

Emlak Konut

Stratejik Arsa Portföyü ile Güçlü Büyüme Hikayesi...

- Emlak Konut <EKGYO TI> için hedef fiyatımızı %47 yükselişe işaret eden 29,20 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.** Türkiye'de artan nüfus, şehirleşme eğilimleri, depreme dayanıklı konut ihtiyacı ve konut fiyatlarındaki hızlı yükseliş, kentsel dönüşüm ve kamu destekli sosyal konut projelerine olan ilgiyi sürekli yüksek tutmaktadır. Bu durum, Emlak Konut'un uzun vadeli yatırım hikayesini destekleyen en önemli yapısal faktörlerden biri olarak öne çıkıyor. Ayrıca, Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı ve TOKİ ile geliştirdiği güçlü iş birlikleri sayesinde, dönüşüm projelerinde şirketin stratejik bir oyuncu konumunda olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, stratejik arsa portföyü ve gelir paylaşım modeli sayesinde yurt içindeki faiz indirim döngüsünde Emlak Konut'un fayda sağlamasını ve gelirlerini artırmasını öngörüyoruz. Şirket, 2025T göre 6,3x F/K ve 0,6x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- Gelir Paylaşımı Modeli ile Sürdürülebilir Büyüme Hikayesi...** Emlak Konut'un herhangi bir harcama yapmadan gelir karşılığında sadece arsa sağlayarak projeye ortak olduğu Gelir Paylaşımı Modeli (GPM), şirketin büyüme stratejisinde ve finansal sürdürülebilirliğinde kritik bir rol üstlenmektedir. Bu satış modeli, arsa satışından doğrudan gelir elde etmek yerine, yüklenici firmaların geliştirdiği projelerden satış hasılatı üzerinden belirli bir orana pay alınmasına dayanıyor. Bu sayede Emlak Konut, arsa değerinin çok üzerinde, uzun vadeye yayılan ve sürdürülebilir bir gelir elde etme avantajı kazanmaktadır. Şirketin 2025 yılı itibarıyla devam eden 32 adet GPM projesi bulunmakta olup, toplam projelerden 85,8 milyar TL seviyesinde gelir elde etmeyi ve önümüzdeki beş yılda sadece bu modelden minimum 37,4 milyar TL kar elde etmesi bekleniyor. Ortalama çarpanlar incelendiğinde, ihaleye esas alınan ekspertiz değerlerinin üzerinde gerçekleşen satışlarla Emlak Konut'un payını katladığı gözlemleniyor. Modelin yarattığı çarpan etkisi 2022 yılında 5,39x seviyesine ulaşırken, 2025 yılının ilk altı ayında düzenlenen 3 ihale ile 1,83x olarak gerçekleşmiştir. Bu ihalelerden 20,1 milyar TL toplam satış geliri elde edilirken, Emlak Konut bu ihalelerden 8,8 milyar TL pay almıştır. Emlak Konut bu model sayesinde hem yüksek ölçekli projeler geliştirebilmekte hem de maliyet ve finansman risklerinden korunabilmektedir. Sürdürülebilir karlılığın teminatı olan bu iş modeli, öngörülebilir ve güvenli bir büyüme hikayesi sunuyor. Emlak Konut'un uzun vadeli yatırım cazibesini destekleyen en güçlü unsurlardan biri olarak değerlendiriyoruz.
- Stratejik Arsa Portföyü ile Güçlü Rekabet Avantajı...** Emlak Konut, Türkiye'nin farklı bölgelerine yayılmış, gelişim potansiyeli yüksek ve değerli lokasyonlarda önemli büyüklüklere sahip bir arsa portföyüne sahiptir. Bu portföy, şirketin sürdürülebilir büyümesinde ve uzun vadeli değer yaratma stratejisinin temel taşlarından birini oluşturmaktadır. 2Ç25 itibarıyla yaklaşık 4,1 milyon m2 büyüklüğünde ve 66,7 milyar TL ekspertiz değerine sahip bu portföy özellikle İstanbul, Ankara ve İzmir gibi konut talebinin yüksek olduğu büyükşehirlerde ve değer artış potansiyeli yüksek bölgelerde yer almakta olup, orta ve uzun vadede kentsel dönüşüm, altyapı yatırımları ve demografik dinamiklerden beslenerek Emlak Konut'un gelir tabanını güçlendirmesini bekliyoruz. 2025 yılı için belirlenen 5 milyar TL'lik arsa satışı, 77 milyar TL'lik bağımsız bölüm satışı ve 12 milyar TL net kar hedefleri, güçlü arsa portföyü ve yüksek çarpanlı ihale modeliyle desteklenmektedir. Emlak Konut'un geniş ve stratejik arsa portföyü sayesinde konut projelerinden fayda sağlamasını ve bu sayede önümüzdeki yıllarda gelirlerini artırmasını öngörüyoruz.
- Emlak Konut'u <EKGYO TI> 29,20 TL/hisse hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.** Emlak Konut <EKGYO TI> için hedef fiyatımızı %47 yükselişe işaret eden 29,20 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Emlak Konut değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) yöntemine dayanan "Parçaların Toplamı" (SOTP) yaklaşımını kullandık. Ayrıca Emlak Konut, 1 Ekim 2025 itibarıyla BIST Katılım Endeksi'ne de dahil edilmiştir.
- Riskler.** i) konut arz ve talep dengesizlikleri, ii) inşaat maliyetlerindeki artışlar, iii) yüksek faiz ve enflasyon oranları, iv) mevzuat ve yasal düzenlemelerdeki değişiklikler olarak sıralanabilir.

"AL"

Hedef Fiyat: 29,20 TL

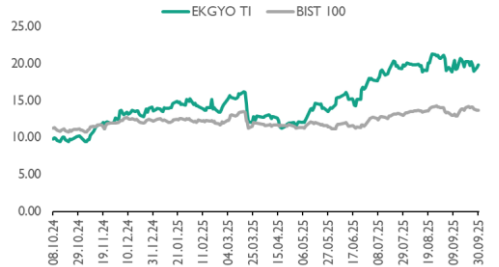
Getiri Potansiyeli : %47

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	EKGYO TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	29.20
Kapanış (TL/hisse)	19.87
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (milyon TL)	75,506
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,819
Firma Değeri (milyon TL)	89,407
Sermaye (milyon TL)	3,800
Halka Açıklık Oranı (%)	48.35

Tahminler, TLmn	2023	2024	2025T
Net Satış Gelirleri	41,142	31,899	66,300
Büyüme (%)	94%	-22%	108%
FAVÖK	6,659	4,822	16,148
Büyüme (%)	118%	-28%	235%
Net Kar	-5,882	13,197	11,955
Büyüme (%)	a.d.	a.d.	-9%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	16.2%	15.1%	24.4%
Net Kar Marjı	-14.3%	41.4%	18.0%
Borçluluk			
Net Borç	-16,408	5,350	14,026
Net Borç /FAVÖK	-2.46	1.11	0.87
Değerleme Çarpanları			
F/K	a.d.	3.9	6.3
PD/DD	0.3	0.5	0.6
FD/FAVÖK	2.4	11.3	5.5

* FAVÖK = (Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



Finansal Görünüm – TL

milYon TL	2023	2024	2025T
Gelir Tablosu			
Net Satış Gelirleri	41,142	31,899	66,300
Brüt Kar	12,263	8,606	20,553
Operasyonel Giderler	5,779	4,008	4,840
FVÖK	6,484	4,598	15,713
Amortisman	175	223	435
FAVÖK*	6,659	4,821	16,148
FAVÖK**	5,569	9,363	19,781
Diğ. Gelir/Gider (net)	-1,090	4,542	3,633
Yat. Fal. Gel. (net)	10	-1	0
Finansal Gelir/Gider (net)	-11,500	-2,611	-2,742
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-6,096	6,528	16,605
Vergi (-)	214	6,669	-4,649
Net Kar	-5,882	13,197	11,955
Bilanço			
Dönen Varlıklar	42,470	25,106	36,920
Nakit ve Nakit Benzerleri	22,908	9,662	10,698
Finansal Yatırımlar	0	67	74
Ticari Alacaklar	11,415	7,210	16,348
Diğer Dönen Varlıklar	8,147	8,166	9,800
Duran Varlıklar	11,007	18,862	20,748
Toplam Varlıklar	53,477	43,967	57,668
Kısa Vadeli Yükümlülükler	89,843	126,071	125,314
Finansal Borçlar	4,668	15,057	19,574
Ticari Borçlar	5,878	8,732	18,800
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	79,297	102,282	86,940
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,925	1,220	6,444
Finansal Borçlar	1,832	23	5,224
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,093	1,197	1,221
Toplam Yükümlülükler	92,767	127,291	131,758
Özkaynaklar	82,629	111,777	125,191
Ödenmiş Sermaye	3,800	3,800	3,800
Toplam Kaynaklar	175,396	239,068	256,949
Büyüme			
Net satış gelirleri	94%	-22%	108%
Brüt Kar	141%	-30%	139%
FVÖK	118%	-29%	242%
FAVÖK	118%	-28%	235%
Net kar	a.d.	a.d.	-9%
Marjlar			
Brüt Kar Marjı	30%	27%	31%
Esas Faaliyet Kar Marjı	16%	14%	24%
FAVÖK Marjı	16%	15%	24%
Net Kar Marjı	-14%	41%	18%
Net Borç***	-16,408	5,350	14,026
Net borç /FAVÖK (x)	-2.5	1.1	0.9
Net borç /Özsermaye (x)	-0.2	0.0	0.1
Değerleme Çarpanları			
F/K (x)	a.d.	3.9	6.0
FD/FAVÖK (x)	2.4	11.3	5.3
FD/S (x)	0.4	1.7	1.3
PD/DD	0.3	0.5	0.6

* FAVÖK =(Brüt Kar - Operasyonel Giderler + Amortisman)

** Şirket hesaplamasına uygun FAVÖK =(Brüt Kar- Operasyonel Giderler+Amortisman+ Diğer gelir/gid

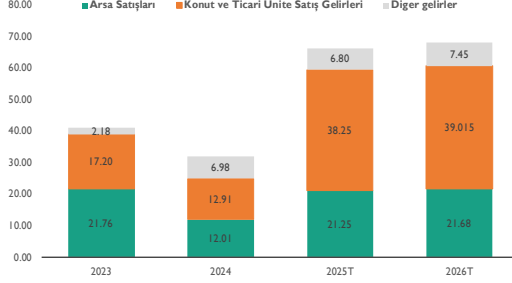
*** Net Borç = Toplam Borç – (Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar)

Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

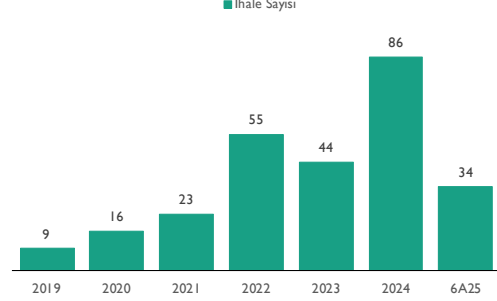


Grafikler

Grafik 1: Gelir Kırılımı (milyar TL)

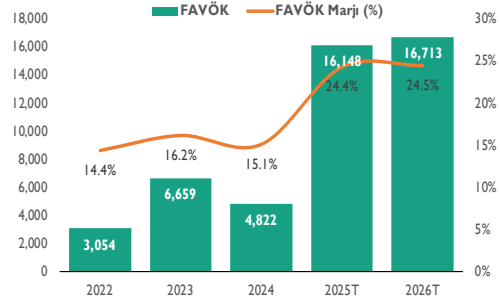
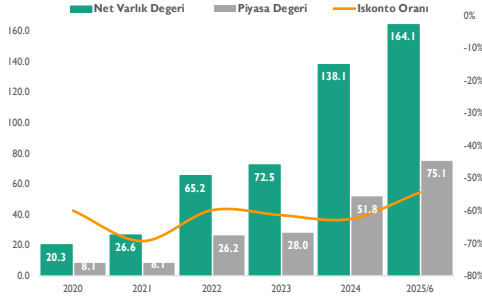


Grafik 2: İhale Gelişimi



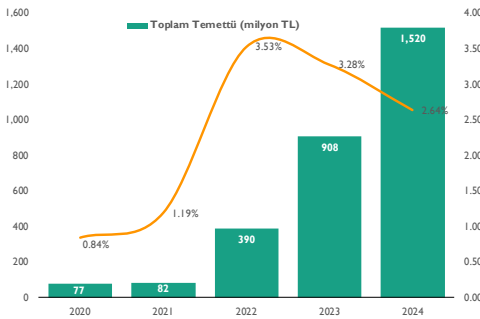
Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 3: Net Varlık Değeri, Piyasa Değeri ve İskonto O. Grafik 4: FAVÖK ve FAVÖK Marjı (%) – milyon TL

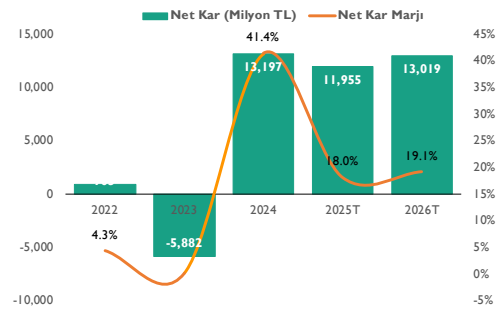


Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 5: Temettü ve Temettü Verimi (%)



Grafik 6: Net Kar ve Net Kar Marjı (%) – milyon TL



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

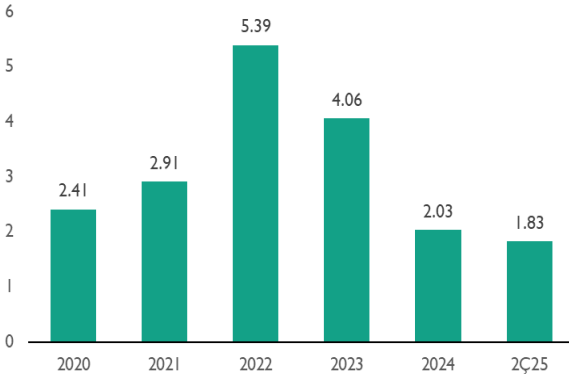
Gelir Paylaşımı Modeli ile Sürdürülebilir Büyüme Hikayesi...

