

ENKA

ENKA İnşaat

İnşaatta büyüme; enerjide toparlanma.

ENKA İnşaat <ENKAİ TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı 2,3 USD'ye yükseltiyor (önceki: 1,8 USD/hisse) ve önerimizi 'AL' olarak güncelliyoruz (önceki TUT). Yeni hedef fiyatımız %37 getiri potansiyeli sunuyor. Hisseye yönelik olumlu duruşumuzun ve yukarı yönlü revizyonların arkasında yatan ana etmenler (i) "İnşaat" iş kolunda, ilk beklentilerimizden çok daha güçlü ilerleyen büyüme (ii) "Enerji" iş kolunda süregelen ve 2Y25'te daha gözle görülecek toparlanma ve (iii) mevcut makro görünümde aşağı yönlü riskleri sınırlayan güçlü bilançosudur. Konsolide bazda ve USD cinsinden önümüzdeki iki sene ortalama ~%20 ciro ve VAFÖK büyümesi öngördüğümüz ve çift haneli sermaye getirisini korumasını beklediğimiz ENKA'nın mevcut seviyelerden halen alım fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

- **"İnşaat"ta yüksek marjlı yeni sözleşmelerle güçlü büyüme:** 1Ç25'te inşaat iş kolu bakiye siparişleri, 6,7 milyar USD'ye ulaştı. Şirket 2Ç25'te Irak'ta 485 milyon EUR ve 289 milyon USD tutarında mühendislik, tedarik ve inşaat (EPC) ve ABD'de 528 milyon USD tutarında havacılık komponentlerinin üretimine ilişkin sözleşme imzaladı. 2025 yılsonu için bakiye siparişlerin 7,3 milyar USD'ye, hasılatın ve VAFÖK'ün, sırasıyla 2,4 milyar USD ve 473 milyon USD'ye ulaşmasını bekliyoruz.
- **"Enerji"de gözle görülür toparlanma:** Temmuz 2024'te piyasa takas fiyatındaki (PTF) tavan fiyat uygulamasının %11 artmasıyla ENKA elektrik üretimini artırdı ve 3Ç24'ten itibaren bu iş kolundaki iyileşme belirginleşti. ENKA, hâlihazırda Türkiye'de %57 verimlilikle 4,1 GW kapasiteli doğal gaz çevrim santrali işletmektedir. Şirket, 2Ç25'te 45 MW kurulu güçte güneş enerji santralini (GES) Bulgaristan'da ve 4Ç25'te %63 verimlilikle çalışan 850 MW kurulu güçte yeni bir doğal gaz çevrim santralini Türkiye'de devreye alacak. Bu yatırımlarla toplam kurulu güç 2025 yılsonunda ~5GW'e çıkacak. Enerji iş kolunun 2025'te 659 milyon USD gelir ve 48 milyon USD VAFÖK elde etmesini bekliyoruz.
- **Potansiyel RUB/USD iyileşmesi:** Enka'nın gayrimenkul iş kolundaki gelirleri RUB bazlıdır. Ofis ve perakende alanlarından elde edilen kira gelirleri sırasıyla %98 ve %95 doluluk oranlarıyla güçlü kalmaya devam ediyor. Otel operasyonlarıysa jeopolitik gerilimlerin etkisiyle görece zayıf devam etse de, zararın büyük ölçüde yüklenildiği ve gerilimin azalmasıyla talep ve oda fiyatlarının toparlanmasının daha muhtemel olduğu kanaatindeyiz.
- **Güçlü nakit pozisyonu:** ENKA'nın 1Ç25 itibarıyla 5,4 milyar USD net nakit pozisyonunda ve piyasa değerinin %57'sine denk gelen bu büyüklük esasen ABD devlet tahvillerinden oluşuyor. Şirkete yeni ihalelerde daha rekabetçi olmasını sağlayan ve hisse fiyatında aşağı yönlü riskleri sınırlayan güçlü nakit pozisyonunun FED'in "potansiyel" faiz indirimleriyle şirketin net karlılığını geçen yıla göre daha çok desteklemesini bekliyoruz.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

