

Şirket Güncelleme

Düşük faiz oranları ile iyileşen görünüm

Makro tahminlerimizdeki güncelleme ve beklentilerimizdeki değişiklikler sonucunda Emlak Konut için hisse başı hedef değerimizi 1.56 TL'den 2.19 TL'ye yükseltiyoruz. Zor bir 2018-2019 dönemi ardından Emlak Konut için görünümün iyileşmeye başladığını düşünüyoruz. Düşük faiz ortamının i) konut yatırımlarını cazip hale getirmesi ve ii) borçlu bir bilançoya sahip olan Şirket'in faiz maliyetlerini aşağıya çekmesi açısından Emlak Konut GYO için oldukça destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Hedef fiyatımız %27 artış potansiyeline işaret ediyor. Hisse için AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. EKGYO net aktif değerine göre %68 iskonto ile işlem görmekte. Bu oran 5 yıllık ortalama iskontosu %41'in üzerindedir.

Konut kampanyaları salgının negatif etkilerini telafi ediyor. Emlak Konut yılın ilk çeyreğinde ön satış hedefinin %70 oranında aşarak 2020'ye hızlı bir başlangıç yaptı. Konut satışlarındaki bu momentum salgın nedeniyle sekteye uğratılmış olsa da, Kamu Bankaları'nın açıkladığı çok uygun şartlarla (15 yıla kadar vade ile aylık% 0,64 faiz, 1 yıllık ödemesiz dönem) konut kredisi alma imkanı sağlayan kredi paketi kısa vadede konut satışlarını ve fiyatlarını destekleyecektir. Ek olarak, Emlak Konut'un başlattığı cazip ödeme planları sunan kampanyanın satış rakamlarında çok daha hızlı bir toparlanmaya yol açması muhtemel. Kampanya, 2 yıllık ödemesiz dönem, % 10 indirim ve % 20 peşinat (başlangıçta% 5 ve ödemesiz dönem sonunda% 15) imkanları ile vadesi 15 yıla kadar uzayan aylık % 0.7-0.8 faiz oranı sunuyor. Kampanya 26 proje için geçerli olacak. Projelerin büyük kısmı teslim hazır ya da teslimi yakın tarihli. Emlak Konut sadece ilk iki yıl için faiz maliyetini üstlenecek ve bu maliyeti yüklenicileri ile paylaşacak. Finansmanın geri kalanı bankalar tarafından yapılacaktır. Kampanyanın, nakit akışında gecikmeye neden olmadan satış performansını olumlu etkilemesini bekliyoruz. Dolayısıyla, Şirket 2020 yılı için hedeflediği 5.1 milyar TL ön satış hedefine ulaşacaktır. Çevre ve Şehircilik Bakan'ının yaptığı açıklamaya göre kampanya dahilinde 1 haftada 3 bin konut satışı yapılarak 3.5 milyar TL satış değerine ulaşılmış. Bu durumda Şirket'in ön satış hedefi üzerinde yukarı yönlü riskler bulunmakta.

Konut yatırımları, düşük faiz ortamı ve sektördeki yeniden dengelenme göz önüne alındığında cazip bir yatırım aracı haline geliyor. TCMB'nin Temmuz 2019'dan bu yana 1575 baz puan faiz indirimi sonrasında, mevduat faizleri %7 seviyelerine kadar düştü. Mevcuttaki negatif reel faiz yatırımcıların gayrimenkul gibi diğer yatırım alternatiflerine yönelmesine yol açıyor. Stabil TL, döviz işlemlerine uygulanan yeni vergiler ve düşük mevduat oranlarının konut yatırımlarını teşvik edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, 2Y18'de başlayan inşaat ruhsatı sayısındaki keskin düşüş eğilimi, konut stokunu azaltarak sektörde yeniden dengelenmeyi tetikliyor. Arz / talep dinamikleri arasındaki bu dengelenmenin, konut fiyatları üzerindeki baskıyı azaltması sonucunda mevcut konut fiyatları ve düşük faiz oranlarından yararlanmak isteyen potansiyel konut alıcıları harekete geçirmesini bekliyoruz.

