16,726	14,243	18,336	20,250	21,227	16,259	29,978	28,609

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.