

Enerji büyüdü, inşaat marjları baskı altında kaldı

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	87,65	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	110,00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	525.900 / 11.020	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	28 / -4				
Halka Açıklık Oranı	12	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	1.032				
TMS/TFRS - USD milyon	2Ç26	2Ç25	Yıllık Δ	1Ç26	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	1.082	894	%21,1	822	%31,7	957	957
VAFÖK	162	242	-%33,0	185	-%12,4	210	209
Net Kar	336	309	%8,8	78	329,2	241	233
VAFÖK Marjı	%15,0	%27,0	-12pp	%22,5	-7,5pp	%21,9	%21,8

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç26 Sonuçları

Enka İnşaat <ENKAI TI> 2Ç26'da yıllık %9 artışla, bizim ve piyasa beklentisinin ~%40 üzerinde 336 milyon USD net kar açıkladı. VAFÖK yıllık %33 düşerek 162 milyon USD'ye ulaştı. Bu bizim ve piyasa beklentisinin ~%20 altındadır. VAFÖK beklentimizin %20 altında olmasına rağmen, beklentimizin oldukça üzerindeki net kar açıklaması 1Ç26'da kaydedilen finansal yatırımlar değer azalışlarının (194 milyon USD) 2Ç26'da terse dönerek ~145 milyon USD finansal yatırım değer artışı (~84 milyon USD'si hisse senedi portföyü) kaydedilmesinden kaynaklandı. Şirketin gelirleri yıllık %21 artarak, bizim ve piyasa beklentisinin %13 üzerinde 1,1 milyar TL'ye ulaştı.

Temel notlar ve Öne Çıkanlar

- Enerji segmenti büyümenin ana sebebi.** Şirketin gelirleri yıllık %21 artarak 1,1 milyar TL oldu ve bu enerji segmenti gelirlerinin (toplamın %25'i) yıllık 4 katına çıkmasından kaynaklandı. Gelirlerdeki artış esasen, yeni Kırklareli santralinin katkısı ve Gebze santralindeki artan üretimden kaynaklandı. Toplam üretimin yıllık ~7 kat arttığını hesaplıyoruz. Ayrıca, konsolide şirket gelirlerinin ~%60'ını oluşturan inşaat segmentinin gelirleri yıllık %5 düştü ve 630 milyon USD oldu. Aynı dönemde bakiye siparişler yıllık %6 artarak 8,4 milyar USD'ye ulaştı. Gayrimenkul segmenti gelirleri (konsolide gelirlerin %11'i), yeni İngiltere'deki yeni ofis yatırımı sayesinde yıllık %21 arttı ve RUB/USD paritesi yıllık ~%5 gerilemesine rağmen bu büyüme sağlandı.
- İnşaat segmentinden kaynaklı marjlar daraldı.** Şirketin VAFÖK'ü yıllık %33 daraldı ve VAFÖK marjı yıllık 12 puan daraldı. Bu inşaat segmenti VAFÖK'ünün (2Ç26: toplamın %13; 2Ç25: %59'u) yıllık %86 daralmasından kaynaklandı. Öte yandan, enerji segmentindeki toparlanmayla beraber VAFÖK toplam VAFÖK'ün %29'una ulaştı (2Ç25: %8'i). Baskı tek bir çeyrekle sınırlı kalmıyor; son 12 aylık gelirlerde %20'lik bir artışa rağmen, VAFÖK marjı %24'den %19'a geriledi. Bu nedenle, inşaat sektöründeki marj performansı izlenmesi gereken en önemli konu olmaya devam ediyor.
- Net nakit pozisyonu güçlü kalmaya devam ediyor.** Şirket 1Ç26'da özellikle hisse senedi portföyü kaynaklı finansal yatırımlar değer azalışları kaydetmişti. Bu çeyrekte bunun terse dönmesiyle beraber net nakit pozisyonunu geçen çeyrekteki 5,3 milyar TL'den 5,4 milyar TL'ye çıkarttı. Şirketin özkaynak karlılığı %10 (2Ç25: %10) ve yatırılan sermaye getirisi (ROIC) %15 oldu (2Ç25:%20)

Özet Görüşümüz

Enka İnşaat'ın <ENKAI TI> 2Ç26 sonuçlarını karışık görüyoruz. Net kâr artışı büyük ölçüde finansal yatırımların değerlendirilmesinden kaynaklandı. Enerji sektöründeki hızlı artış ve güçlü nakit üretimi umut verici olsa da, inşaat sektöründeki zayıf marjlar bizim açımızdan temel endişe kaynağı oldu. 2Ç26'daki %15'lik VAFÖK marjını yapısal olarak görmüyoruz. 8,4 milyar USD'lik bakiye siparişleri, artan enerji katkısı ve güçlü bilanço, uzun vadeli yatırım tezimizi desteklemeye devam ediyor.