Emlak Konut, Türkiye gayrimenkul sektöründe güçlü marka algısı, yenilikçi iş modelleri ve TOKİ işbirliğiyle sağladığı stratejik arsa tedarik avantajı sayesinde ön plana çıkmaktadır. Şirketin bu iş modelleri arasında büyüme stratejisinin merkezinde yer alan ve uzun yıllardır başarıyla uyguladığı Gelir Paylaşımı Modeli (GPM) bulunmakta olup, bu model Emlak Konut'a yüksek ölçekli ve sürdürülebilir gelir yaratma kapasitesi kazandırmaktadır.

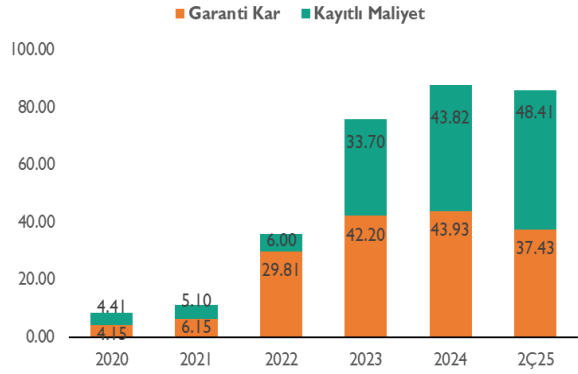
Şirket, Gelir Paylaşımı Modeli (GPM) kapsamında herhangi bir finansman veya inşaat maliyetine katlanmadan arsa sağlayarak projeye ortak olmakta, yüklenici firmalar ise imar, inşaat, pazarlama ve satış süreçlerini üstlenmektedir. Böylece şirket, sadece arsa tahsis ile projelerden satış hasılatı üzerinden önemli oranlarda gelir elde etmektedir. Emlak Konut ise projeyi denetler ve ön satışlardan elde edilen nakit akışını kontrol etmektedir.

Bu satış modeli Emlak Konut, arsa değerinin çok üzerinde, uzun vadeye yayılan ve sürdürülebilir bir gelir elde etme avantajı kazanmaktadır. 2025 yılı ilk yarısı itibarıyla devam eden 32 adet GPM projesi bulunan Emlak Konut, bu projelerden toplam 85,8 milyar TL seviyesinde gelir elde etmeyi ve önümüzdeki beş yılda sadece bu modelden minimum 37,4 milyar TL kar elde etmeyi hedefliyor. Ortalama çarpanlar incelendiğinde, ihaleye esas alınan ekspertiz değerinin üzerinde gerçekleşen satışlarla Emlak Konut'un payını katladığını gözlemliyoruz. Örneğin, 2025 yılının ilk altı ayında düzenlenen üç ihaleden 20,1 milyar TL satış geliri sağlanmış, Emlak Konut bu ihalelerden 8,8 milyar TL pay alarak güçlü bir değer yaratımını ortaya koymuştur. Modelin yarattığı çarpan etkisi 2022 yılında 5,39x seviyesine ulaşırken, 6A25'te düzenlenen 3 ihale ile 1,83x olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 7: GPM Proje Çarpan Gelişimi (x)



Grafik 8: GPM Gelir ve Kar Beklentileri (milyar TL)



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

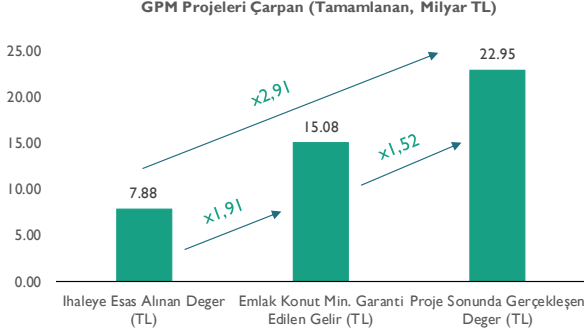
GPM konjonktüre bağlı dalgalanmalar gösterebilse de modelin esnek yapısı sayesinde Emlak Konut'a sürdürülebilir nakit akışı, güçlü net varlık değeri katkısı ve temettü potansiyeli açısından stratejik bir kaldıraç işlevi gördüğünü ortaya koymaktadır. Projelerin satış başarısı doğrudan Emlak Konut'un gelirini artırdığı için şirket, kalite kontrolünü sıkı şekilde sürdürüyor ve sektörde güvenilir bir marka algısı yaratıyor. TOKİ ile yapılan yeni protokoller gibi genişleme adımları, GPM'in şirketin gelecekteki büyümesinde daha fazla pay alacağını düşünüyoruz.

Muğla Bodrum Ortakent projeleri modelin yalnızca İstanbul değil farklı bölgelerde de yaygınlaşabileceğini işaret ediyor. Yılın ilk yarısında gerçekleştirilen stratejik arsa alımları ve yakın zamanda sözleşmesini imzalanan İstanbul Esenler Atışalanı 2. Etap gibi değerli lokasyonlarda yüksek çarpanlarla sonuçlanan yeni GPM ihaleleri, bu portföyü dinamik tutma ve değer yaratma kabiliyetinin en güncel örnekleri olarak karşımıza çıkıyor.

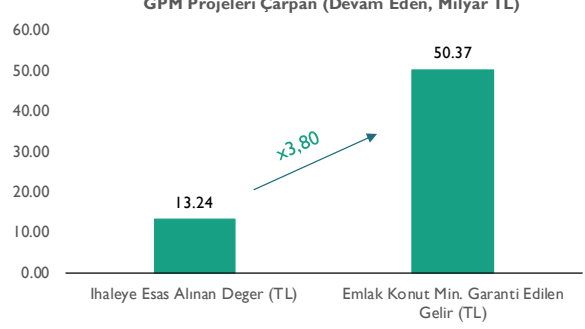


Yatırım Teması

Grafik 9: Tamamlanan Çarpan Gelişimi



Grafik 10: Devam Eden Çarpan Gelişimi



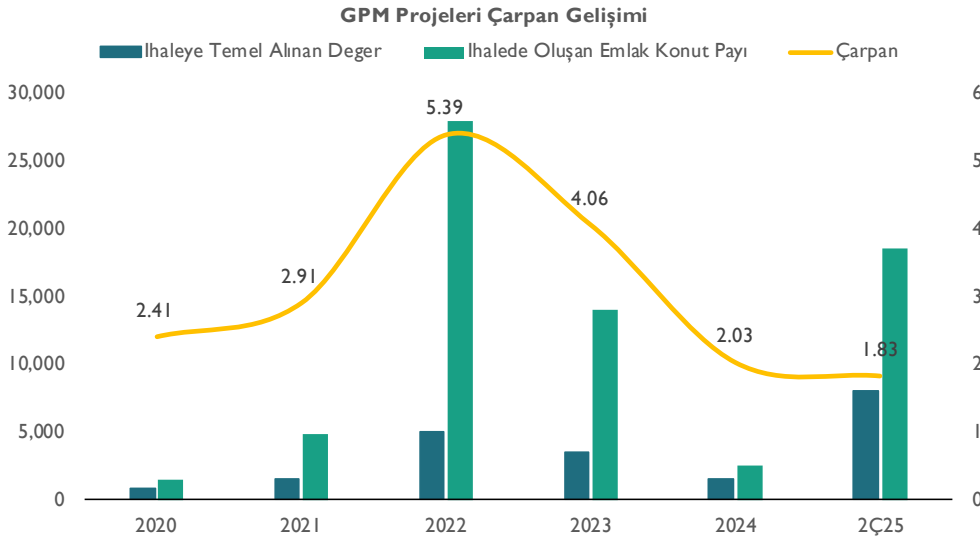
Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Emlak Konut, 2025 yılı içerisinde dinamik proje geliştirme faaliyetlerine devam etmeyi ve portföyünü yeni, karlı ve stratejik öneme sahip projelerle zenginleştirmeyi hedeflemektedir.

Bu kapsamda, **İstanbul'da** Esenyurt Çınar Mahallesi ve Eyüpsultan Kemerburgaz bölgelerinde, konut ve karma kullanıma uygun potansiyel projeler için GPM ihaleleri düzenlemeyi hedeflemektedir. **İzmir'de** Çeşme Musalla ve Ovacık mahallelerinde turizm ve ikinci konut potansiyeli yüksek olduğu için GPM planlamaktadır. Muğla'da ise Ortakent bölgelerinde yaşam alanları geliştirmek amacıyla GPM ihaleleri hedefleniyor. Emlak Konut, bu projelerle farklı coğrafi bölgelerdeki ve pazar segmentindeki varlığını güçlendirmeyi amaçlıyor.

Özetle, Emlak Konut'un Gelir Paylaşımı Modeli (GPM), sermaye gerektirmeyen yapısı, yüksek çarpan etkisi, güçlü nakit akışı yaratma kabiliyeti sayesinde şirket için cazip bir büyüme hikayesi sunmaktadır. Şirketin stratejik arsa tedariki, güçlü marka algısı ve farklı bölgelerdeki projelerle ölçek büyütme potansiyeli dikkate alındığında, önümüzdeki yıllarda hem finansal sürdürülebilirlik hem de piyasa değerinde artış potansiyeli dikkat çekmektedir.

Grafik 11: Gelir Paylaşım Modeli (GPM) Çarpan Gelişimi



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

Tablo 1: Devam Eden Gelir Paylaşım Modeli (GPM) Projeleri

PROJE İSMİ	DEVAM EDEN GELİR PAYLAŞIM PROJELERİ		
	EMLAK KONUT MİN. GARANTİ EDİLEN GELİR	KAYITLI MALİYET	MİN. GARANTİ EDİLEN KAR
BARBAROS 48	1,243,874,419	413,594,096	830,280,323
CER İSTANBUL	1,204,849,052	239,325,295	965,523,757
EVORA İZMİR	1,063,559,475	41,775,092	1,021,784,383
MERKEZ ANKARA	5,002,146,233	3,820,600,144	1,181,546,089
NİDAPARK KÜÇÜKYALI	4,709,809,607	3,768,037,327	941,772,280
YENİ LEVENT	3,975,722,085	1,331,645,941	2,644,076,144
2025 TOPLAM	17,199,960,871	9,614,977,895	7,584,982,976
ALL SANCAK	186,236,704	72,789,410	113,447,294
ANKARA ÇAYYOLU 2. ETAP PROJESİ	379,124,983	204,000,158	175,124,825
ATAŞEHİR KÜÇÜKBAKKALKÖY PROJESİ	1,437,023,535	388,514,597	1,048,508,938
AVRASY KONUTLARI CADDE	1,856,850,186	1,506,366,629	350,483,557
BATİ YAKASI 1. ETAP	365,094,979	200,778,813	164,316,166
EBRULİ KAYAŞEHİR	2,019,482,953	1,140,639,716	878,843,237
İSTANBUL BAŞAKŞEHİR KAYABAŞI 10. ETAP PROJESİ	1,727,724,448	362,984,742	1,364,739,706
MAJÖR GÖLYAKA	1,941,377,629	1,041,952,651	899,424,978
NEXT LEVEL İSTANBUL	5,728,120,999	1,863,901,152	3,864,219,845
NEXT LEVEL BODRUM	4,387,764,521	781,805,253	3,605,959,268
NİDAPARK İSTİNYE	10,111,666,994	7,670,671,346	2,440,995,648
2026 TOPLAM	30,140,467,931	15,234,404,467	14,906,063,462
VADİ PANORAMA	3,030,356,532	1,667,654,904	1,362,701,628
BATİ YAKASI 2. ETAP	1,617,032,748	2,014,398,180	-397,365,432
ESENLER ATIŞALANI 1. ETAP PROJESİ	1,665,434,505	1,413,332,338	252,102,167
ESENLER ATIŞALANI 2. ETAP PROJESİ	1,919,090,433	1,173,335,603	745,754,830
FUA DENİZ PARK	3,081,033,078	1,486,974,344	1,594,058,734
MUĞLA MİLAS MEŞELİK	493,469,939	252,717,320	240,752,619
NEZİHPARK BAĞÇEKENT	1,277,657,716	473,366,907	804,290,809
PARK YAŞAM ANTALYA	1,976,258,405	422,751,681	1,553,506,724
REFERANS ÜMRANIYE	2,515,788,162	1,701,372,899	814,415,263
SENFONİ ETİLER	3,124,554,682	1,838,046,892	1,286,507,790
TUAL GÖLYAKA	2,315,892,726	964,406,954	1,351,485,772
2027 TOPLAM	23,016,568,926	13,408,358,022	9,608,210,904
GÖLYAKA İSTANBUL	3,267,571,442	1,049,544,948	2,218,026,494
HAYAT FLORA 1	2,923,349,491	2,484,873,662	438,475,829
HAYAT FLORA 2	3,575,481,301	4,268,129,135	-692,647,834
PARKYAŞAM ÇINARKÖY	5,724,011,520	2,353,283,453	3,370,728,067
2028 TOPLAM	15,490,413,754	10,155,831,198	5,334,582,556
TOPLAM	85,847,553,318	48,413,571,582	37,433,839,898

Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

Stratejik Arsa Portföyü ile Güçlü Rekabet Avantajı...