Serbest nakit akışı üretiminde iyileşme. Güçlü satış performansına ek olarak Emlak Konut'un önümüzdeki dönemde serbest nakit akışı üretimini destekleyecek diğer faktörler; i) Ticari ve bilanço dışı alacakların tahsili, düzenli nakit girişleri getirmeye devam etmelidir. 1Ç20 itibarıyla, Emlak Konut'un, geçmiş yıllarda yapılan vadeli satışlar ile ilgili olarak 6,35 milyar TL ticari ve bilanço dışı alacağı (1 yıl içinde 1,59 milyar TL) bulunmaktadır. ii) Düşük faiz oranları ile iyileşen talep koşullarının nakit satışların toplam satışlar içindeki payını artırması. iii) Anahtar teslim projeleri ile ilgili inşaat maliyetlerinin büyük bir kısmı halihazırda yapılmış olması ve 2020 için planlanan yeni büyük çaplı bir proje olmaması nedeniyle nakit akışı üzerindeki yükün hafiflemesi.

Borç maliyetlerinde düşüş. Şirket finansal giderler açısından da düşük faiz ortamdan yararlanmaya devam etmektedir. 1Ç20 itibarıyla Emlak Konut'un tamamı TL cinsi 4,5 milyar TL brüt borcu bulunmaktadır. Emlak Konut'un ortalama borçlanma maliyeti 2019 yılsonundaki % 17,7 seviyesinden 1Ç20'de % 11,2'ye düşmüştür. 2020 yılı için ortalama borç maliyetinin %10,6'ya gerilemesini ve bunun da toplam finansal giderlerde %34'lük bir düşüşe neden olmasını bekliyoruz.

Lütfen son sayfada yer alan önemli yasal uyarıya bakınız.

AL

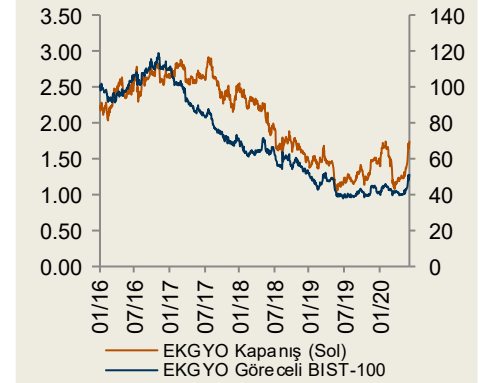
Yükselme Potansiyeli 26%

Kodu	EKGYO	
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	1.74	0.26
12 Aylık Hedef Fiyat	2.19	0.30
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	1.58	0.23
Piyasa Değeri (mn)	6,612	975
Halka Açık PD (mn)	3,350	494
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	216.6	32.0
Hisse sayısı (Adet mn)		3,800
Takas Saklama Oranı (%)		51

Çarpanlar	2019G	2020T	2021T
F/K	8.5	5.3	4.8
PD/DD	0.5	0.5	0.5
FD/FAVÖK	8.8	7.4	6.8

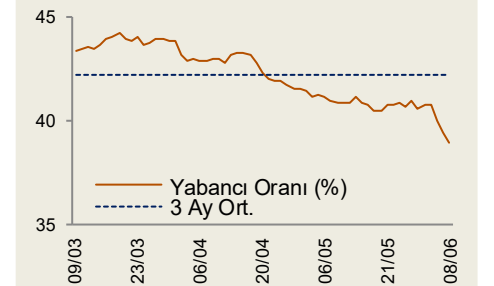
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	42.6	19.2	54.0
ABD \$	49.6	4.6	32.9
BIST-100 Relatif	27.3	24.4	31.8

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 1.07 1.74

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 39



Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Serbest nakit akışı üretiminde iyileşme. Güçlü satış performansına ek olarak Emlak Konut'un önümüzdeki dönemde serbest nakit akışı üretimini destekleyecek diğer faktörler;

i) Ticari ve bilanço dışı alacakların tahsili, düzenli nakit girişleri getirmeye devam etmelidir. 1Ç20 itibarıyla, Emlak Konut'un, geçmiş yıllarda yapılan vadeli satışlar ile ilgili olarak 6,35 milyar TL ticari ve bilanço dışı alacağı (1 yıl içinde 1,59 milyar TL) bulunmaktadır. Yönetim, müşterilerin taksitlerini zamanında ödeme konusunda önemli bir aşağı yönlü risk görmemektedir. Virüs şokundan sonra Şirket, müşterileri için taksit ödemelerinde 2 ay erteleme sunan bir kampanyaya başlattı. Kampanyaya, TL30mn'lik bir ertelemeye karşılık gelen 1000 başvuru oldu. Beklenen alacak tutarı dikkate alındığında 30mn TL'nin önemli bir etki yaratmayacaktır.

ii) Düşük faiz oranları ile iyileşen talep koşullarının nakit satışların toplam satışlar içindeki payını arttırması. Düşük faiz oranları, vadeli satışların artmasına ve Emlak'ın nakit döngüsünün uzamasına neden olan, Şirket tarafından finanse edilen konut kampanyalarına olan ihtiyacı azaltmaktadır. Yönetim, nakit satışların payının 2019'daki ortalama %20 seviyesinden 2020'de %50 seviyesine yükselmesini bekliyor.

iii) Anahtar teslim projeleri ile ilgili inşaat maliyetlerinin büyük bir kısmı halihazırda yapılmış olması ve 2020 için planlanan yeni büyük çaplı bir proje olmaması nedeniyle nakit akışı üzerindeki yükün hafiflemesi bekleniyor.