12 aylık 110 TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz ve sonuçları yönetimle görüştüğten sonra tahminlerimizi, özellikle marj varsayımlarımızı gözden geçireceğiz.

ENKAİ - Özet Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (Çeyrekse)							
USDmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	929	825	894	1.108	1.139	822	1.082
Brüt Kar	257	222	246	212	260	209	189
Faaliyet Giderleri	-51	-73	-43	-42	-60	-61	-69
Net Faaliyet Karı	206	149	203	170	200	148	119
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	5	1	5	9	-4	1	6
Esas Faaliyet Karı	211	149	208	178	196	149	126
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	235	180	237	202	237	184	156
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	241	180	242	211	232	185	162
Net Finansman Gelir (Gider)	-10	18	10	7	9	11	-3
Parasal Kazanç (Kayıp)	-18	-11	-3	-12	-14	-18	-9
Vergi Öncesi Kar Zarar	360	151	448	361	310	74	341
Vergi	-125	-33	-127	-78	-52	30	16
Azınlık Hissedarları	21	11	12	17	23	25	20
Net Kar	214	107	309	266	235	78	336

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)							
USDmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	3.065	3.301	3.458	3.756	3.966	3.963	4.152
Brüt Kar	771	853	906	936	939	926	869
Faaliyet Giderleri	-199	-201	-211	-209	-218	-206	-232
Net Faaliyet Karı	572	652	695	727	722	721	637
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	17	9	9	20	10	10	12
Esas Faaliyet Karı	589	661	704	747	732	731	649
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	693	779	819	853	855	859	778
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	709	787	829	873	865	869	790
Net Finansman Gelir (Gider)	0	11	25	25	44	37	25
Parasal Kazanç (Kayıp)	-49	-55	-51	-44	-40	-46	-53
Vergi Öncesi Kar Zarar	1.065	1.019	1.236	1.321	1.271	1.193	1.086
Vergi	-267	-261	-361	-364	-291	-228	-85
Azınlık Hissedarları	44	50	56	61	62	77	85
Net Kar	753	708	819	896	917	889	916

Bilanço							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Dönen Varlıklar	4.527	4.454	4.673	5.086	6.425	5.697	5.337
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.335	3.274	3.315	3.684	5.139	4.297	3.863
Ticari Alacaklar	439	352	401	477	524	508	565
Stoklar	390	418	470	470	396	475	474
Diğer Dönen Varlıklar	363	409	488	456	366	416	435
Duran Varlıklar	5.776	6.102	6.213	6.184	5.083	5.724	6.318
Finansal Varlıklar & Equity Pick U	2.185	2.279	2.277	2.246	586	1.176	1.673
Maddi Duran Varlıklar	1.685	1.776	1.822	1.879	2.019	2.126	2.176
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	49	15	15	15	15	15	14
Kullanım Hakkı Varlıkları	41	41	40	41	41	41	41
Şerefiye	0	0	0	0	0	0	0
Ertenlenmiş Vergi Varlığı	3	3	4	4	4	2	3
Diğer Duran Varlıklar	1.814	1.988	2.055	2.000	2.418	2.364	2.410
Toplam Varlıklar	10.304	10.555	10.886	11.270	11.508	11.421	11.655
KV Yükümlülükler	1.558	1.488	1.639	1.685	1.696	1.695	1.819
KV Borçlar	0	0	0	1	2	1	1
Ticari Borçlar	356	279	311	400	444	392	422
Diğer KV Yükümlülükler	1.202	1.209	1.328	1.284	1.251	1.301	1.395
UV Yükümlülükler	717	767	877	923	954	908	887
UV Borçlar	112	130	136	131	153	150	155
Ertenlenmiş Vergi Yükümlülüğü	559	590	691	724	715	674	654
Diğer UV Yükümlülükler	46	48	50	68	85	84	79
Azınlık Hissedarları	108	88	107	125	148	110	129
Toplam Özkaynaklar	7.920	8.213	8.264	8.538	8.710	8.708	8.819
Toplam Yükümlülükler	10.304	10.555	10.886	11.270	11.508	11.421	11.655