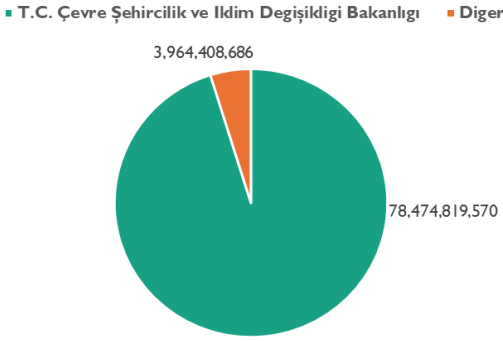
Gayrimenkul sektöründe şirketlerin uzun vadeli büyüme potansiyelini belirleyen en kritik faktörlerden biri sahip oldukları arsa portföyüdür. Çünkü arsa, yalnızca yeni projelerin temel girdisi değil aynı zamanda enflasyona karşı korunma sağlayan değerli bir varlık sınıfıdır. Emlak Konut, Türkiye'nin farklı bölgelerine yayılmış, gelişim potansiyeli yüksek ve değerli lokasyonlarda önemli büyüklüklere sahip bir arsa portföyüne sahiptir. Bu portföy, şirketin sürdürülebilir büyümesinde ve uzun vadeli değer yaratma stratejisinin temel taşlarından birini oluşturmaktadır. Türkiye'de özellikle büyükşehirlerde arsa kıtlığı artarken, Emlak Konut GYO'nun sahip olduğu geniş ve stratejik olarak konumlanmış arsa portföyü, şirketi rakiplerinden ayıştıran en güçlü avantajlardan birini oluşturmaktadır.

2Ç25 itibarıyla yaklaşık 4,1 milyon m2 büyüklüğünde ve 66,7 milyar TL ekspertiz değerine sahip bu portföy özellikle İstanbul, Ankara ve İzmir gibi konut talebinin yüksek olduğu büyükşehirlerde ve değer artış potansiyeli yüksek bölgelerde yer almakta olup, orta ve uzun vadede kentsel dönüşüm, altyapı yatırımları ve demografik dinamiklerden beslenerek Emlak Konut'un gelir tabanını güçlendirmesi bekliyoruz.

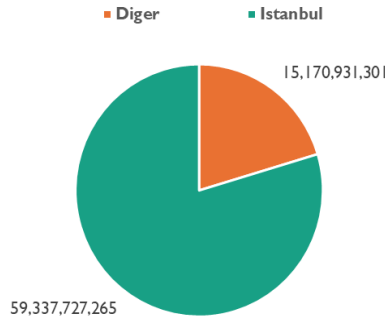
Bu stratejik arsa portföyü Emlak Konut'a hem konut hem de karma kullanım projelerinde önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Ayrıca, bu portföy gelecekteki projeler için güçlü bir temel oluşturmakta, yeni arsa tedarikinde maliyet ve zaman baskısını azaltırken, karlı projeler geliştirme potansiyelini artırmaktadır. Emlak Konut, arsa temini konusunda ise stratejik bir yaklaşım izlemektedir. T.C. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı ve TOKİ ile yapılan iş birliği sayesinde, piyasa değeri üzerinden gerçekleştirilen herhangi bir ihale sürecine dahil edilmeksizin arsa temin edebilmesi önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Emlak Konut, bu büyüme strateji çerçevesinde İstanbul Esenler Atışalanı bölgesinde önemli arazi alımları gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, Esenler Atışalanı'nda toplam 75,3 bin m² büyüklüğündeki arsalar, 2,9 milyar TL bedelle satın alınmıştır. Bu yatırımın bölgedeki potansiyeli değerlendirerek yeni projeler geliştirme hedefi yönelik önemli bir adımdır. Ayrıca, aynı bölgede yer alan bir diğer arazi için de 6,9 milyar TL bedelle bir satın alma protokolü imzalanmıştır.

Grafik 12: Arsa Alımı 2003- 2024



Grafik 13: Şehirlere Göre Ekspertiz Değeri (TL)



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

Yine son dönemde T.C. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı (Altyapı ve Kentsel Dönüşüm Hizmetleri Başkanlığı) ile İstanbul Ataşehir Küçükbakkalköy Mahallesi'nde yer alan 23,4 bin m² büyüklüğündeki bir taşınmazın KDV hariç 2,6 milyar TL bedel üzerinden satın alınmasına yönelik bir ek protokol imzalanarak portföy güçlendirme çalışmaları devam etmiştir.

Şirketin Esenler ve Fikirtepe gibi stratejik lokasyonlarda gerçekleştirdiği arsa yatırımları, portföy değerini artırarak gelecekteki projeler için önemli bir stok avantajı yaratmaktadır. 2025 yılı için belirlenen 5 milyar TL'lik arsa satışı, 77 milyar TL'lik bağımsız bölüm satışı ve 12 milyar TL net kar hedefleri, güçlü arsa portföyü ve yüksek çarpanlı ihale modeliyle desteklenmektedir. Emlak Konut'un geniş ve stratejik arsa portföyü sayesinde konut projelerinden fayda sağlamasını ve bu sayede önümüzdeki yıllarda gelirlerini artırmasını öngörüyoruz.

Tablo 2: İhale Edilmemiş Arsalar Portföyü

İHALE EDİLMEMİŞ ARSALAR PORTFÖYÜ			
ARSALAR	M ²	KAYITLI MALİYET	EKSPERTİZ DEĞERİ
İSTANBUL ARNAVUTKÖY PARSELLERİ	895,814	1,030,791,382	1,229,307,000
İSTANBUL ATAŞEHİR PARSELLERİ	2,381	1,331	106,168,855
İSTANBUL BAŞAKŞEHİR İKİTELLİ PARSELLERİ	50,843	183,746,630	358,471,204
İSTANBUL BAŞAKŞEHİR TATARCIK PARSELLERİ	39,755	585,478,110	1,188,495,885
İSTANBUL ÇEKMEKÖY - TAŞDELEN PARSELLERİ	17,683	185,076,024	242,742,617
İSTANBUL ESENLER PARSELLERİ	733,670	32,880,333,307	28,985,367,241
İSTANBUL KARTAL PARSELLERİ	18,325	669,866,697	565,113,350
İSTANBUL KÜÇÜKÇEKMECE HALKALI PARSELLERİ	212,131	9,785,980,722	8,426,545,390
İSTANBUL SARIYER PARSELLERİ	1,156	22,889,336	14,022,105
İSTANBUL TUZLA PARSELLERİ	27,263	107,503,136	154,156,945
İSTANBUL AVCILAR PARSELLERİ	478,850	6,777,935,804	9,450,634,738
İSTANBUL EYÜP KEMERBURGAZ PARSELLERİ	5,492	65,679,097	64,795,897
İSTANBUL EYÜPSULTAN MİTHATPAŞA PARSELLERİ	29,766	1,085,942,673	2,558,705,866
İSTANBUL TOPLAM	2,513,129	53,381,224,249	53,344,527,092
İZMİR SEFERİHİSAR PARSELLERİ	9,670	138,104,587	116,676,798
İZMİR URLA PARSELLERİ	52,998	571,156,340	486,494,936
MUĞLA BODRUM PARSELLERİ	491,739	5,476,823,966	6,858,566,295
MUĞLA MİLAS PARSELLERİ	49,043	241,092,925	237,826,955
NEVŞEHİR PARSELLERİ	25	108,264	86,000
TEKİRDAĞ ÇORLU PARSELLERİ	35,923	126,677,796	170,188,147
ANTALYA ALANYA PARSELLERİ	110,954	1,173,013,840	1,109,541,100
ANTALYA KONYAALTI PARSELLERİ	28,331	194,466,049	226,648,000
İZMİR ÇEŞME PARSELLERİ	170,599	1,974,012,412	1,704,788,770
AYDIN DIDİM PARSELLERİ	562,160	1,872,415,105	1,665,371,664
ZONGULDAK MERKEZ PARSELLERİ	10,766	115,134,848	118,423,470
DİĞER ŞEHİRLER TOPLAM	1,522,210	11,883,006,133	12,694,614,789
TOPLAM	4,035,338	65,264,230,381	66,039,141,881

YATIRIM AMAÇLI ARSALAR			
ARSALAR	M ²	KAYITLI MALİYET	EKSPERTİZ DEĞERİ
İSTANBUL ATAŞEHİR PARSELLERİ	1,621	0	121,750,863
İSTANBUL KARTAL PARSELLERİ	18,071	187,975,578	234,453,930
İSTANBUL KÜÇÜKÇEKMECE HALKALI PARSELLERİ	7,801	34,064,224	345,850,348
TOPLAM	27,493	222,039,802	702,055,141

Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

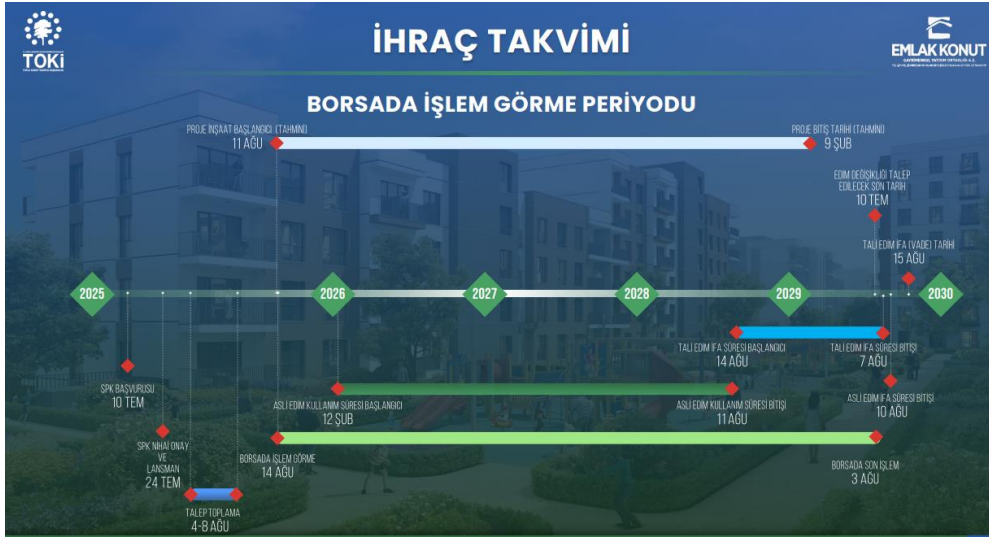
Gayrimenkul Sertifikası ile Finansman Çeşitliliği ve Tabana Yayılmış Yatırımcı Katılımı...

Damla Kent Projesi, Emlak Konut ile Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) güvencesiyle Başakşehir’de hayata geçirilen finansman modeli ve yatırımcıya sunduğu alternatiflerle öne çıkan bir projedir.

Gayrimenkul Sertifikası ile halka arz olacak Damla Kent Projesi yaklaşık 1,26 milyon metrekare inşaat alanına sahip. Beş etap halinde geliştirilen projede toplamda 5.569 bağımsız bölüm bulunmaktadır. Bunların 5.325’i konut, 118’i ticari birim ve 126’sı ofis alanı olarak planlanmış olup, 1+1’den 4+1’e kadar geniş daire tipleriyle farklı gelir gruplarına hitap etmektedir. Projenin en dikkat çekici yönü, gayrimenkul sertifikası ihracıyla finanse edilen ilk büyük ölçekli projelerden biri olmasıdır.

Proje kapsamında Türkiye sermaye piyasalarında yeni bir finansal enstrüman olan gayrimenkul sertifikası ihraç edilmiştir. Bu sertifikalar, yatırımcılara küçük ölçekli tasarruflarla büyük bir projeye katılım imkanı sağlamaktadır. Belirli sayıda sertifikaya ulaşan yatırımcılar “asli edim” kapsamında konut sahibi olabilmekte; daha az sayıda sertifikaya sahip olan yatırımcılar ise bu varlıkları Borsa İstanbul’da alıp satarak getiri elde edebilmektedir. Böylece gayrimenkul sertifikası, hem mülkiyet hakkı kazandıran hem de likidite sunan hibrit bir yatırım aracı olarak dikkat çekmektedir. "Tali Edim" kapsamında ise süreç sonunda asli edime konu olmayan bağımsız bölümlerin satışından elde edilen geliri payları oranınca elde ederek konutun değer artışından istifade edebileceklerdir.