(milyon USD)	2023	Δ	2024	Δ	2025T	Δ	2026T	Δ
Net satışlar	3.226	-14%	3.065	-5%	3.755	22%	4.473	19%
VAFÖK	609	-28%	690	13%	825	20%	946	15%
Net Kar	714	a.d.	753	5%	866	15%	1.097	27%
F/K (x)	11,3		10,4		10,6		8,4	
FD/VAFÖK (x)	5,0		3,7		4,7		4,1	
FD/Satış (x)	0,9		0,8		1,0		0,9	
Hisse Başına Kar (USD)	0,1		0,1		0,1		0,2	
Temettü Verimi (*)	1,1%		5,0%		3,8%		5,4%	
Serbest Nakit Akış Verimi	3,6%		3,7%		5,5%		6,2%	

(*) temettü verimi ödeme yılına göre hesaplanmıştır, FD'de en son açıklanan net borç kullanılmıştır

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

Öneri

AL

Hedef Fiyat

TL91,00

Potansiyel Getiri

37%

Fiyat Bilgileri

Kodu	ENKAİ.TI / ENKAİ.IS
İşlem Gördüğü Pazar (*)	Yıldız Pazar
Kapanış Fiyatı	TL66,45
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	398.700 / 10.033
Hisse Sayısı (mn)	6.000
Saklama Oranı	12%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	973,31 / 25,22

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

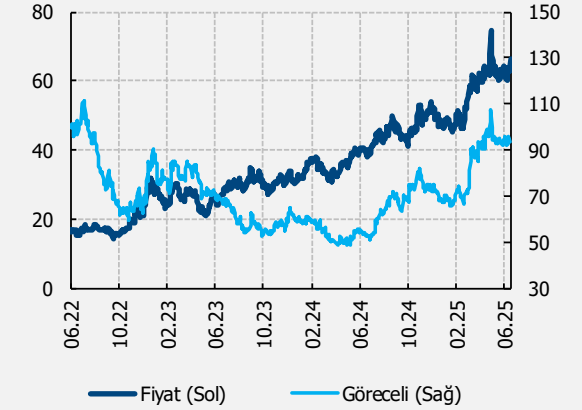
1 Aylık	66,45 / 60,00
1 Yıllık	74,48 / 38,17
Sene başından itibaren	74,48 / 45,11

Performans (TL)

Nominal

Göreceli

1 Aylık	11%	0%
3 Aylık	8%	4%
1 Yıllık	67%	75%
Sene başından itibaren	42%	38%



30 Haziran 2025 tarihi ile güncellenmiştir.

Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

(*) Pazar işlem kuralları için: www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/506/pazarlar