Yeni kampanya kısa vadede net karı artırabilir. Kampanya dahilindeki ünitelerin çoğunun tamamlanıp teslim edilmeye hazır olduğu göz önüne alındığında, satışların kısa vadede gelir tablosuna kaydedilecektir. Bu da karlılığı ve temettüleri ödemelelerini olumlu yönde etkileyebilir.

Temettü ve geri alım programı. Emlak Konut, 1 Nisan'da yapılması planlanan Genel Kurul Toplantısını daha ileri bir tarihe erteledi. Bu karardan önce Yönetim yaklaşık %10 dağıtma oranı ve % c.1.2 temettü verimine karşılık gelen 76,6 milyon TL brüt nakit temettü (brüt: 0,02 TL / hisse) ödemesi teklifinde bulunacağını açıklamıştı. Ek olarak, Emlak Konut 251.620.138 nominal adete ve azami 1 milyar TL tutarına kadar hisse geri alım programı kararı aldığını açıklamıştı. Her ne kadar Şirket'in kısa vadede

RİSKLER

Faiz oranlarında meydana gelebilecek ciddi artışları en önemli risk faktörü olarak görüyoruz. Konut talebi, tüketici güvenine zarar verebilecek ekonomik belirsizliklere oldukça duyarlı. Ayrıca, kısa vadede borçluluk üzerinde baskı yaratacak büyük ölçekli arazi yatırımları da hisse performansı için negatif olabilir.

DEĞERLEME

Şekil 1: Değerleme Özeti

	Değerleme Yöntemi	mn TL
Gelir Paylaşımı Projeleri ve Konut Stoğu	İNA	11,033
Anahtar Teslim Projeler	İNA	389
Arsalar	İNA	4,459
Ticari ve Bilanço Dışı Alacaklar	İNA	3,957
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Ekspertiz Değeri	594
Operasyonel Giderler	İNA	- 4,256
Finansal Yatırımlar		15
Net nakit (Borç)		- 4,248
Hedef NAD		14,092
NAD iskontosu		41%
Hedef Piyasa Değeri		8,314.14
Piyasa fiyatı		1.74
Hedef fiyat		2.19
Artış potansiyeli %		26%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri

Emlak Konut GYO

Ortaklık Yapısı (%)

Diğer	50.7
T.C.Çevre Ve Şehircilik Bakanlığı Toplu Konut İdaresi Başkanlığı	49.3

Faaliyet Konusu

Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından portföy oluşturmak, yönetmek.

Gelir Tablosu (m n ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	3,918	5,646	5,242	5,001	6,063
Brüt Kar (Zarar)	1,670	1,547	1,835	2,000	2,425
Operasyonel Giderler	299	354	400	440	485
Esas Faaliyet Karı	1,371	1,193	1,435	1,561	1,940
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	245	212	212	233	257
Net Finansman Gelir (Gideri)	-346	-624	-409	-424	-385
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,270	781	1,238	1,370	1,812
Vergi Giderleri (Gelirleri)	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	1,270	781	1,238	1,370	1,812
Düzeltilmiş Net Kar	1,270	781	1,238	1,370	1,812
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,371	1,193	1,435	1,561	1,940
FAVÖK	1,381	1,204	1,447	1,574	1,955

Büyümler & Opr. Perf.	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Büyümler					
Net Satışlar	0.4%	44.1%	-7.1%	-4.6%	21.2%
Faaliyet Karı	-26.0%	-13.0%	20.3%	8.8%	24.3%
FAVÖK	-25.8%	-12.8%	20.2%	8.8%	24.2%
Net Kar	n.a	n.a	58.6%	10.7%	32.3%