Grafik 14: Damla Kent Gayrimenkul Sertifikasına İlişkin Önemli Tarihler



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

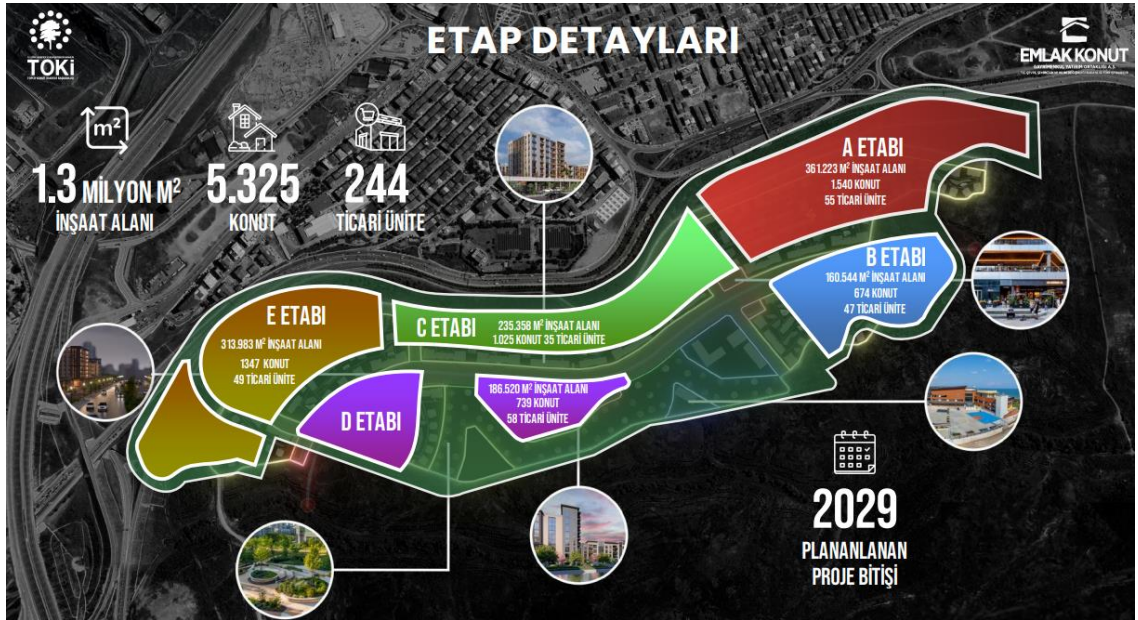
Ağustos 2025'te gerçekleştirilen halka arzda, DMLKT koduyla işlem gören yaklaşık 2,82 milyar adet sertifika, 7,59 TL sabit fiyat üzerinden satılmış ve böylece 21,4 milyar TL büyüklüğünde bir arz gerçekleşmiştir. Gayrimenkul Sertifikası ihracı, 27,3 milyar TL'yi aşan toplam fon büyüklüğüyle Borsa İstanbul tarihinin en büyük halka arzlarından biri oldu. Gelen talep, arz edilen miktarın yaklaşık 1,9 katı seviyesinde gerçekleşmiş, bu durum yatırımcı ilgisinin oldukça güçlü olduğunu ortaya koymuştur. Emlak Konut, bu proje ile kentsel dönüşüm gibi büyük kaynak gerektiren hedefler için bankacılık sistemine alternatif, riski tabana yayan ve küçük tasarruflar sahiplerini büyük projelere ortak eden sürdürülebilir bir finansman modelini ülkemize kazandırmanın öncülüğünü üstlendi.

Yatırım Teması

Damla Kent sertifikaları, 14 Ağustos 2025 itibarıyla Borsa İstanbul'da "DMLKT.G" koduyla işlem görmeye başlamıştır. Yapılandırılmış Ürünler ve Fon Pazarı'nda sürekli işlem yöntemiyle alınıp satılan sertifikalar için günlük fiyat değişim sınırı %5 olarak uygulanmıştır.

Damla Kent, sadece bir konut projesi değil, aynı zamanda Türkiye'de gayrimenkul piyasasının sermaye piyasalarıyla entegrasyonunu güçlendiren bir örnek olarak öne çıkmaktadır. Çam ve Sakura Şehir Hastanesi, İbn Haldun Üniversitesi ve Millet Bahçeleri gibi önemli sosyal altyapılara yakın konumuyla yaşam ve yatırım değeri artan proje, ulaşım akslarına olan erişim kolaylığıyla da dikkat çekmektedir. Emlak Konut açısından ise Damla Kent, hem güçlü satış potansiyeli hem de gayrimenkul sertifikası ihracıyla sağlanan geniş yatırımcı tabanı sayesinde, şirketin finansal esnekliğini ve sektördeki öncü kimliğini pekiştiren stratejik bir yatırım teması olmuştur. Toplam 21,4 milyar TL'lik büyüklükte gerçekleşen bu halka arz, şirketin güçlü marka algısını ve yatırımcı nezdinde oluşturduğu güveni göstermektedir. Yüksek talep, EKGYO'nun projelerine yönelik yatırımcı iştahının korunduğunu ve şirketin yeni finansman yöntemleri geliştirmede öncü bir rol üstlenebileceğini ortaya koymuştur. Ayrıca bu modelin hayata geçirilmesi, Emlak Konut'un geniş arsa portföyünün bulunduğu bölgelerin gelişimine de dolaylı olarak önemli bir katma değer sunmasına ek olarak müşavirlik geliri elde etmesini bekliyoruz.

Grafik 15: Damla Kent Proje Detayları



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yatırım Teması

İştiraklerin Halka Arz Potansiyeli: Emlak Konut için Yeni Bir Büyüme Teması...

Emlak Konut, Türkiye'nin en büyük gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak güçlü proje portföyü, kamu destekli yapısı ve geniş ölçekli kentsel dönüşüm projeleriyle sektörde ayrıcalıklı bir konumda bulunuyor. Şirketin stratejik büyüme alanlarından biri ise gayrimenkul geliştirme faaliyetlerinin yanı sıra yeni iş kollarına açılım yapmasıdır. Bu çerçevede Emlak Planlama Proje (EPP) ve Emlak Konut Asansör (EKA) üzerinden geliştirilecek projelerin, gelecekte halka arz edilme potansiyeli taşıması, EKGYO açısından önemli bir yatırım teması olarak öne çıkıyor. Söz konusu halka arz planı, hem bilanço değerlemesini hem de şirketin uzun vadeli büyüme hikayesini destekleme gücüne sahip olduğunu düşünüyoruz.

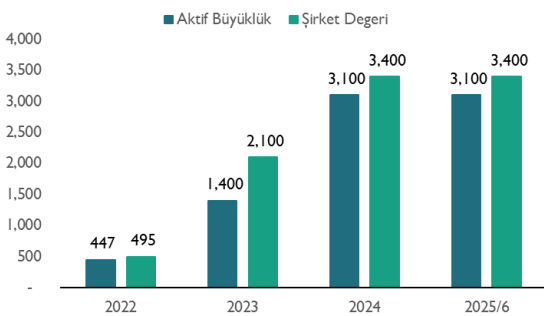
Halka arz süreci, EPP ve EKA'nın kurumsal yapıya kavuşması, bağımsız finansman kaynakları elde etmesi ve yatırımcı tabanının genişlemesi açısından önemli bir fırsat sunuyor. Bu durum, Emlak Konut için doğrudan iki açıdan değer yaratabilir: Birincisi, iştiraklerin halka arz yoluyla elde edeceği fonlar, projelerin hızlanmasına ve ölçek büyütmesine imkan tanıyabilir. İkincisi, bu iştiraklerin piyasa değerinin şeffaf biçimde ortaya çıkması, Emlak Konut'un konsolide net aktif değerine (NAD) pozitif katkı sağlayarak iskontoların azalmasına yardımcı olabilir. Özellikle Borsa İstanbul'da gayrimenkul yatırım ortaklıkları hisselerinin büyük kısmı tarihsel olarak NAD'a göre iskonto ile işlem görürken, iştirak halka arzları bu algının kırılmasına destek olabilir.

EPP ve EKA'nın halka arzının, sadece finansal açıdan değil, aynı zamanda stratejik anlamda da önemli olduğunu düşünüyoruz. Halka arz ile birlikte EKGYO, iştirakleri aracılığıyla proje geliştirme, arsa değerlendirme ve kira gelirine dayalı sürdürülebilir nakit akışı yaratma kabiliyetini piyasaya daha net yansıtmaya fırsatı bulabilir. Bu süreç, EKGYO'nun sadece proje geliştiren bir şirket değil, aynı zamanda gayrimenkulün farklı alt segmentlerinde büyüeyebilen, ölçeklenebilir bir iş modeline sahip olduğunu da gösterecektir. Özellikle kira getirisi odaklı varlıkların halka açık bir yapı altında değerlendirilmesi, EKGYO'nun uzun vadeli yatırımcılar için defansif ve sürdürülebilir bir tema sunmasına olanak tanıyacaktır.

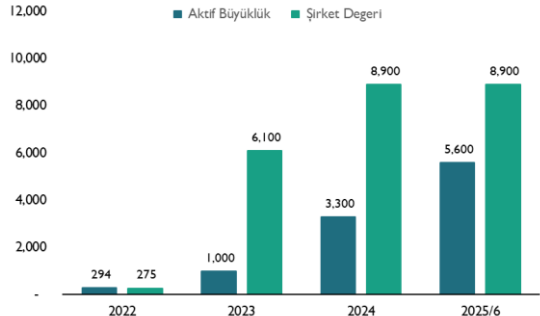
Türkiye'de gayrimenkul ve altyapı yatırımlarına olan talebin yüksek seyrettiği, aynı zamanda kurumsal yatırımcıların GYO ve iştirak halka arzlarına giderek daha fazla ilgi gösterdiği mevcut ortamda, EPP ve EKA'nın halka arzı, EKGYO için stratejik bir katalizör görevi üstlenebilir. Bu potansiyel, hem EKGYO'nun piyasa değerinde artış beklentisini hem de şirketin yatırımcı tabanını genişletme ihtimalini güçlendirmektedir.

6A25 itibarıyla EPP'nin devam eden idari işlerini incelediğimizde, toplam 30 adet projesi, 58,3 milyar TL sözleşme büyüklüğü bulunmaktadır. Şirket, 3,1 milyar TL aktif büyüklüğüne ve 3,4 milyar TL şirket değerine sahiptir. EKA ise bu dönemde 1.093 adet asansör üretimi gerçekleştirmiş olup, 1,6 milyar TL satış gerçekleştirmiştir. EKA'nın aktif büyüklüğü 5,6 milyar TL olup, şirket değeri marka değeri dahil 8,9 milyar TL'dir. Özetle, EPP ve EKA'nın halka arzı EKGYO için uzun vadeli büyüme hikayesini destekleyen ve hisse performansı üzerinde orta vadede pozitif etki yaratabilecek bir unsur olarak öne çıkabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 16: EPP Aktif Büyüklük ve Şirket Değeri



Grafik 17: EKA Aktif Büyüklük ve Şirket Değeri



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

Kira Gelirleri ile Portföy Çeşitliliği ve Defansif Büyüme...

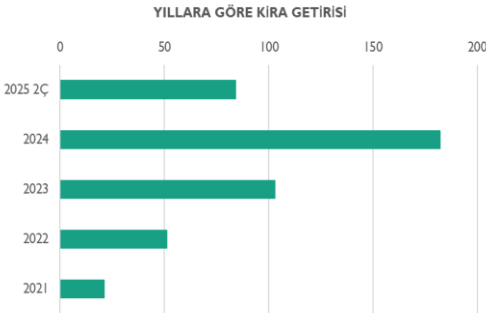
Emlak Konut, Türkiye'nin en büyük gayrimenkul yatırım ortaklıklarından biri olarak sadece proje geliştirme ve satış gelirleriyle değil, aynı zamanda kira gelirleriyle de güçlü bir gelir tabanına sahiptir. Şirketin geliştirdiği projelerde yer alan ofis, ticari ünite, AVM ve bazı sosyal alanlar kira portföyünün temelini oluşturmaktadır. Bu varlıklar, düzenli nakit akışı sağlamaları ve piyasa dalgalanmalarına karşı daha dayanıklı olmaları nedeniyle şirket açısından stratejik önem taşımaktadır. Kira gelirleri, dönemsel dalgalanmalara daha açık olan konut satış gelirlerini tamamlayıcı nitelikte olup, şirketin finansal yapısına defansif bir karakter kazandırmaktadır.

Son yıllarda Türkiye'de konut piyasası faiz oranları, ekonomik konjonktür ve regülasyonlardan doğrudan etkilenirken, kira gelirleri görece istikrarlı bir seyir izlemiştir. Özellikle ticari alanlar ve uzun vadeli kira sözleşmeleriyle elde edilen düzenli gelirler, nakit akış projeksiyonlarını güçlendirmekte ve borçlanma ihtiyacını azaltmaktadır. Şirketin geniş portföyü içerisinde yer alan AVM'ler, ofis projeleri ve ticari birimlerin çeşitliliği, kira gelirlerinin ekonomik döngülere karşı daha dayanıklı olmasını sağlamaktadır.