Eren Ercis

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 83 66

Mustafa Görkem Goker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

+90 212 319 79 49

Finansal Özet (milyon USD)	2022	2023	2024	2025T	2026T
Gelir Tablosu					
Net satışlar	3.770	3.226	3.065	3.755	4.473
Brüt Kar	845	668	771	1.008	1.132
Faaliyet giderleri	-110	-161	-199	-309	-339
VAFÖK (**)	842	609	690	825	946
Amortisman	107	102	118	126	154
Faaliyet gelirleri	735	507	572	699	793
Finansal gelir/gider	-34	-15	-49	16	9
Diğer gelir/gider	-590	404	542	439	674
İştirak Karı / Zararı	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar	111	896	1.065	1.155	1.476
Vergi	-95	-152	-267	-241	-317
Azınlık hisseleri / diğer	9	30	44	48	61
Net Kar	7	714	753	866	1.097
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	2.504	3.035	3.335	3.549	4.184
Stoklar	424	286	390	452	549
Ticari alacaklar	313	363	439	514	613
Diğer alacaklar	347	363	363	421	496
Dönen Varlıklar	3.588	4.048	4.527	4.935	5.843
Maddi duran varlıklar	1.211	1.290	1.685	1.731	1.825
Finansal yatırımlar	2.093	2.160	2.185	2.341	2.415
Diğer duran varlıklar	2.132	1.911	1.907	2.111	2.077
Duran Varlıklar	5.436	5.360	5.776	6.184	6.317
Toplam Varlıklar	19.147	33.262	58.717	96.769	131.212
Kısa vadeli finansal borçlar	61	4	4	5	6
Ticari borçlar	451	291	356	436	531
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	969	1.125	1.198	1.332	1.450
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.482	1.420	1.558	1.774	1.987
Uzun vadeli finansal borçlar	127	117	112	101	91
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	511	447	605	688	867
Uzun Vadeli Yükümlülükler	638	564	717	789	957
Azınlık Payları	75	98	108	108	108
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6.904	7.423	8.028	8.557	9.216
Toplam Kaynaklar	9.024	9.408	10.304	11.120	12.160
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden	86	441	467	545	564
Yatırım faaliyetlerinden	-957	-153	-178	-38	6
Finansman faaliyetlerinden	-231	-151	-320	-383	-523
Temettü Ödemesi	-273	-112	-331	-372	-513
Serbest Nakit Akışı	-870	288	289	506	570
Net Borç	-4.409	-5.073	-5.403	-5.784	-6.502
Ana Çarpanlar					
Brüt kar marjı	22,4%	20,7%	25,2%	26,8%	25,3%
VAFÖK marjı	22,3%	18,9%	22,5%	22,0%	21,2%
Net Kar marjı	0,2%	22,1%	24,6%	23,1%	24,5%
Sermaye Karlılığı	0,1%	10,0%	9,7%	10,4%	12,3%
Satış Büyümesi	32%	-14%	-5%	22%	19%
VAFÖK Büyümesi	14%	-28%	13%	20%	15%
Net Kar Büyümesi	-99%	a.d.	5%	15%	27%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Borç / VAFÖK (x)	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) VAFÖK = (Satışlar - SMMM - Faaliyet Gideri + Amortisman) UFRS sonuçları ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir.

Şirket Tanımı

ENKA üç ana iş kolunda faaliyet göstermektedir; i) inşaat, ii) gayrimenkul iii) enerji.

İnşaat iş kolunda, başta Avrupa ve Orta Doğu olmak üzere farklı coğrafyalarda faaliyet göstermektedir. 1Ç25 itibarıyla birikmiş siparişlerin toplamı 6,7 milyar USD'dir. İnşaat iş kolu hedef değerimizin %30'unu oluşturmaktadır.

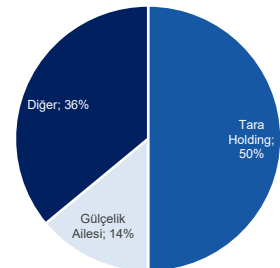
Gayrimenkul iş kolunda, Moskova ve St. Petersburg'da çeşitli gayrimenkul varlıklarıyla faaliyet göstermektedir. Portföyünde 378 bin m2 perakende alan, 393 bin m2 A sınıfı ofis ve 235 odalı bir 5 yıldızlı otel bulunmaktadır. ENKA, bu varlıklardan düzenli kira geliri elde etmektedir. Bu iş kolunun değerlememiz içindeki payı %12'dir.

Enerji iş kolunda, ENKA, Türkiye'nin elektrik üretim sektörünün önde gelen oyuncularından biridir. Sahip olduğu doğal gaz çevrim santrallerinin toplam kurulu gücü 4.085 MW'dir. Enerji iş kolunun değerlememiz içindeki payı %14'tür.

Katalistler: (i) Yeni EPC sözleşmeleri imzalanması, ii) PTF'de artış, (iii) RUB/USD paritesinde artış ve (iv) FED faiz indirimleri.

Riskler: (i) İnşaat sektöründe beklenenden düşük proje kazanımları (ii) Küresel ölçekte sıkı para politikasının öngörülenden uzun sürmesi (iii) ENKA'nın faaliyet gösterdiği ülkelerde jeopolitik veya makroekonomik istikrarsızlık, (iv) Enerji piyasasındaki karlılığı baskılayabilecek regülasyonlar.

Ortaklık Yapısı



Yatırım Teması

ENKA İnşaat <ENKAİ Tİ> için 12 aylık hedef fiyatımızı 2,3 USD'ye yükseltiyor (önceki: 1,8 USD/hisse) ve önerimizi 'AL' olarak güncelliyoruz (önceki TUT). Yeni hedef fiyatımız %37 getiri potansiyeli sunuyor.

