

Büyüme hız kazanıyor, sonuçlar beklentilerin üzerinde

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	77,90	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	91.00				
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	467,400 / 11,116	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	58 / 26				
Halka Açıklık Oranı	12	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	986,6				
TMS/FRS - USD milyon	3Ç25	3Ç24	Yıllık Δ	2Ç25	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	1.108	810	36,8%	894	24,0%	944	948
VAFÖK	212	171	24,0%	239	-11,3%	202	216
Net Kar	266	189	40,9%	309	-13,9%	227	249
VAFÖK Marjı	19,1%	21,1%	-2,0 pp	26,7%	-7,6 pp	21.4%	22.8%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç25 Sonuçları

- Sonuçlar beklentilerden daha iyi.** Enka İnşaat, 3Ç25'te yıllık %41 artışla 266 milyon USD net kâr açıkladı. Net kar, esas olarak beklentimizden daha düşük vergi gideri nedeniyle bizim tahminimizi %17, beklentileri ise %7 aştı. Ayrıca, Vergi öncesi kâr, tahminlerimizle büyük ölçüde uyumlu gerçekleşti ve toplam kârın yaklaşık %40'ını oluşturan yatırım fonlarıyla birlikte, yıllık %43 artan finansal varlıklardaki yeniden değerlendirme kazançları da net kârı destekledi. Gelirler, elektrik üretimindeki yıllık %114 ve inşaatteki %27 büyümenin etkisi ve şirketin güçlü sipariş teslim performansı ile yıllık %37 artarak 1,1 milyar USD'ye ulaştı. VAFÖK, brüt kâr marjındaki yıllık 3 puanlık düşüş nedeniyle beklentilerin hafif altında kalarak %19 marjla 212 milyon USD (yıllık +%24) oldu. Buna rağmen operasyonel karlılık benzerlerine göre güçlü kalmaya devam etti.
- İnşaat: Daha büyük sözleşmelerle desteklenen rekor seviye.** İnşaat segmenti gelirleri yıllık %27 artışla 673 milyon USD'ye ulaşarak konsolide gelirlerin ~%60'ını oluşturdu ve yatay bir seyirle %18 VAFÖK marjı elde etti. ENKAİ'nin bakiye siparişleri, tahminlerimizin %6 üzerinde, tüm zamanların en yüksek seviyesi olan 8,7 milyar USD'ye (yıllık +%50) ulaştı. Bakiye sipariş/gelir oranı, bir yıl önceki 2,7x'ten 3,4x'e çıkarak daha uzun teslimat süreleri olsa da, daha büyük sözleşmeleri gösterir niteliktedir. Bakiye siparişlerdeki büyüme, ağırlıklı olarak bir önceki yıla göre daha büyük ölçekli sözleşmelerin imzalanmasını yansıtıyor.
- Elektrik Üretimi: Güçlü hacim, marj daralması.** Elektrik üretimi segmenti, ilk beklentilerimizle büyük ölçüde uyumlu bir performans gösterdi. 2025'in tamamı için 659 milyon USD gelir tahmin ediyorduk, bu da yıllık ~3 kat büyüme anlamına geliyordu. Eylül'25 sonu itibarıyla son 12 aylık segment gelirleri yıllık 2,5 kat artışla 547 milyon USD'ye ulaştı. Ancak, brüt kâr marjı, fiyatlandırma zorluklarını yansıtarak yıllık 4 puan düştü ve yıllık 8 puanlık bir VAFÖK marjı daralmasına yol açtı ve VAFÖK marjı %4 oldu.
- Gayrimenkul kiralama ve Ticaret: İyileşen marjlarla istikrarlı katkı.** Gayrimenkul Kiralama segmenti, yıllık %15'lik büyümeyle 103 milyon USD gelir ve %59 marjla 61 milyon USD VAFÖK yıllık %2 artış) elde etti. 23 Ekim'de satın alınan yeni Londra ofis binasının (~250 milyon USD) 4Ç25'te finansallara katkıda bulunmasını bekliyoruz. Ticaret segmenti gelirleri yıllık %5 artışla 79 milyon USD'ye ulaşarak %28 marjla (yıllık +12 pp) 22 milyon USD VAFÖK elde etti.
- Güçlü net nakit pozisyonu büyümeye devam ediyor.** Enka'nın net nakit pozisyonu, 197 milyon USD serbest nakit akışı (%18 marj) ve 47 milyon USD'lik net finansal varlık satışlarının desteğiyle, bir yıl önceki 5,2 milyar USD ve bir çeyrek önceki 5,5 milyar USD seviyesinden 5,8 milyar USD'ye ulaştı. Şirket, hem bakiye siparişlerdeki hem de varlık tabanındaki büyümeye rağmen istikrarlı sermaye verimliliği göstererek ROE'sini %10 seviyesinde tuttu.