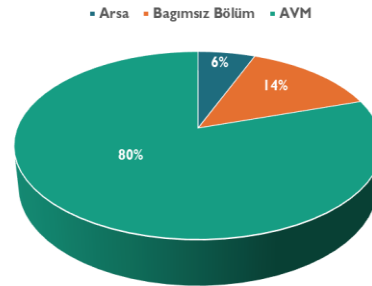
EKGYO'nun kira gelirleri aynı zamanda portföy çeşitliliğinin bir yansımasıdır. Şirket, sadece İstanbul'da değil, Anadolu'nun farklı şehirlerinde de projeler geliştirmekte ve kira kontratlarını geniş coğrafi bir tabana yaymaktadır. Bu durum, tek bir bölgedeki arz-talep dengesizliğinin veya ekonomik şokların tüm portföy üzerindeki etkisini sınırlamaktadır. Ayrıca şirketin kira sözleşmelerinde enflasyona endeksli mekanizmaların kullanılması, kira gelirlerinin reel olarak korunmasını sağlamakta ve enflasyonist dönemlerde yatırımcılara önemli bir güvence sunmaktadır. Böylelikle EKGYO'nun kira gelirleri, sadece istikrarlı değil, aynı zamanda enflasyona karşı korunaklı bir gelir kaynağı olarak öne çıkmaktadır.

Şirket, 2Ç25 itibarıyla Büyükyalı AVM, İstmarina AVM, Sarphan Finanspark, Ağaoğlu Maslak 1453, Esenler Emlak Konut ve diğer muhtelif arsalardan 89,5 milyon TL kira geliri elde etmiştir. Kira portföyünün %80'ini AVM'ler oluşturmaktadır. Önümüzdeki dönemde Emlak Konut'un devam eden projelerinde yer alan yeni ticari ünitelerin kiraya verilmesiyle kira portföyünün genişlemesini ve kira gelirlerinin kademeli olarak artabilme potansiyelini yüksek görüyoruz.

Grafik 18: Kira Getirileri (milyon TL)



Grafik 19: Kira Portföy Dağılımı



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yatırım Teması

Kentsel Dönüşüm ve Sosyal Konut Projelerinde Emlak Konut'un Stratejik Rolü...

Türkiye’de artan nüfus, şehirleşme eğilimleri, depreme dayanıklı konut ihtiyacı ve konut fiyatlarındaki hızlı yükseliş, kentsel dönüşüm ve kamu destekli sosyal konut projelerine olan ilgiyi sürekli yüksek tutmaktadır. Bu durum, Emlak Konut’un uzun vadeli yatırım hikayesini destekleyen en önemli yapısal faktörlerden biri olarak öne çıkıyor. Şirket, Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı TOKİ ile geliştirdiği güçlü iş birlikleri sayesinde, hem dönüşüm projelerinde hem de sosyal konut yatırımlarında stratejik bir oyuncu konumundadır.

Kentsel dönüşüm projeleri, Emlak Konut için yalnızca sürdürülebilir talep yaratmakla kalmayıp aynı zamanda yüksek karlılık potansiyeli sunmaktadır. Türkiye’nin deprem gerçeği ve güvenli yaşam alanlarına yönelik artan talep, özellikle İstanbul gibi büyükşehirlerde dönüşüm projelerine güçlü bir zemin hazırlamaktadır. Bu kapsamında İstanbul Esenler, Fikirtepe ve Gaziosmanpaşa gibi bölgelerde yürütülen projeler, Emlak Konut’un karlılığını artırırken, merkezi lokasyonların satış hızını desteklemesi güçlü nakit akışına ve net aktif değerine doğrudan katkı sağlamaktadır.

Bu projeler Emlak Konut’a daha istikrarlı ve öngörülebilir bir talep profili sunmaktadır. Özellikle dar ve orta gelir gruplarına hitap eden bu projeler, devlet destekli kredi imkanları, uzun vadeli ödeme planları ve düşük peşinat avantajları sayesinde ekonomik dalgalanmalara rağmen satış hızını yüksek tutmaktadır. Bu yaklaşım, Emlak Konut’un portföyünü çeşitlendirerek daha geniş bir kitleye ulaşmasını sağlamakta, yatırımcı açısından ise uzun vadeli beklentilerini güçlendirmektedir.

Grafik 20: Sosyal Konut Projeleri



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yatırım Teması

Öte yandan Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan, yakın zamanda dar gelirli vatandaşların konut sahibi olmasına yönelik kapsamlı bir hazırlığın yürütüldüğünü açıkladı. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanı Murat Kurum'un önümüzdeki dönemde detayları paylaşması beklenen yeni sosyal konut projelerinin özellikle Doğu ve Güneydoğu Anadolu bölgelerinde hayata geçirilmesi öngörülüyor. Bu gelişmenin, Emlak Konut'un portföy çeşitliliğini daha da güçlendirmesi ve satış performansına olumlu katkı sağlaması bekliyoruz.

Ayrıca, Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz'da, İstanbul'daki "Türkiye Yüzyılı Buluşmaları" programında yaptığı konuşmada, 2023 depremlerinin etkilediği bölgelerde inşaat çalışmalarının tamamlanmasının ardından Marmara başta olmak üzere Türkiye'nin değişik bölgelerinde kentsel dönüşüm ve sosyal konut projelerine hız verileceğini duyurdu. Özetle, önümüzdeki dönemde artma potansiyeli yüksek kentsel dönüşüm projelerinin Emlak Konut'un satışlarını desteklemesini bekliyoruz.

Yeni Vergi Düzeni ile Emlak Konut'un Stratejik Avantajı...

2025 yılında devreye giren yeni GYO vergi düzenlemesi, sektörde gelir paylaşımı, karlılık ve nakit akışı yönetimi açısından önemli bir dönemeç olmuştur. Önceki dönemde kurumlar vergisinden istisna edilen GYO'lar için yeni düzenleme ile birlikte önemli koşullar getirildi. Buna göre, taşınmazlardan elde edilen kazançların en az %50'si, kurumlar vergisi beyannamesinin verilmesini izleyen ikinci ayın sonuna kadar kar payı olarak dağıtılmadığı takdirde, bu gelirler üzerinden %30 oranında kurumlar vergisi uygulanacaktır. Kar dağıtımı şartı yerine getirilse bile, dağıtılan kazancın taşınmazdan gelen kısmı üzerinden %10 asgari kurumlar vergisi ödenecektir. Bu durum, özellikle küçük ve orta ölçekli GYO'larda nakit akışı ve temettü politikaları açısından baskı yaratırken, güçlü özkaynak yapısı ve yüksek satış hacmi sayesinde Emlak Konut GYO'nun görece daha dayanıklı bir pozisyonda kalmasını sağlamaktadır.

Emlak Konut, ölçeği, geniş arsa portföyü, devlet destekli projelerdeki liderliği ve gelir paylaşımı modeli sayesinde düzenlemeden kaynaklanan vergi yükünü dengeleme kapasitesine sahiptir. Yatırımcı perspektifinden bakıldığında, bu düzenleme sonrası Emlak Konut'un daha kurumsal ve şeffaf yapısıyla öne çıkması bekliyoruz. Yüksek karlılık sağlayan projelerde gelir paylaşımı modeli, vergi yükünün olumsuz etkisini sınırlarken, şirketin güçlü nakit akışı temettü potansiyelini koruyacaktır. Aynı zamanda, yeni düzenleme sektörel konsolidasyonu gündeme getirebilir; küçük ölçekli GYO'ların rekabet gücü azalırken, Emlak Konut gibi büyük oyuncuların pazardaki ağırlığı artabileceğini öngörüyoruz.

Özetle, yeni vergi düzenlemesi Emlak Konut için "ölçek avantajı ve kurumsal sermaye gücü"nü öne çıkarırken, güçlü bilanço yapısı, yüksek satış temposu ve stratejik projeleri sayesinde hisse için orta-uzun vadede pozitif bir hikayenin korunmasına olanak tanıyabileceğini düşünüyoruz.



Değerleme Özeti

Emlak Konut değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) yöntemine dayanan "Parçaların Toplamı" (SOTP) yaklaşımını kullandık. Şirketin devam eden gelir paylaşım modeli (GPM), anahtar teslim projeleri ve bilanço dışı varlıklarından elde etmesini beklenen nakit akışlarını daha doğru sonuçlara ulaşabilmek adına bugüne indirirken, ihale edilememiş arsalar portföyü, bitmiş binalarını ve kira geliri elde ettiği toplam bina stoklarını ekspertiz değeri üzerinden modelimize dahil ediyoruz.

- Şirketin, Gelir Paylaşım Modelini (GPM) değerlerken, projelerden beş yıllık süreçte elde edilecek nakit akışlarını bugüne indirgeyip, 1,5x çarpan kullanıyoruz. Böylece, gelir paylaşım modeli projelerinin değerini 70.255 milyon TL olarak hesaplıyoruz.
- Aynı şekilde anahtar teslim modeli projelerini değerlerken, projelerden elde edilecek nakit akışlarını bugüne indiriyoruz. Böylece, anahtar teslim projelerinin değerini 13.046 milyon TL olarak hesaplıyoruz.
- Ticari alacaklar ve bilanço dışı ticari alacaklar kalemlerini ilk iki yıl içinde tahsil edilecek yaklaşık 43 milyar TL'yi bugüne indirgeyerek modelimize dahil ediyoruz. Böylece, ticari alacaklar ve bilanço dışı ticari alacaklar kalemlerini değerini 30.131 milyon TL olarak hesaplıyoruz.
- Emlak Konut'un ihale edilmemiş arsa stoğunu ve binalarını ekspertiz değeri üzerinde modelimize dahil ediyoruz. Bu doğrultuda arsalar portföy değerini 66,7 milyar TL ve binalar portföyünü 55,8 milyar TL olarak baz alıyoruz.
- TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde, risksiz faiz oranını Türkiye'nin 10 yıllık tahvil getirisi ve TCMB'nin faiz indirim patikasıdan yararlanarak 2025 için %28, 2026 için %26,5 olarak belirledik. Hisse risk primini %5,5 ve hisse betasını 1,0x baz alırken, tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) %28,4 olarak hesaplıyoruz. Hedef net aktif değer (NAD) üzerinden %45 iskonto uyguluyoruz.

Özetle: Emlak Konut, için 12 ay ileriye dönük ortalama hedef piyasa değerimiz **110.961 milyon TL'dir**. Bu, hisse başına **29,20 TL'ye denk gelmekte olup %47** yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Tablo 3: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon TL)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
GPM	İNA	70,255
Anahtar Teslim Projeler	İNA	13,046
Arsalar	Ekspertiz Değeri	66,741
Binalar	Ekspertiz Değeri	55,827
Bilanço Dışı Varlıklar	İNA	30,131
Operasyonel Giderlerin Bugünkü Değeri	İNA	20,228
Net Borç	2025T	14,026
Hedef NAD		201,747
NAD İskontosu		45%
Hedef Piyasa Değeri		110,961
Ödenmiş Sermaye		3,800
Hisse Başına Hedef Fiyat (TL)		29.20
Son Kapanış		19.87
Yükseliş Potansiyeli (%)		47%

Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Tablo 4: Emlak Konut Net Aktif Değer Değerlemesi

Toplam Varlıklar	240,065,930
Arsa ve Konut Stokları Maliyet Değeri	175,033,662
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Maliyet Değeri	5,959,281
Yükümlülükler	120,393,838
Bağlı Ortaklık Gayrimenkulleri Maliyet Değerleri	12,396,533
İhale Edilmemiş Arsa Stoku Ekspertiz Değeri	66,741,197
Binalar Ekspertiz Değeri	55,826,563
GPM Projeleri Şirket Payı Toplam Geliri	85,847,411
Anahtar Teslimi Projelerin Arsa Maliyeti + Hak Ediş Ödemesi	17,182,386
Bağlı Ortaklık Gayrimenkul Ekspertiz Değerleri	12,230,201
NAD	164,110,374
Ödenmiş Sermaye	3,800,000
Hisse Başı NAD (TL)	43.19
Son Kapanış Fiyatı (TL)	19.87
NAD İskontosu	-54%



Borsa İstanbul'da işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklıklarının güncel 6 aylık net aktif değerleri (NAD), piyasa değerleri ve NAD iskontosunu aşağıda yer alan tablo üzerinden inceleyebilirsiniz.

Emlak Konut 6 aylık verilere göre yaklaşık %54 NAD iskontosuyla işlem görmektedir.