ENKA'nın inşaat iş kolunda, coğrafi çeşitlilik içeren ve kar marjı yüksek projelerle büyümesi ve enerji iş kolundaki düzenli kapasite artışları yakın vadeli yatırım hikayesinde öne çıkan ana başlıklar. Şirketin konsolide gelirlerinin USD bazında 2025-26 döneminde yıllık ortalama ~%20 büyüyeceğini ve %21 VAFÖK marjı elde edeceğini öngörüyoruz. 2025 tahminlerimize göre hisse 10,6x F/K ve 4,7x FD/VAFÖK çarpanlarından işlem görüyor.

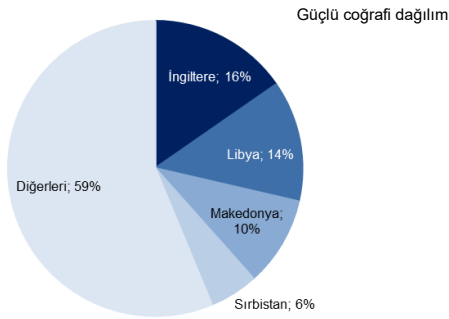
Yüksek marjlı bakiye sipariş kazanımı.

1Ç25 sonu 6,7 milyar USD'lik bakiye siparişi olan ENKA, 2Ç25'te toplam 1,3 milyar USD'lik yeni sözleşme imzaladı. Yeni sözleşmelerin %40'ı ABD'deki projelerden; kalanı Irak'taki projelerden oluşuyor. Halihazırda 6,7 milyar USD'lik bakiye siparişlerin 2025 yılsonunda 7,3 milyar USD'ye ulaşmasını ve büyümenin çoğunlukla, karlılığı yüksek Avrupa kaynaklı EPC projelerinden gelmesini bekliyoruz. [IEA raporuna göre](#), 2025-2027 yılları arasında yılda ortalama %2 oranında büyümesi beklenen Avrupa Birliği'nin toplam elektrik talebinin karşılanması için devreye alınacak EPC projelerinin şirketin hem karlılığını hem de nakit üretimini desteklemesini bekliyoruz.

Öte yandan, olumlu beklentilerimizi model varsayımlarımıza yansıtırken ihtiyatlı duruşumuzu koruyoruz. Bu tercihimizin ana nedeni, petrol fiyatlarındaki olası düşüşlerin şirketin ana pazarlarındaki iş hacimlerini olumsuz etkileme potansiyeli. Şöyle ki, Orta Doğu ve Körfez ülkelerinin çoğu EPC ve altyapı projelerini petrol gelirleriyle finanse ettiği için, petroldeki düşüşler yeni yatırım iştahını azaltabilir ve bu da ENKA için daha az potansiyel ihale anlamına gelebilir.

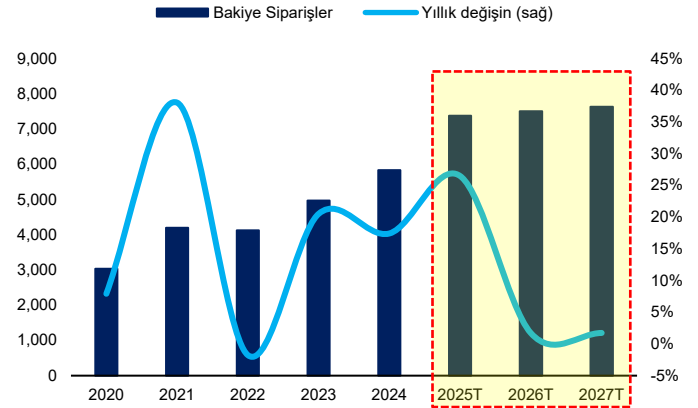
Uzun vadede, bakiye siparişlerdeki büyümeyi, güncel ülke kırılımına göre ağırlıklandırılmış GSYİH büyüme tahminleriyle ([IMF tahminlerine dayanmaktadır.](#)) modelliyoruz. **Buna göre, inşaat iş kolu için yaptığımız İNA analizimiz, 0,6x FD/Bakiye siparişler çarpanına tekabül etmektedir.**