Nakit Akım Tablosu (Çeyrekse)							
USDmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Faaliyetlerden Nakit	211	77	163	188	246	49	149
Yatırımlardan Nakit	-130	-177	126	10	-92	-72	132
Finansal Faaliyetlerden Nakit	11	-24	-344	18	-103	-164	-273
Toplam Nakit Girişi	73	-101	-23	235	-61	-188	15
Toplam SNA Girişi	81	-99	289	197	154	-22	281
Gelirleri Oranı	9%	-12%	32%	18%	14%	-3%	26%
Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)							
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Faaliyetlerden Nakit	467	373	502	640	675	647	632
Yatırımlardan Nakit	-178	-289	-263	-172	-134	-29	-22
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-320	-247	-345	-340	-454	-594	-522
Toplam Nakit Girişi	-31	-131	-53	185	51	-37	1
Toplam SNA Girişi	289	84	239	468	541	618	610
Gelirleri Oranı	9%	3%	7%	12%	14%	16%	15%

Çeyrekse Büyüme ve Marjlar							
Çeyrekse Büyüme (y/y) (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gelirler	30	40	21	37	23	0	21
Brüt Kar	112	58	27	17	1	-6	-23
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	91	92	21	20	1	2	-34
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	79	76	20	27	-3	3	-33
Vergi Öncesi Kar Zarar	34	-23	93	31	-14	-51	-24
Net Kar	-18	-30	56	41	10	-27	9
Çeyrekse Marjlar (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Brüt Kar	27,6	26,9	27,5	19,1	22,8	25,4	17,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	25,3	21,8	26,5	18,2	20,8	22,4	14,4
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	25,9	21,9	27,0	19,0	20,4	22,5	15,0
Net Finansman Gelir (Gider)	-1,1	2,2	1,1	0,6	0,8	1,4	-0,2
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1,9	-1,4	-0,3	-1,1	-1,2	-2,2	-0,8
Vergi Öncesi Kar Zarar	38,8	18,3	50,2	32,6	27,2	9,0	31,5
Net Kar	23,0	12,9	34,6	24,0	20,6	9,5	31,1

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar							
Son 12 Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Gelirler	-5	14	18	32	29	20	20
Brüt Kar	15	36	42	47	22	9	-4
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	13	33	33	47	23	10	-5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	9	27	27	45	22	10	-5
Vergi Öncesi Kar Zarar	19	19	40	36	19	17	-12
Net Kar	5	7	10	12	22	26	12
Son 12 Ay Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Brüt Kar	25,2	25,8	26,2	24,9	23,7	23,4	20,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	22,6	23,6	23,7	22,7	21,5	21,7	18,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	23,1	23,9	24,0	23,2	21,8	21,9	19,0
Net Finansman Gelir (Gider)	0,0	0,3	0,7	0,7	1,1	0,9	0,6
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1,6	-1,7	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,3
Vergi Öncesi Kar Zarar	34,7	30,9	35,7	35,2	32,0	30,1	26,2
Net Kar	24,6	21,4	23,7	23,9	23,1	22,4	22,1

Nakit Döngü & NİS							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Nakit Döngüsü (Gün)	58	60	65	55	42	57	55
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	52	39	42	46	48	47	50
Stok Döngü (Gün)	62	62	67	61	48	57	53
Ticari Borç Ödeme (Gün)	57	42	44	52	54	47	47
Net İşletme Sermayesi (Ana) (TLn)	473	492	560	547	476	591	617
Gelirleri Oranı	15%	15%	16%	15%	12%	15%	15%
Brüt Kara Oranı	61%	58%	62%	58%	51%	64%	71%