Operasyonel Performans	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Brüt Marj	42.6%	27.4%	35.0%	40.0%	40.0%
Faaliyet Kar Marjı	35.0%	21.1%	27.4%	31.2%	32.0%
FAVÖK Marjı	35.2%	21.3%	27.6%	31.5%	32.2%
Net Kar Marjı	32.4%	13.8%	23.6%	27.4%	29.9%
Özkaynak Karlılığı	9.9%	5.8%	8.9%	9.6%	12.4%
Aktif Karlılığı	5.9%	3.4%	5.4%	6.0%	7.8%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	8.5%	7.0%	7.9%	8.6%	10.6%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	-5.1%	-8.7%	16.0%	24.4%	3.7%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-4.3%	-11.2%	15.0%	22.5%	2.4%

Rasyo Analizi	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.9	8.0	5.0	4.6	3.4
FD / FAVÖK (x)	7.5	8.6	7.2	6.6	5.3
FD / Satışlar (x)	2.6	1.8	2.0	2.1	1.7
PD / Defter Değeri (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Nakit Akışı / PD	a.d	a.d	12.6%	18.1%	2.4%
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.33	0.21	0.33	0.36	0.48
Hisse Başı Temettü (₺)	0.17	0.03	0.02	0.03	0.04
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	1.2%	2.0%	2.2%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	2,911	4,253	4,068	3,487	3,857
Net Borç / FAVÖK (x)	2.1	3.5	2.8	2.2	2.0
Net Borç / Özsermaye (x)	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3

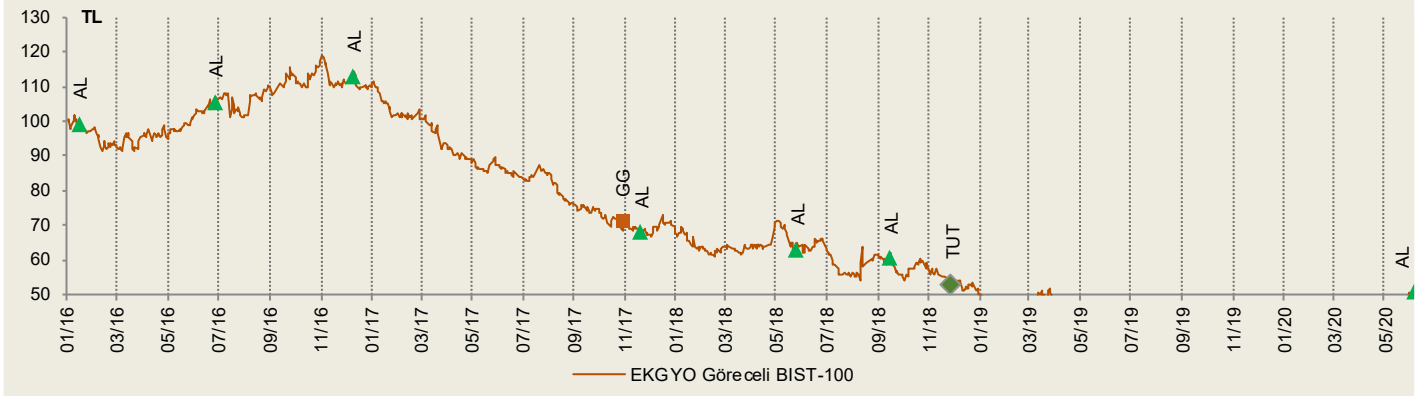
Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (m n ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	19,811	19,364	18,833	18,965	18,635
Nakit ve Nakit Benzerleri	553	510	535	640	766
Ticari Alacaklar	1,574	2,909	3,684	4,712	5,504
Stoklar	14,750	12,840	11,192	9,849	8,215
Diğer Dönen Varlıklar	2,880	3,083	3,422	3,764	4,150
Duran Varlıklar	2,849	4,048	3,946	3,952	4,677
Ticari Alacaklar	1,896	3,068	2,849	2,718	3,294
Maddi Duran Varlıklar	63	65	73	82	92
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	887	910	1,019	1,146	1,284
Toplam Varlıklar	22,659	23,411	22,779	22,917	23,312
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,738	8,024	5,930	5,932	5,879
Finansal Borçlar	1,778	3,176	1,990	1,512	2,004
Ticari Borçlar	966	489	391	313	251
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,995	4,359	3,549	4,107	3,625
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,835	1,639	2,644	2,648	2,652
Finansal Borçlar	1,686	1,588	2,588	2,588	2,588
Ticari Borçlar	69	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	80	52	56	60	65
Özkaynaklar	13,087	13,748	14,205	14,337	14,780
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,087	13,748	14,205	14,337	14,780
Ödenmiş Sermaye	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
Rezerv ve Diğer Kalemler	8,017	9,168	9,168	9,168	9,168
Dönem Net Karı (Zararı)	1,270	781	1,238	1,370	1,812
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	22,659	23,411	22,779	22,917	23,312