Şekil 1: ENKA bakiye siparişler coğrafi kırılım



Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 2: İnşaat iş kolu bakiye siparişler (milyon USD)



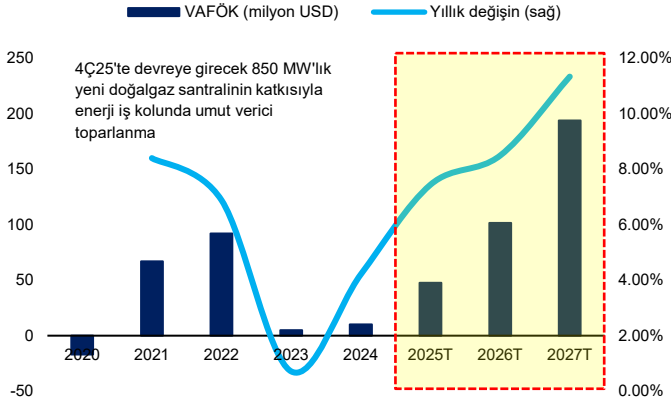
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Enerji iş kolunun katkısı daha görünür hale geliyor.

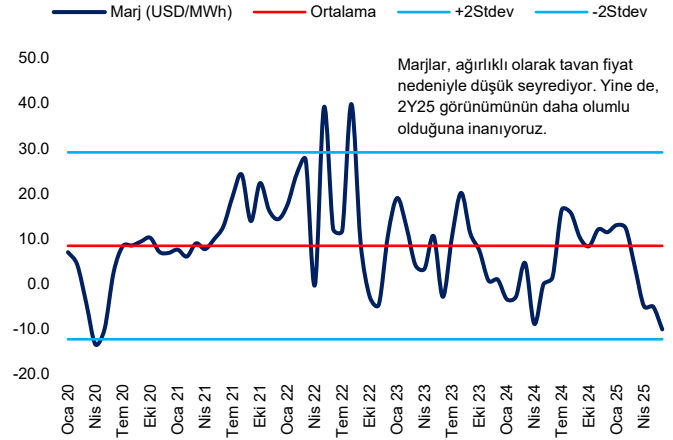
ENKA, Türkiye’de 4,1 GW kapasiteli NGCC doğal gaz çevrim santrali işletiyor ve bu kapasiteyi 2025 sonuna kadar ~5 GW seviyesine çıkartmayı planlıyor. Şirket, 2Ç25’te Bulgaristan’da 45 MW kapasiteli bir GES ve 4Ç25’te Türkiye’de %63 verimlilikle çalışacak 850 MW’lık yeni bir doğalgaz çevrim santrali tesisi devreye alacak.

Türkiye operasyonlarındaki toparlanma, 2024 Temmuz’da PTF tavanının %11 artırılması sonrasında 3Ç24’te başlamıştı. 2024 yılı finansallarına kısmen yansıyan toparlanmanın 2025 yılı finansallarına tam olarak yansımaları bekliyoruz. ENKA, 1Ç25’te enerji iş kolundan 147 milyon USD gelir elde etti (1Ç24: 19 milyon USD). 1Ç25’te yaklaşık 67 USD/MWh olan nispeten yatay ortalama PTF’ye rağmen, keskin toparlanma hacimden kaynaklandı. BOTAŞ’ın Nisan 2025’te doğal gaz fiyatlarını %25 artırması (15 TL /Sm³) marjlar üzerinde baskı oluştursa da, daha yüksek kapasite kullanımı ve yeni yatırımlarla beraber artan santral verimliliği sayesinde, 2025 yılı için gelirlerin iki katına çıkmasını ve VAFÖK marjının %7 olmasını bekliyoruz. Modelimizde 2025 yılı tamamı için ortalama PTF’nin 65 USD/MWh olacağını varsayıyoruz.