Borçluluk							
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Net Borç (Nakit) (TLmn)	-5.408	-5.424	-5.456	-5.798	-5.570	-5.322	-5.380
Net Borç / Özkaynaklar (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Fin. Borç / VAFÖK (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Esas Faal.Karı / Net Fin.Gel. (Gid.)	-1817,1x	57,6x	28,5x	30,2x	16,6x	19,7x	26,4x
Borç / (Borç + Özkaynak)	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

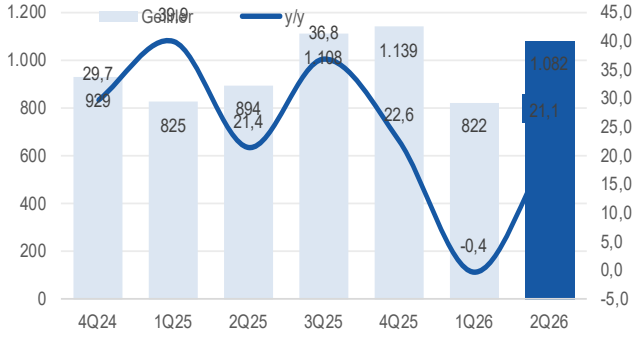
Getiri (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03	2026/06
Özkaynak Karlılığı (%)	10%	9%	10%	10%	11%	10%	10%
Net Kar Marjı (%)	25%	21%	24%	24%	23%	22%	22%
Varlık Devir Hızı	30%	31%	32%	33%	34%	35%	36%
Finansal Kaldrac Oranı	128%	127%	130%	130%	130%	130%	130%
ROIC (**)	19%	19%	20%	21%	18%	18%	15%
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	3.177	3.464	3.602	3.585	4.000	4.168	4.219

Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)			
	Pre	Post	Chg.
Gelirler	3.963	4.152	5%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	859	778	-9%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	869	790	-9%
Toplam SNA Girişi	618	610	-1%
Net Kar	889	916	3%
Toplam Özkaynaklar	8.708	8.819	1%
Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Pre	Post	
FD / Gelirler	1,5	1,4	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid.) Ha	6,8	7,4	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. (Gid.) Da	6,7	7,3	
FD/Net Faaliyet Varlıkları	1,4	1,4	
FD/SNA	9,4	9,5	
F/K	12,4	12,0	
F/D	1,3	1,2	

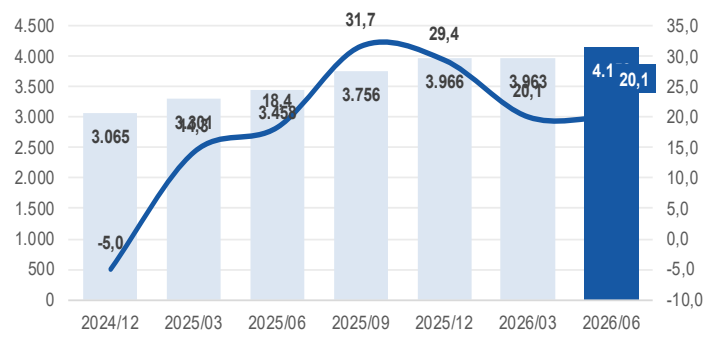
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Esas Faaliyet Karı / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili dönemin dönem sonu bakiyeleri üzerinden hesaplanmıştır.

ENKAİ - Özet Finansal Sonuçlar

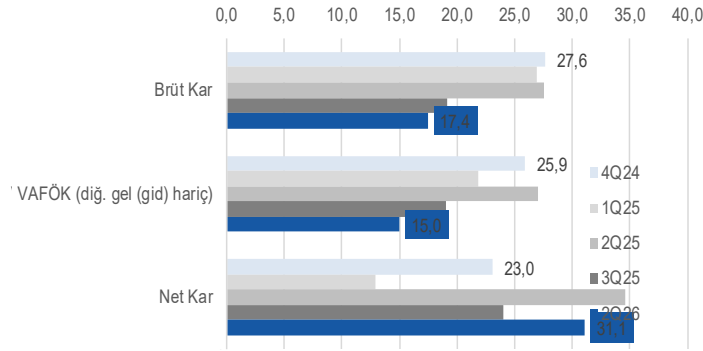
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)