Tablo 5: GYO NAD İskontosu

GYO NAD İskontosu (2025/06, milyon TL)						
Hisse Kodu	Şirket	Portföy Değeri	Toplam Borçlar	Net Aktif Değer	Piyasa Değeri	NAD İskontosu
ADGYO	Adra Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	15,415	406	15,009	14,538	-3%
AHSGY	Ahes Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	3,380	953	2,427	8,171	237%
AKFGY	Akfen G.M.Y.O.	33,767	5,017	28,750	10,374	-64%
AKMGY	Akmerkez G.M.Y.O.	9,933	1,690	8,243	8,869	8%
AKSGY	Akiş G.M.Y.O.	44,978	7,265	37,712	18,909	-50%
ALGYO	Alarko G.M.Y.O.	21,889	6,078	15,811	5,993	-62%
ASGYO	Asce Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	37,823	5,520	32,303	8,547	-74%
ATAGY	Ata G.M.Y.O.	706	93	614	687	12%
AVGYO	Avrasya G.M.Y.O.	2,025	90	1,935	1,446	-25%
AVPGY	Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	47,661	10,926	36,735	24,260	-34%
BEGYO	Batu Ege Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	24,029	10	24,019	4,751	-80%
DGGYO	Doğuş G.M.Y.O.	17,415	5,059	12,356	10,810	-13%
DZGYO	Deniz G.M.Y.O.	5,651	849	4,803	2,904	-40%
EKGYO	Emlak G.M.Y.O.	265,936	101,826	164,110	75,506	-54%
EYGYO	Eyg Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	4,466	6,610	-2,143	3,080	-244%
FZLGY	Fuzul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	11,317	7,521	3,796	18,288	382%
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	57,746	15,748	41,998	14,054	-67%
IDGYO	İdealist G.M.Y.O.	403	289	114	551	383%
ISGYO	İş G.M.Y.O.	52,431	6,737	45,694	18,187	-60%
KLGYO	Kiler G.M.Y.O.	38,068	7,909	30,159	8,579	-72%
KRGYO	Körfez G.M.Y.O.	2,346	162	2,184	3,218	47%
KZBGY	Kızılıbük Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	24,148	9,532	14,616	18,552	27%
KZGYO	Kuzugrup Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	15,329	3,763	11,566	4,616	-60%
MHRGY	Mhr Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	8,168	1,365	6,803	5,198	-24%
MRGYO	Martı G.M.Y.O.	12,210	0	12,210	3,633	-70%
MSGYO	Mistral G.M.Y.O.	7,771	1,448	6,323	2,781	-56%
NUGYO	Nurol G.M.Y.O.	6,296	389	5,907	3,467	-41%
OZGYO	Özderici G.M.Y.O.	5,559	304	5,255	1,963	-63%
OZKGY	Özak G.M.Y.O.	65,231	6,605	58,626	19,132	-67%
PAGYO	Panora G.M.Y.O.	11,894	1,394	10,500	7,569	-28%
PEKGY	Peker G.M.Y.O.	20,933	6,009	14,924	44,750	200%
PSGYO	Pasifik Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	88,215	37,048	51,167	17,302	-66%
RYGYO	Reysaş G.M.Y.O.	69,877	10,283	59,594	39,900	-33%
SNGYO	Sinpaş G.M.Y.O.	86,178	12,214	73,964	18,320	-75%
SRVGY	Servet G.M.Y.O.	36,113	5,934	30,179	10,498	-65%
SURGY	Sur Tatil Evleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	28,904	3,205	25,699	7,581	-71%
TDGYO	Trend G.M.Y.O.	351	0	351	1,394	297%
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	142,808	22,110	120,699	74,750	-38%
TSGYO	T.S.K.B. G.M.Y.O.	6,146	611	5,535	5,077	-8%
VKGYO	Vakıf G.M.Y.O.	30,033	4,148	25,885	8,418	-67%
VRGYO	Vera Konsept Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	6,652	1,779	4,873	2,673	-45%
YGGYO	Yeni Gimat G.M.Y.O.	21,356	4,746	16,610	33,046	99%
TÜM KURUMLAR		1,391,557	323,645	1,067,915		

Kaynak: TSPB, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

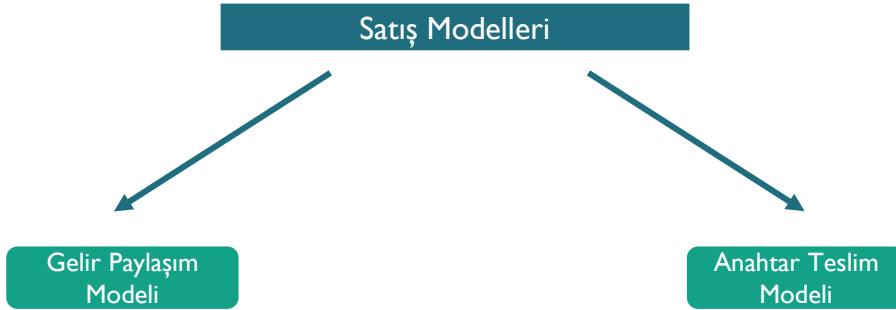


Kısaca Emlak Konut

Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Türkiye gayrimenkul sektörünün en köklü ve en büyük oyuncularından biridir. 1953 yılında “Emlak Bankası” bünyesinde kurulan şirket, 2002 yılında Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) statüsüne geçerek kurumsal bir yapıya kavuşmuş ve halka arz süreciyle sermaye piyasalarına entegre olmuştur. Şirketin en büyük ortağı T.C. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı TOKİ olup, geri kalan paylar Borsa İstanbul’da işlem görmekte ve yerli-yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır. Bu ortaklık yapısı, hem kamu desteğini hem de özel sektörün dinamizmini bir arada sunarak Emlak Konut’un güçlü finansal ve kurumsal yapısını desteklemektedir. Şirket Borsa İstanbul’da piyasa değeri, gayrimenkul portföyü ve arsa stoku açısından Türkiye’de faaliyet gösteren en büyük gayrimenkul Yatırım ortaklığıdır.

Şirket, büyük çoğunluğu konut olmak üzere ticari üniteler, eğitim birimlerini, sosyal donatıları, altyapı, yol ve her türlü çevre düzenlemesi ile birlikte gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesi, geliştirilen projelerin inşaat kontrolörlüğünün yapılması, yapılan bağımsız bölümlerin pazarlaması ve satışı ile iştigal etmektedir. Şirket’in faaliyet gösterdiği gayrimenkul ve inşaat sektörlerindeki içsel dinamikler, genel ekonomik konjonktürde gözlemlenen değişimler, yasal ve idari düzenlemelerdeki farklılaşmalar ile piyasadaki rekabet koşullarının yoğunluğu, Şirket’in operasyonel ve Finansal performansı doğrudan ve önemli ölçüde etkilemektedir.

Emlak Konut, projelerini ağırlıklı olarak gelir paylaşım modeli (GPM) ve anahtar teslim modeli (ATYM) veya bu modelin prensiplerine dayanan benzer nitelikteki doğrudan proje geliştirme uygulamaları olmak üzere iki temel iş modeli üzerinden hayata geçirmektedir.



Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Şirket, projelerinin yaklaşık %10 ila %15’inde, sektördeki birçok geliştiricinin de tercih ettiği bir yöntem olan anahtar teslimi modelini uygulamaktadır. Bu model çerçevesinde şirket projenin geliştirilmesi, satışı, pazarlaması ve finansmanı gibi sorumlulukları üstlenir. Bu nedenle modelin doğası gereği, inşaat girdilerindeki (hammadde, enerji, nitelikli iş gücü vb.) fiyat artışları, proje geliştirme ve genel ekonomik koşullara ilişkin beklentindeki ve yönetimi zor yükselişler ile geliştirilmiş bağımsız bölümlerin satışından elde edilecek gelirlerde yaşanabilecek olası düşüşler, kar marjları üzerinde doğrudan etkiye sahiptir.

Anahtar teslimi modelini genellikle ihalelerden yeteri kadar yüksek teklif gelme olasılığının düşük olduğu durumlarda veya geliştirilmekte olan bir bölgeye olan ilgiyi artırmak amacıyla kullanır. Başarılı bir başlangıç projesinin ardından bölgeye olan ilgi genellikle arttığından, sonraki ihalelerde sıklıkla Gelir Paylaşımı Modeli’ne (GPM) geçiş yapabilmektedir.

Emlak Konut’un 2Ç25 itibarıyla devam eden anahtar teslim projelerinin toplam tutarı 17,2 milyar TL seviyesindedir.



Tablo 6: Devam Eden Anahtar Teslim Projeler

Proje İsmi	Kayıtlı Maliyet ve Hakediş Ödemesi (TL)
Çekmeköy Çınarköy Projesi	189,956,000
İstanbul Avcılar Firuzköy Projesi	1,319,123,000
Arnavutköy Yenişehir Projesi	14,924,266,000
Diğer	749,041,000
Toplam	17,182,386,000

Kaynak: Emlak Konut, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Emlak Konut, Gelir Paylaşımı Modelinde (GPM), projelerin finansmanını ve yönetimini ön planda tutarak, mali açıdan güçlü ve saygın inşaat firmalarının ihaleleri kazanmasını hedefleyen iki aşamalı bir süreç izler. İlk aşamada firmaların teknik yeterlilikleri değerlendirilirken, ikinci aşamada sadece davet edilen firmaların teklifleri incelenir. Bu aşamada firmalar, projenin beklenen toplam geliri, paylaşım oranı ve Emlak Konut'a garanti edecekleri minimum geliri teklif eder. Minimum Garanti Edilen Emlak Konut Payı yüksek olan teklifi veren firmaya, ancak tekliflerin arsa maliyetini karşılaması ihale iptal edilebilir. Müteahhit riskini azaltmak amacıyla, kazanan firmadan garanti edilen gelirin %25-30'u kadar peşinat ve proje değerinin yaklaşık %5 ila %10 oranında banka teminat mektubu alınır. Bu teminatlar, proje tamamlanana kadar Emlak Konut'ta tutulur ve yükümlülükler yerine getirilmezse nakde çevrilir.

Müteahhit, imar, finansman, inşaat, pazarlama ve satış süreçlerinin tamamından sorumluyken, Emlak Konut projeyi denetler ve nakit akışını kontrol eder. Proje gelirleri Emlak Konut kontrolündeki özel bir hesaba toplanır ve inşaatın ilerleme durumuna göre müteahhide ödenir. Bu sistem sayesinde Emlak Konut, arsa değerini projeden çok önce güvence altına alırken, gelir beklentiyi aşarsa fazlalık gelirler kendisine ayrılan paya ilave edilir. Minimum garanti edilen gelir, arsa değerinin altında olamaz ve müteahhit, gelir beklentinin altında kalsa dahi bu yükümlülükle yükümlüdür. Tapular proje boyunca Emlak Konut'un mülkiyetinde kalır ve yalnızca konut sahiplerine devredilir.

Şirketin stratejisinin bel kemiğini oluşturan Gelir Paylaşımı Modeli (GPM), riskleri en aza indirirken karlılığı öngörülebilir kılıyor. Bu model sayesinde, Emlak Konut 2025'in ilk yarısı itibarıyla devam eden projelerden 85,8 milyar TL tutarında geleceğe dönük bir gelir akışını (Asgari Şirket Payı Geliri) güvence altına aldı.

Türkiye'nin artan konut ihtiyacını karşılamada, kentsel dönüşüm projelerinin hayata geçilmesinde öncü rol üstlenen Emlak Konut, TOKİ ile iş birlikleri sayesinde kamu destekli büyük ölçekli projelerde aktif görev almaktadır. İstanbul başta olmak üzere birçok büyük şehirde gerçekleştirdiği markalı projeler, modern yaşam alanları ve yüksek standartlarda şehircilik anlayışıyla sektörde referans noktası olmuştur.

Finansal açıdan bakıldığında, Emlak Konut güçlü sermaye yapısı, geniş arazi portföyü ve yüksek nakit yaratma kapasitesiyle öne çıkmaktadır. Kamu güvencesiyle desteklenen kurumsal yapısı, yatırımcılar için güven unsuru oluştururken, düzenli temettü politikası ve şeffaf yönetim anlayışı da şirketi uzun vadeli yatırımcılar için cazip kılmaktadır. Ayrıca, sürdürülebilirlik ve çevreye duyarlı projelere verdiği önemle birlikte uluslararası yatırımcıların ilgisini de çekmektedir.

Bugün itibarıyla Emlak Konut, sadece bir gayrimenkul yatırım ortaklığı değil; aynı zamanda Türkiye'nin şehirleşme vizyonunu şekillendiren, modern ve depreme dayanıklı yaşam alanları geliştiren, sektörde yenilikçi iş modelleriyle değer yaratan lider bir kurum kimliği taşımaktadır. Emlak Konut'un 2Ç25 itibarıyla Net Aktif Değeri (NAD) 164,1 milyar TL'dir.



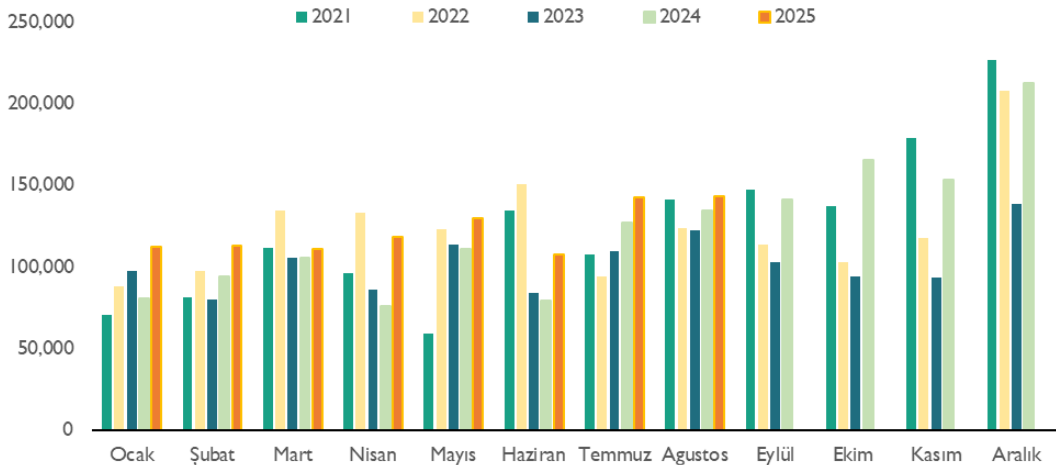
Sektörel Görünüm

Gayrimenkul sektörü, Türkiye ekonomisinin en önemli lokomotiflerinden biri (GSYH'nın yaklaşık %6'sı) olarak makroekonomik büyüme, istihdam ve yatırımlar açısından kritik bir konumda yer almaktadır. İnşaat faaliyetlerinin yarattığı istihdam kapasitesi, çimento, demir-çelik, seramik, mobilya ve beyaz eşya gibi yan sektörlerde de güçlü bir talep doğurarak ekonomiye yüksek çarpan etkisi sağlamaktadır. Sektör, dinamik nüfus yapısı, kentleşme hızı, konut ihtiyacının sürekliliği ve yabancı yatırımcı ilgisi gibi faktörlerle önemli bir potansiyel barındırmakla birlikte, makroekonomik dalgalanmalar, faiz ve kur hareketlerine, mevzuat değişikliklerine ve rekabet koşullarına karşı da duyarlı bir yapıya sahiptir.