Özet Görüşümüz

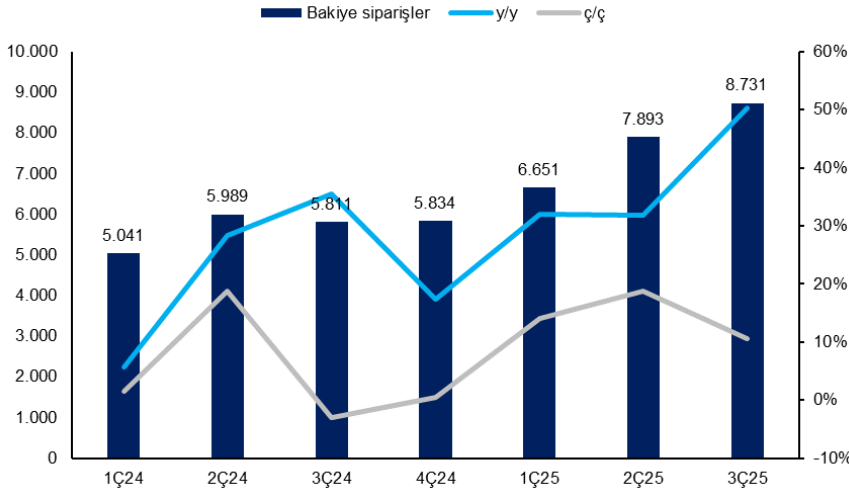
Enka'nın 3Ç25 sonuçlarını, (i) rekor bakiye sipariş büyümesi, (ii) elektrik üretimi segmentinin güçlü katkısı ve (iii) devam eden net nakit pozisyonuyla olumlu olarak değerlendiriyoruz. Şirketin son 12 aylık performansı, tüm yıl tahminlerimizi şimdiden aşıyor ve bu da yönetimden daha fazla netlik sağlandığında modelde yukarı yönlü revizyonlar için alan olduğunu gösteriyor. Bununla birlikte, mevcut seviyelerde Enka, 2025/2026 tahminlerimize göre 6,6x/5,8x FD/VAFÖK ve 12,8x/10,1x F/K seviyelerinde işlem görüyor. Şirketin güçlü bakiye siparişleri, çeşitlendirilmiş gelir karması ve bilanço gücü göz önüne alındığında, bu seviyelerin cazip olduğunu düşünüyoruz. **Şimdilik, 12 aylık hedef fiyatımızı değiştirmeden 91 TL/hisse ile AL önerimizi yineliyoruz.**

Tablo 1: Segment kırılımı (milyon USD)