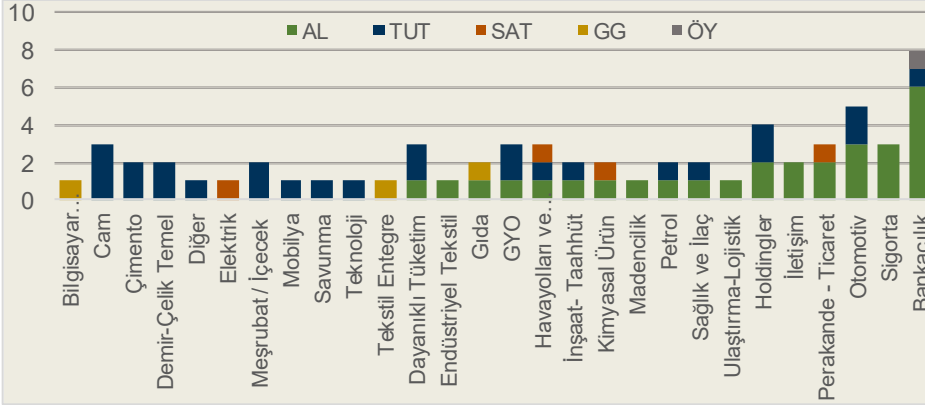
Nakit Akım (m n ₺)	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	-200	-492	840	1,222	222
Düzeltilme Öncesi Kar	1,270	781	1,238	1,370	1,812
Amortisman & İtfa Payları	7	29	12	13	15
İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,568	-1,733	-503	-381	-1,866
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	90	432	93	221	262
Yatırım Faal. Kay. Nakit	31	-138	-53	-96	-75
Sabit Sermaye Yatırımları	-1	-39	-20	-30	-25
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	33	-99	-33	-66	-49
Serbest Nakit Akım	-169	-630	786	1,126	148
Finansman Faal. Kay. Nakit	156	653	-671	-1,025	-27
Finansal Borçlardaki Değişim	1,005	1,298	-185	-479	492
Temettü Ödemeleri	-644	-127	-77	-124	-137
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-204	-527	-409	-423	-383
Net Nakit Değişimi	-13	23	115	102	122

Emlak Konut GYO

Göreceli Getiri / Öneriler



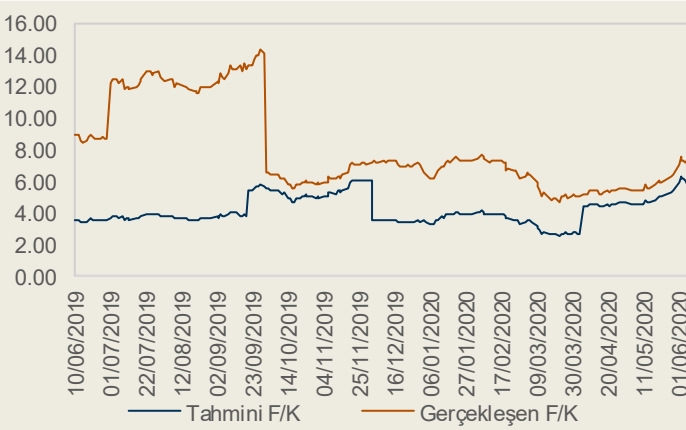
Sirket Sayısı



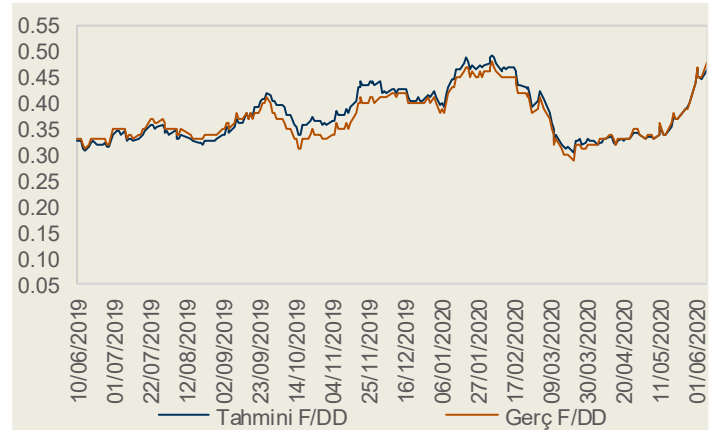
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



Kaynak: İş Yatırım

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.