Ülkemizde, genç nüfus, evlenme, boşanma ve kentleşmedeki değişimler sektörde canlılığı desteklemektedir. Türkiye'nin genç nüfus yapısı, evlilik oranları ve hanehalkı büyüklüğünde yaşanan değişimler konut ihtiyacını sürekli gündemde kalmasına neden olmaktadır. İstanbul, Ankara, İzmir gibi metropollere yönelik göç hareketleri, hem satış hem de kiralık konut talebini artırırken, yabancı yatırımcı ilgisi de son yıllarda sektöre ivme kazandırmıştır.

Güçlü İç Talep ve Kredi Destekli Satışlar Gayrimenkul Sektörünü Destekliyor... Sektörün önemli göstergelerinden birisi olan konut satışları sektör için pozitif sinyaller üretmektedir. Ağustos ayında Türkiye genelinde satışların yıllık bazda %6,8 artışla 143 binin üzerine çıkması ve yılın ilk sekiz ayında %21'i aşan artış, konut talebinin ekonomik kırılganlıklara rağmen canlı seyrettiğini göstermektedir. İpotekli satışlarda görülen %45'lik güçlü yükseliş, finansmana erişimin sektördeki satışları hızlandırdığını ortaya koyuyor. Ayrıca, toplam konut satışları içinde ipotekli satışların payı %13,8 olarak gerçekleşti. Bu tablo, gelir paylaşımı ve hasılat modeliyle çalışan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının nakit akış görünümünü güçlendirebilir. İlk el konut satışlarının sınırlı artış göstermesi, yeni projelerin değer kazanması açısından avantaj sağlarken, ikinci el satışlardaki güçlü talep, sektörde arz yetersizliği algısını ile fiyatlar üzerinde yukarı yönlü eğilimini destekleyebilir. Yılın ilk sekiz ayında gayrimenkul piyasası bozulan risk beklentilerine rağmen güçlü performans göstermiştir. Bu güçlü performansın nedeni olarak; faizlerdeki düşüş beklentisi, buna bağlı olarak gayrimenkul fiyatlarında olan/olabilecek artış eğilimi, göreceli konut kredilerine ulaşılabilirliğinin artması, faiz, altın, KKM gibi yatırım enstrümanlarından gelir elde edenlerin bu geliri gayrimenkulde değerlendirmek istemeleri ve 6 Şubat depremi sonrası artan iç göç hareketliliği gibi nedenler olarak sayılabilir. İç talebin güçlü seyri, ipotekli satışların artışı ve kentsel dönüşüm/sosyal konut ihtiyacının sürmesi, gayrimenkul sektörünün orta vadeli yatırım hikayesini destekleyen başlıca dinamikler arasında yer alıyor. Bu nedenle, satış hızını artırabilen ve güçlü arsa portföyüne sahip gayrimenkul şirketlerinin yatırımcılar açısından öne çıkabileceği düşünüyoruz.

Grafik 21: Yıllara Göre Toplam Konut Satışları

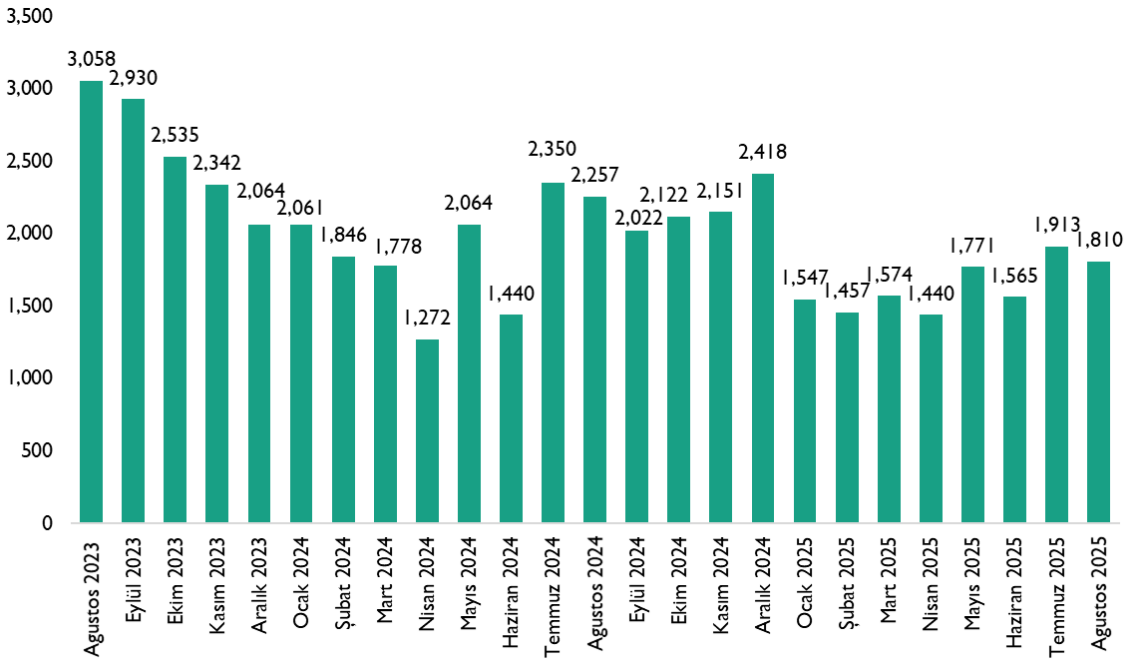


Kaynak: Emlak Konut, TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yabancı Talebinde Zayıflama Dikkat Çekiyor... Türkiye konut piyasasında yabancı yatırımcı ilgisi uzun süredir önemli bir dinamik olarak öne çıkmaktadır. 2012 yılında mütakabiliyet yasasıyla birlikte yabancıların Türkiye’den mülk edinmeleri kolaylaşmış, ardından 2017’de getirilen “belirli tutarın üzerinde konut alana vatandaşlık hakkı” uygulaması bu ilgiyi daha da artırmıştır. Dövizle gelir elde eden yatırımcılar için Türk Lirası’ndaki değer kaybı, Türkiye’de konut fiyatlarını cazip hale getirirken, yüksek kira getirisi ve uzun vadeli değer artışı potansiyeli de yabancıları çekici kılmaktadır. İstanbul, Antalya, Mersin ve Ankara, hem ekonomik merkezler hem de yaşam tarzı ve iklim avantajları nedeniyle yabancıların en çok tercih ettiği lokasyonlar olarak öne çıkmaktadır.

2022 yılına kadar gözlenen güçlü talep son birkaç yıldır konut fiyatlarındaki hızlı yükseliş, vatandaşlık programına ilişkin yatırım tutarının artırılması ve küresel jeopolitik belirsizlikler nedeniyle yabancılara konut satışlarında yavaşlama gözlenmektedir. Nitekim Ağustos 2025’te yabancılara yapılan konut satışları yıllık bazda %19,8 düşüşle 1.810 adede gerilemiştir. Bu gelişme kısa vadede dış talep kanalını zayıflatırsa da, Türkiye’nin jeopolitik konumu, yaşam tarzı çekiciliği, turizm potansiyeli ve vatandaşlık programının sunduğu avantajlar yabancı ilgisinin orta-uzun vadede yeniden canlanmasını destekleyen temel faktörler olmaya devam etmektedir. Öte yandan, geçmişte konut alıp vatandaşlık, oturma izni gibi hakları edinmiş kişilerin sahip oldukları gayrimenkulleri satmalarıdır.

Grafik 22: Yabancılara Konut Satışları



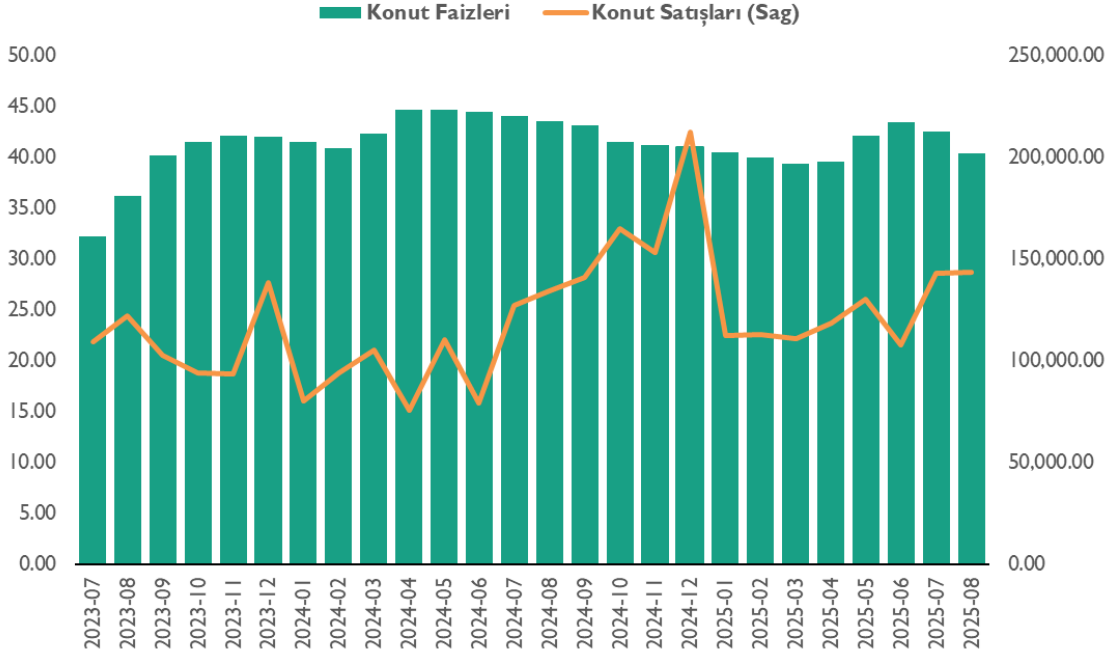
Kaynak: Emlak Konut, TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Faiz İndirim Döngüsü ve İyileşen Makroekonomi Sektörde Büyüme Fırsatı Yaratıyor...

Türkiye ekonomisinde 2024 yılının ikinci yarısından itibaren politika faizinde gözlenen indirim döngüsü, konut kredilerinde genişleme, güçlü talep ve makroekonomik göstergelerdeki iyileşme gayrimenkul sektörü açısından güçlü bir büyüme fırsatı sunuyor. TCMB'nin faiz indirim döngüsü, konut finansmanı maliyetlerini düşürerek hem ipotekli satışları hem de genel konut talebini belirgin şekilde artırdı. Politika faizinde yapılan kademeli indirimler, bankaların konut kredisi faiz oranlarını daha erişilebilir seviyelere çekmesini sağladı. TCMB verilerine göre, konut faizleri Haziran ayında test ettiği %43,61 seviyesinden 12 Eylül haftasında %39,15'e geriledi. Bu durumun etkisiyle Ağustos 2025'te Türkiye genelinde konut satışları yıllık bazda %6,8 artışla 143.319 adede yükseldi ve yılın ilk sekiz ayında toplam satışlar %21,3 artarak 978.070 seviyesine ulaştı. Özellikle ipotekli satışlarda görülen %45,2'lik güçlü artış ve 19.712 adetlik gerçekleşme, faiz indirimlerinin krediye erişim kanalı üzerinden talebi ne kadar etkili biçimde canlandırdığını ortaya koyuyor. Ayrıca, ipotekli konut satışlarının artması şirketlerin projelerini daha hızlı satabilmesine imkan tanıyor. Bu durum, özellikle gelir paylaşımı ve hasılat modeliyle çalışan gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu ortamda nakit akışlarını güçlendirebiliyor ve yeni projeleri daha karlı şekilde hayata geçirebilme fırsatına yakalabiliyor.

Makroekonomik görünümdeki enflasyonun kontrol altına alınması, istihdam ve tüketici güvenindeki artış, sektörün orta vadeli büyüme potansiyelini destekliyor. İç talepte gözlenen canlılık ve artan konut satışları, şehirleşme ve kentsel dönüşüm projelerine olan ilgiyi artırıyor. Bu bağlamda, faiz indirim döngüsü ve makroekonomik iyileşme, gayrimenkul sektörü için sadece satış hızını değil, aynı zamanda portföy değerini ve yatırımcı güvenini de yükselten bir katalizör niteliği taşıyor. Faiz indirimlerinin devamı ve güçlenen makroekonomi, güçlü arsa portföyüne sahip, likiditesi yüksek ve projelerini hızlı hayata geçirebilen gayrimenkul yatırım ortaklıkları şirketleri için orta ve uzun vadeli yatırım fırsatlarını ön plana çıkarıyor. Bu nedenle, yatırımcılar açısından sektör, faiz indirimi ve makroekonomik iyileşmeden doğrudan fayda sağlayacak bir alan olarak öne çıkıyor.