ENKAİ Segment kırılımı	3Ç25	3Ç24	y/y	9A25	9A24	y/y	2025 Son 12 ay	2024 Son 12 ay	y/y
İnşaat	3Ç25	3Ç24	y/y	9A25	9A24	y/y	2025 Son 12 ay	2024 Son 12 ay	y/y
Gelir	673	530	27%	1.888	1.588	19%	2.554	2.140	19%
VAFÖK	119	93	28%	358	266	35%	518	365	42%
Net Kar	239	247	-3%	609	563	8%	752	849	-11%
VAFÖK marjı	18%	18%	0,1 pp	19%	17%	2,2 pp	20%	17%	3,2 pp
Net kar marjı	36%	47%	-11,0 pp	32%	35%	-3,2 pp	29%	40%	-10,2 pp
Elektrik üretimi	3Ç25	3Ç24	y/y	9A25	9A24	y/y	2025 Son 12 ay	2024 Son 12 ay	y/y
Gelir	275	129	114%	489	180	172%	547	218	151%
VAFÖK	10	15	-33%	45	-7	a.d.	62	-23	a.d.
Net Kar	-13	-23	-42%	-53	-73	-27%	-67	-142	-53%
VAFÖK marjı	4%	12%	-8,0 pp	9%	-4%	13,1 pp	11%	-11%	21,9 pp
Net kar marjı	-5%	-18%	13,2 pp	-11%	-41%	29,7 pp	-12%	-65%	52,9 pp
Gayrimenkul kiralama	3Ç25	3Ç24	y/y	9A25	9A24	y/y	2025 Son 12 ay	2024 Son 12 ay	y/y
Gelir	103	90	15%	290	252	15%	373	335	11%
VAFÖK	61	51	20%	174	152	14%	228	207	10%
Net Kar	46	-31	n.m.	138	49	180%	224	95	135%
VAFÖK marjı	59%	57%	2,3 pp	60%	60%	-0,3 pp	61%	62%	-0,7 pp
Net kar marjı	44%	-35%	79,0 pp	47%	19%	27,9 pp	60%	28%	31,6 pp
Ticaret	3Ç25	3Ç24	y/y	9A25	9A24	y/y	2025 Son 12 ay	2024 Son 12 ay	y/y
Gelir	79	75	5%	234	205	14%	308	285	8%
VAFÖK	22	12	83%	53	54	-2%	65	73	-11%
Net Kar	11	9	18%	28	33	-16%	36	45	-20%
VAFÖK marjı	28%	16%	11,9 pp	23%	26%	-3,7 pp	21%	26%	-4,5 pp
Net kar marjı	14%	13%	1,5 pp	12%	16%	-4,4 pp	12%	16%	-4,1 pp

Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 1: Bakiye siparişler (milyon USD)



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

ENKAI-Çeyreksele Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (çeyreksele)					
USDmn	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Gelirler	810	929	825	894	1.108
Brüt Kar	181	257	222	246	212
Faaliyet Giderleri	-44	-51	-73	-43	-42
Net Faaliyet Karı	137	206	149	203	170
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	173	236	178	234	203
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	171	242	179	239	211
Net Finansman Gelir (Gider)****	-12	-28	7	7	-5
Vergi Öncesi Kar Zarar	276	360	151	448	361
Vergi	-75	-125	-33	-127	-78
Azınlık Hissedarları	12	21	11	12	17
Net Kar	189	214	107	309	266

Gelir Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
USDmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Gelirler	2.853	3.065	3.301	3.458	3.756
Brüt Kar	635	771	853	906	936
Faaliyet Giderleri	-173	-199	-201	-211	-209
Net Faaliyet Karı	463	572	652	695	727
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	600	690	773	822	851
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	622	706	782	831	871
Net Finansman Gelir (Gider)	-34	-49	-44	-27	-19
Vergi Öncesi Kar Zarar	973	1.065	1.019	1.236	1.321
Vergi	-136	-267	-261	-361	-364
Azınlık Hissedarları	36	44	50	56	61
Net Kar	800	753	708	819	896