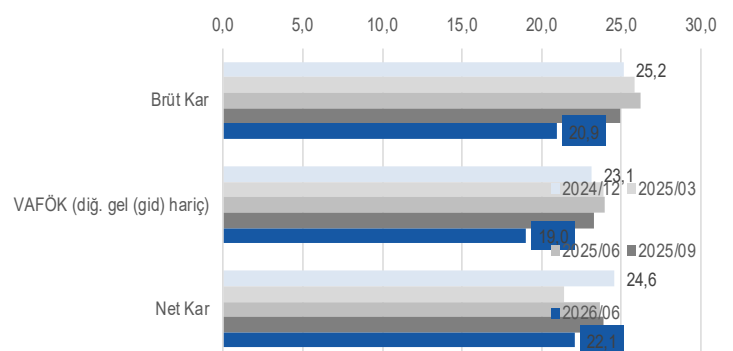
Son 12 Büyüme (y/y) (%)



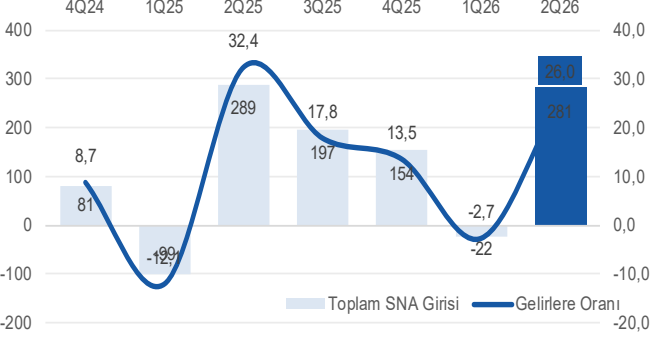
Çeyreksel Marjlar (%)



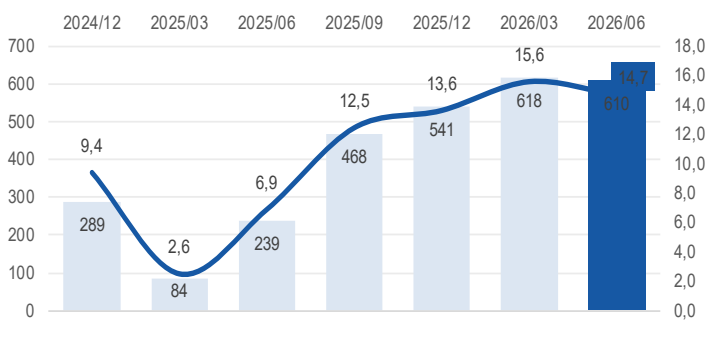
Son 12 Ay Marjlar (%)



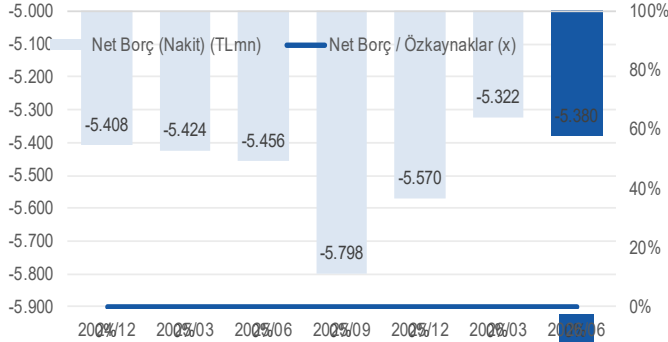
Çeyreksel SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



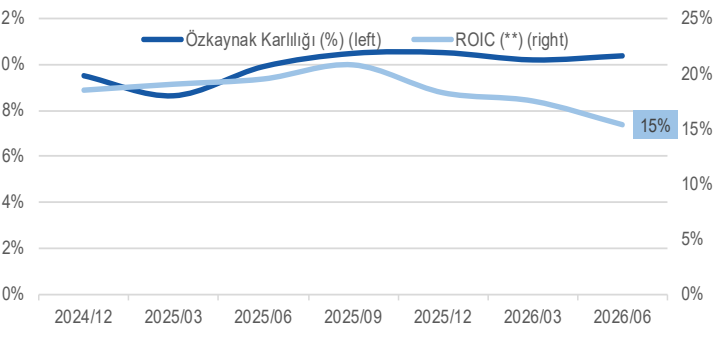
Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı (%)



Borçluluk



Getiri (%)



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.