Grafik 23: Konut Faizleri ve Konut Satışları



Kaynak: Emlak Konut, TÜİK, TCMB, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

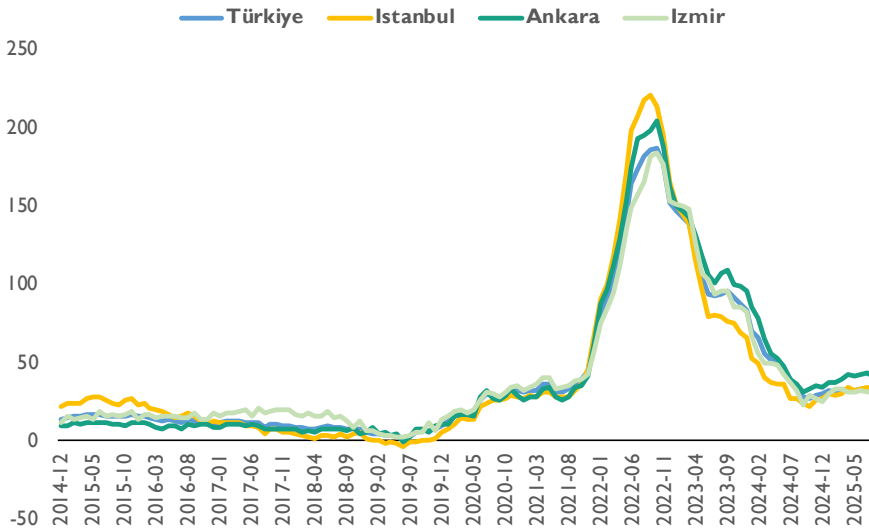
Dezenflasyonun Gölgesinde Konut Fiyatları... Enflasyonist baskıların görece azaldığı bir dönemde Türkiye konut piyasası, Ağustos 2025 verileriyle birlikte yeniden dikkat çekici bir ayrışma sergilemektedir. TCMB Konut Fiyat Endeksi'nin (KFE) aylık %2,5 artış ve yıllık %31,4'lük nominal yükseliş kaydetmesi, talebin canlılığını koruduğunu ve fiyatların yukarı yönlü baskı altında olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak TÜFE ile düzeltilmiş reel göstergelerin %1,2 oranında gerilemesi, tüketici alım gücündeki sınırlamalar ve yüksek fiyat seviyelerinin hâlen sektörün önünde bir engel oluşturduğunu göstermektedir. Bu görünüm, kısa vadede konut piyasasında dengelenme sürecine işaret ederken, orta vadede reel bazda değerlendirilmesinin yeniden güç kazanabileceğine dair önemli sinyaller vermektedir.

Büyükşehirler özelinde bakıldığında, İstanbul'da %30,2, Ankara'da %41,1 ve İzmir'de %31,9 oranındaki yıllık fiyat artışları, özellikle metropollerde talebin çok daha güçlü seyrettiğini ve arz kısıtlılığı ile birleştiğinde fiyatların yukarı yönlü hareket alanını koruduğunu göstermektedir. Ankara'daki görece daha yüksek artış oranı, kamu çalışanları ve iç göç dinamikleriyle desteklenen talep profilinin, bölgesel konut fiyatlarını daha hızlı yukarı çektiğine işaret etmektedir. Bu tablo, yalnızca bireysel yatırımcıların değil, kurumsal düzeyde de projelere olan ilgiyi artırabilecek bir zemin hazırlamaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) açısından bakıldığında, nominal fiyatlardaki güçlü seyir ve reel fiyatlarda yeniden ivme kazanma potansiyeli kritik bir yatırım teması yaratmaktadır. Faiz indirim döngüsüyle birlikte konut kredisi faizlerinin kademeli olarak gerilemesi, tüketicinin krediye erişimini kolaylaştırmakta; ipotekli satışlardaki artış da bu trendi doğrulamaktadır. Bu durum, GYO'ların yeni projelerinde satış hızlarını artırarak nakit akışlarını güçlendirmelerine ve bilançolarında değerlemelerin yukarı yönlü revize edilmesine imkân tanımaktadır. Özellikle arsa stoğu geniş, kentsel dönüşüm projelerinde aktif rol alan ve likiditesi yüksek GYO'lar, bu ortamda daha güçlü bir pozisyon elde etmektedir.

Sonuç olarak, nominal değer artışının güçlü seyri, reel bazda toparlanma ihtimali, faiz indirimleriyle desteklenen talep ve büyükşehirlerdeki arz-talep dengesi GYO sektörü için cazip bir yatırım teması ortaya koymaktadır. Önümüzdeki dönemde konut fiyatlarının enflasyonla makas aralığını daraltması, GYO'ların portföy değerlerinde yukarı yönlü düzeltmelerin hızlanmasına yol açabilir. Böylece yatırımcılar açısından hem defansif (kira gelirlerinin enflasyona karşı korunması) hem de büyüme odaklı (değer artışı ve satış hacmi) fırsatlar aynı anda mümkün hale gelmektedir.

Grafik 24: Konut Fiyat Endeksi (KFE)



Kaynak: Emlak Konut, TCMB, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yapı Ruhsatlarındaki Rekor Artış GYO'lar İçin Büyüme Penceresini Aralıyor...

Gayrimenkul sektörü ve ekonomi için öncü göstergelerden biri olan yapı ruhsatları ve yapı kullanım izinlerindeki eğilimler, gelecekteki arz-talep dengesini anlamak açısından kritik öneme sahip. 2025 yılının ikinci çeyreğinde açıklanan yapı ruhsatı ve yapı kullanım izinleri verileri, konut sektöründe önemli bir arz dönüşümünü işaret ediyor. TÜİK'in 2025 yılı 2. çeyrek verilerine göre, belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatları bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla bina sayısında %47,4, daire sayısında %90,3 ve yüzölçümde %61,8 oranında artmıştır. Bu güçlü sıçrama, 2021'den bu yana görülen en yüksek artış oranı olarak öne çıkarken, aynı zamanda uzun süredir sektörde devam eden arz daralmasının tersine dönmeye başladığını göstermektedir.

Aynı dönemde yapı kullanım izin belgelerinde gerçekleşen belirgin artışın dikkate değer olduğunu düşünüyoruz. Bina sayısında %18,1, daire sayısında %44,3 ve yüzölçümde %30,2'lik yükseliş, tamamlanan projelerin de hızla devreye girdiğini işaret etmektedir. Ayrıca, 2025'in ikinci çeyreği itibarıyla TÜİK'in kapsam genişletmesiyle tüm yetkili idarelerin düzenlediği belgeler istatistiklere dahil edilmiştir, bu da arz tarafında görülen canlanmayı daha net bir şekilde ortaya koymaktadır.

Arzda yaşanan bu ivmelenme GYO'lar için hem fırsatlar hem de riskler barındırmaktadır. Bir yandan yeni ruhsatların artması, proje geliştirme kapasitesi yüksek, arsa portföyü güçlü ve finansmana erişim avantajı olan GYO'ların büyüme potansiyelini artırmaktadır. Diğer yandan, rekabetin artması ve hızlı ruhsatlama sürecinin daha fazla proje üretimini tetiklemesi, özellikle orta vadede fiyat dengeleri üzerinde baskı yaratabilecek unsurlar arasında yer almaktadır. Ancak faiz indirim döngüsünün devam ettiği, krediye erişimin kademeli olarak iyileştiği bir ortamda, artan arzın talep tarafından daha sağlıklı karşılanması mümkündür. Bu çerçevede, arz-talep dengesinin yeniden şekillendiği bu süreçte öne çıkan GYO'lar, doğru lokasyonda, zamanlaması güçlü ve satış hızı yüksek projeler geliştiren şirketler olacaktır.

Tablo 7: Yapı İzin İstatistikleri

Yıl	Bina sayıs?	İzmitik (%)	Daire sayıs?	İzmitik de	Yüzölçüm	İzmitik (%)
2010	144,846	-	909,746	-	185,882,640	-
2011	107,803.0	-25.6	653,419.0	-28.2	131,401,431.6	-29.3
2012	112,448.0	4.3	773,309.0	18.3	167,023,231.7	27.1
2013	127,542	13	841,996	9	186,258,960.26	11.500
2014	146,374.0	14.8	1,034,911.0	22.9	232,392,642.3	24.8
2015	133,881.0	-8.5	905,722.0	-12.5	205,728,858.4	-11.5
2016	142,132	6	1,018,082	12	220,877,751	7
2017	168,544.0	18.6	1,419,650.0	39.4	299,783,945.1	35.7
2018	112,439.0	-33.3	687,264.0	-51.6	165,530,532.7	-44.8
2019	60,580	-46	324,915	-53	82,217,985.04	-50.300
2020	104,647.0	72.7	563,733.0	73.5	128,185,771.6	55.9
2021	149,152.0	42.5	742,364.0	31.7	173,416,745.9	35.3
2022	139,780	-6	721,597	-3	169,134,897	-3
2023	153,351.0	9.7	924,985.0	28.2	197,455,631.6	16.7
2024	143,300	-7	853,990	-8	180,271,324	-9
2025/2Ç	69,689.0	47,4	461,911.0	90,3	89,591,602.0	61,8

Kaynak: Emlak Konut, TÜİK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



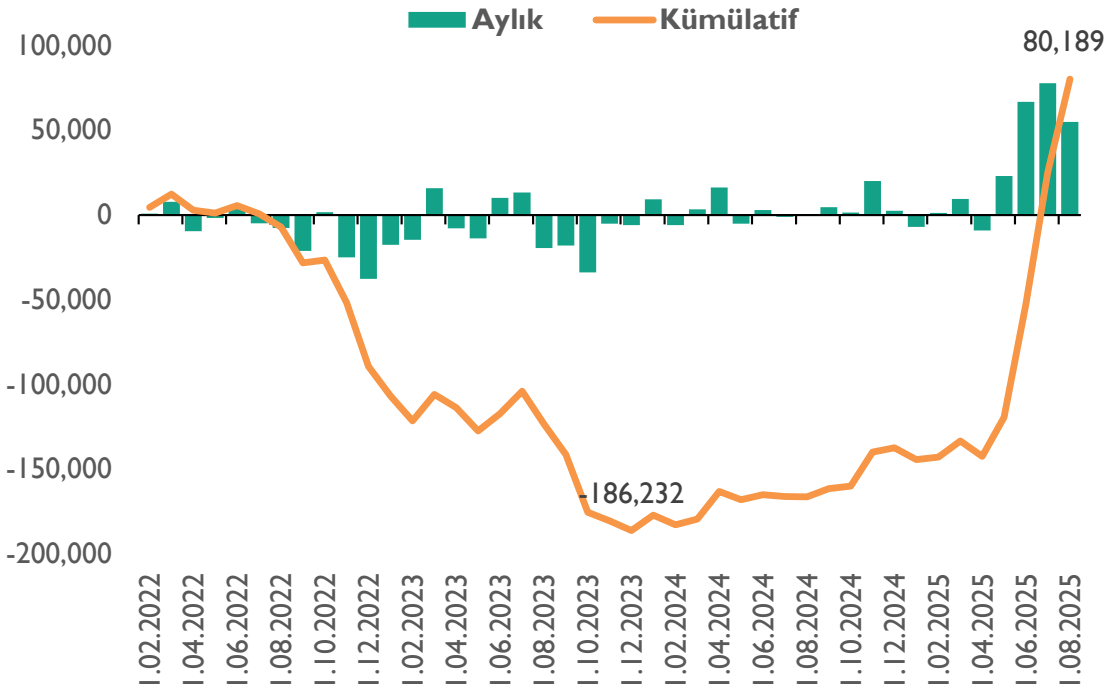
Yabancı İşlemleri

Borsa İstanbul tarafından açıklanan aylık yabancı işlemler incelendiğinde, yabancı yatırımcıların Emlak Konut'a <EKGYO TI> ilgisinde artış gözlemliyoruz.

Ağustos ayında Emlak Konut hisse senedinde yabancı yatırımcılar 54,9 milyon dolar net alım yaptı. Yıl başından bu yana yapılan işlemler ise toplamda 217,5 milyon dolarlık net alıma işaret etmektedir.

Özetle, yabancı yatırımcıların Mayıs 2025'ten bu yana Emlak Konut hisse senedinde 222,7 milyon dolarlık net alım gerçekleştirerek yeniden ilgi göstermeye başladıklarını gözlemliyoruz.

Grafik 25: Yabancı İşlemleri



Kaynak: BIST, Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Dr. Kutay Gözgör
Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak
Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Perakende, Savunma

Eren Bozdoğan
Uzman

Otomotiv, Giyim Perakende, Beyaz Eşya, Savunma

Ubeyde Safvan Erbaş
Kıdemli Uzman

Çimento, Demir – Çelik, Tekstil

Ali Osman Okut
Uzman Yardımcısı

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