Bilanço					
USDmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Dönen Varlıklar	4.430	4.527	4.454	4.673	5.086
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.190	3.335	3.274	3.315	3.684
Ticari Alacaklar	400	439	352	401	477
Stoklar	442	390	418	470	470
Duran Varlıklar	5.543	5.776	6.102	6.213	6.184
Finansal Varlıklar	2.134	2.185	2.279	2.277	2.246
Maddi Duran Varlıklar	1.530	1.685	1.776	1.822	1.879
Kullanım Hakkı Varlıkları	58	41	41	40	41
Şerefiye	0	0	0	0	0
Toplam Varlıklar	9.973	10.304	10.555	10.886	11.270
KV Yükümlülükler	1.547	1.558	1.488	1.639	1.685
KV Finansal Borçlar	5	4	5	6	6
KV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	344	356	279	311	400
UV Yükümlülükler	649	717	767	877	923
UV Finansal Borçlar	113	112	130	136	131
UV Kiralama Borçları	0	0	0	0	0
Azınlık Hissedarları	96	108	88	107	125
Toplam Özkaynaklar	7.778	8.028	8.301	8.371	8.663
Toplam Yükümlülükler	9.973	10.304	10.555	10.886	11.270

Nakit Akım Tablosu (çeyreksele)					
USDmn	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Faaliyetlerden Nakit	50	211	77	163	188
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-82	-130	-177	126	10
Finansal Faaliyetlerden Nakit	12	11	-24	-344	18
Toplam Nakit Girişi	-20	93	-124	-55	215
Serbest Nakit Akımı (SNA)	-32	81	-99	289	197
Gelirlere Oranı	-4%	9%	-12%	32%	18%

Nakit Akım Tablosu (Son 4Ç Toplam)					
USDmn	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Faaliyetlerden Nakit	394	467	373	502	640
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-198	-178	-289	-263	-172
Finansal Faaliyetlerden Nakit	-347	-320	-247	-345	-340
Toplam Nakit Girişi	-151	-31	-162	-106	129
Serbest Nakit Akımı (SNA)	196	289	84	239	468
Gelirlere Oranı	7%	9%	3%	7%	12%

Çeyreksele Büyüme & Marjlar					
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Gelirler	-8	30	40	21	37
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	3	62	87	26	17
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-5	54	72	26	24
Net Kar	39	-18	-30	56	41
Çeyreksele Marjlar (%)	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	22,4	27,6	26,9	27,5	19,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	21,3	25,4	21,6	26,2	18,3
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	21,1	26,0	21,7	26,8	19,1
Net Faaliyet Karı	16,9	22,2	18,0	22,7	15,3
Vergi Öncesi Kar Marjı	34,1	38,8	18,3	50,2	32,6
Net Kar Marjı	23,3	23,0	12,9	34,6	24,0

Yıllıklandırılmış Büyüme & Marjlar					
Son 4Ç Büyüme (%)	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Gelirler	-18,3	-5,0	14,3	18,4	31,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-18,1	-18,1	-18,1	-18,1	-18,1
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-9,5	9,5	27,8	31,8	40,0
Net Kar	22,3	5,5	5,5	5,5	5,5
Son 4Ç Marjlar (%)	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Brüt Kar Marjı	22,3	25,2	25,8	26,2	24,9
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	21,0	22,5	23,4	23,8	22,7
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	21,8	23,0	23,7	24,0	23,2
Net Faaliyet Karı	16,2	18,7	19,8	20,1	19,4
Vergi Öncesi Kar Marjı	34,1	34,7	30,9	35,7	35,2
Net Kar Marjı	28,1	24,6	21,4	23,7	23,9

Nakit Döngü & NİS					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Net Nakit Döngüsü (Gün)	35	47	18	20	37
Ticari Alacak Tahsilat	51	52	39	42	46
Stok Döngü	57	57	42	44	52
Ticari Borç Ödeme	73	62	62	67	61
Net İşletme Sermayesi (Ana) (*)	498	473	492	560	547
Gelirlere Oranı	17%	15%	15%	16%	15%

Borçluluk					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Net Borç (Nakit)	-5.211	-5.408	-5.424	-5.456	-5.798
Net Borç / Özkaynaklar (x)	-	-	-	-	-
Net Borç / VAFÖK (x)	-	-	-	-	-
Esas Faal.Kar / Net Fin.Gel. (Gid.) (x)	-17,8	-14,0	-17,6	-30,9	-43,7
Borç / (Borç + Özkaynak)	2%	1%	2%	2%	2%

Getiri Metrikleri					
	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09
Özkaynak Karlılığı	10%	10%	9%	10%	10%
Net Kar Marjı	28%	25%	21%	24%	24%
Varlık Devir Hızı (x)	28,6	29,8	31,3	31,8	33,3
Finansal Kaldıraç Oranı (x)	128,2	128,3	127,2	130,1	130,1
ROIC (**)	13%	16%	17%	17%	19%

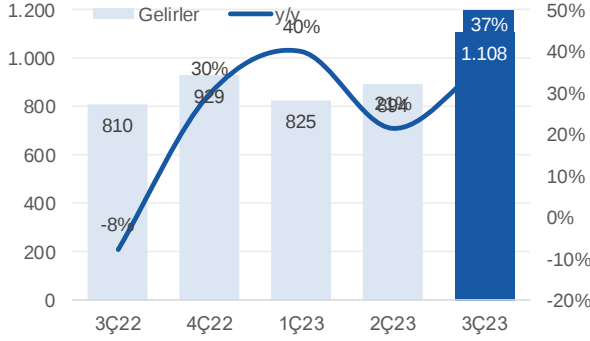
YKY Tahminler (Sonuçlar Öncesi)					
	Son 4Ç	2025T	reel Δ	2026T	reel Δ
Gelirler	3.756	3.755	0%	4.473	19%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	851	825	-3%	946	15%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	468	506	8%	570	13%
Net Kar	896	866	-3%	1.097	27%
Toplam Özkaynaklar	8.663	8.557	-1%	9.216	8%

Piyasa Çarpanları (x) (***)			
	Son 4Ç	2025T	2026T
FD / Gelirler	1,45	1,4	1,2
FD / VAFÖK	6,39	6,6	5,8
FD / SNA	11,63	10,7	9,5
F/K	12,4	12,8	10,1
F/DD	1,28	1,3	1,2

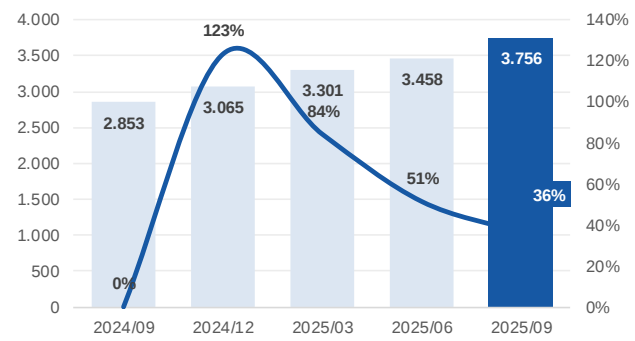
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Net Faaliyet Karı (Diğ. Dahil) / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili yılın değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır (****) Net finansman gelir/gider kalemi parasal kazanç/kayıp içermektedir.

ENKAİ-Çeyrekssel ve Son 12 Ay Finansallar

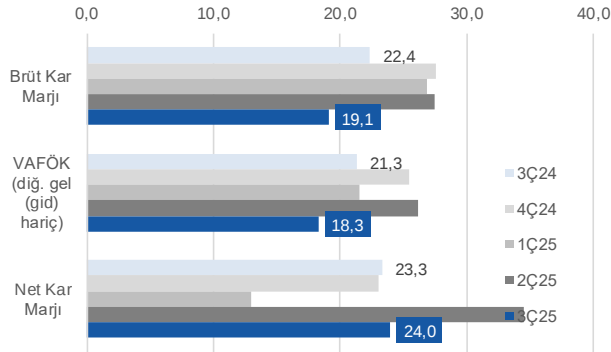
Önceki Yılın Aynı Çeyreğine Göre Büyüme (%)



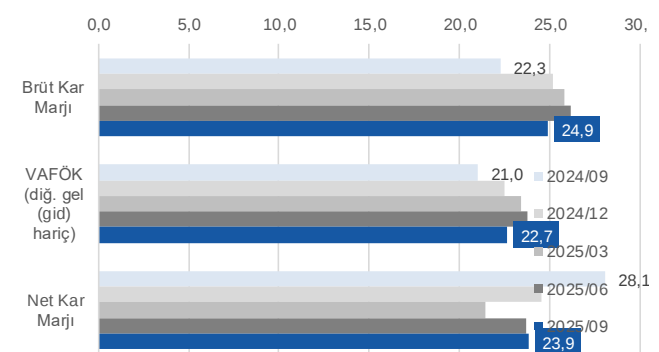
Son 4Ç Büyüme (%)



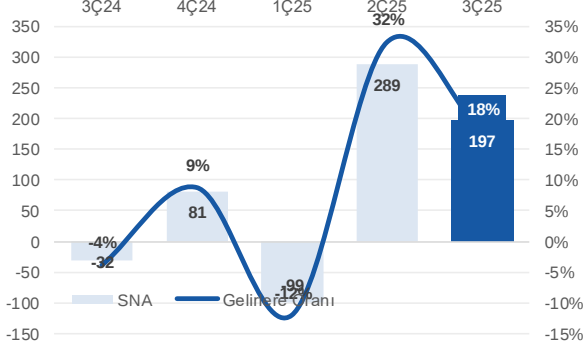
Çeyrekssel Marjlar (%)



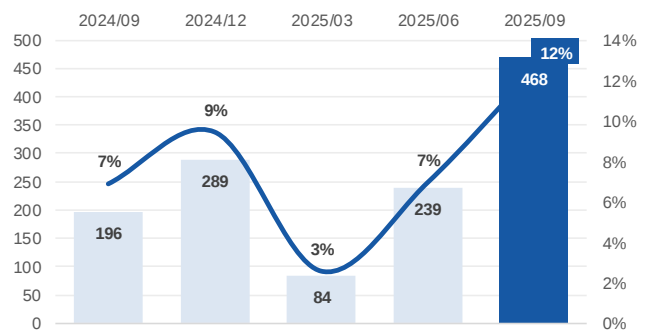
Son 4Ç Marjlar (%)



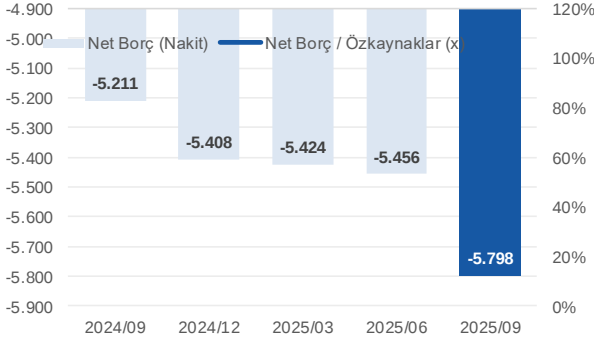
Çeyrekssel SNA (TLmn) & SNA Marjı



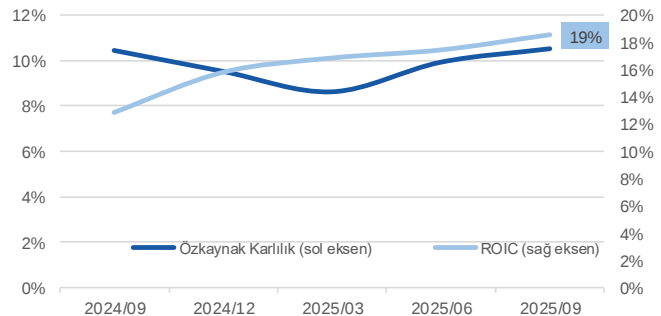
Son 4Ç SNA (TLmn) & SNA Marjı



Borçluluk



Getiri Metrikleri



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.