ENKA’nın enerji iş kolu için yaptığımız İNA analizimiz, 0,4x FD/MW (USD) çarpanına denk gelmekte olup, bu çarpan Türkiye’deki halka açık doğalgaz santrallerine kıyasla yaklaşık %50 iskontoya işaret ediyor. Bu iskontoyu ENKA’nın görece düşük kapasite kullanım oranı, santral verimliliği ve üretim kısıntılarına bağlıyoruz ve aynı gerekçelerle modelimizde 2025 için muhafazakar bir kapasite kullanım oranı varsayıyoruz. ENKA’nın enerji iş kolu ilişkin değerlememiz, toplam şirket hedef değerimizin %14’ünü oluşturuyor.

Şekil 3: Enerji iş kolu VAFÖK (milyon USD)

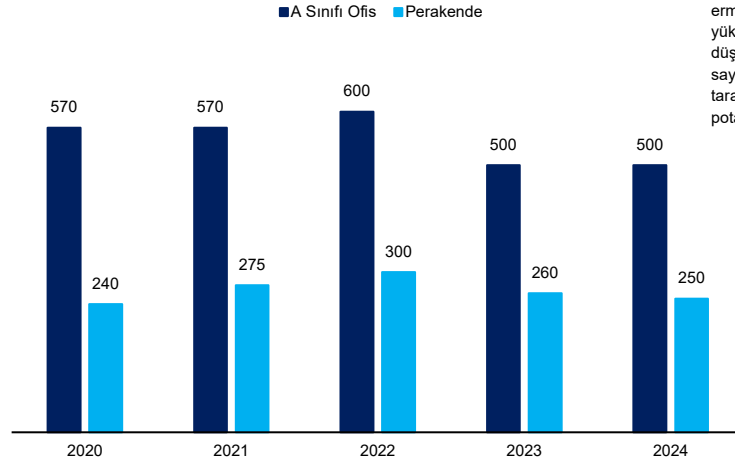
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Şekil 4: Türkiye doğalgaz santrali marjları

Kaynak: EPİAŞ, BOTAŞ, YKY Araştırma

Gayrimenkul iş kolunda istikrarlı büyüme ve iyileşen görünüm.

ENKA'nın gayrimenkul iş kolu, güçlü doluluk oranları sayesinde istikrarını koruyor. Şirket, 1Ç25 itibarıyla ofis ve perakende portföylerinde sırasıyla ~%98 ve %95 doluluk oranları elde etti. Jeopolitik gerginlikler (özellikle Rusya-Ukrayna) turizm ve otel operasyonlarını baskılamış olsa da, gerginliğin azalması halinde talepteki toparlanmayla oda fiyatlarında artış öngörüyoruz ve RUB/USD paritesinde "potansiyel" bir artışın ciro büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Gayrimenkul iş kolu için 2025'te yıllık USD bazlı %9 büyüme öngörüyoruz. Modelimiz mevcut yatırımların değerlemesi üzerine kurulu olup yeni bir gayrimenkul yatırımını modelimize dahil etmiyoruz. İNA değerlememiz, bu iş kolu için 1,5 milyar USD'lik adil değere işaret etmekte olup, ENKA'nın son açıklanan sermaye oranı olan %10,5'e paralel %11'lik sermaye oranına denk geliyor.

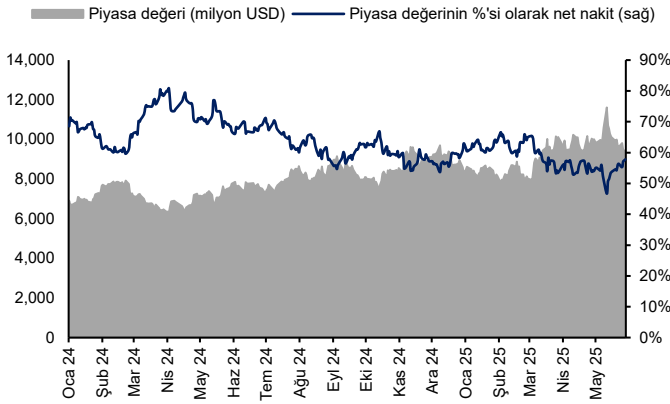
Şekil 5: ENKA kira miktarları (USD/m²/yıl)

Jeopolitik gerginliklerin sona ermesinin ardından, daha yüksek kira gelirleri ve daha düşük sermaye maliyeti sayesinde gayrimenkul tarafında daha yüksek bir potansiyel öngörüyoruz.

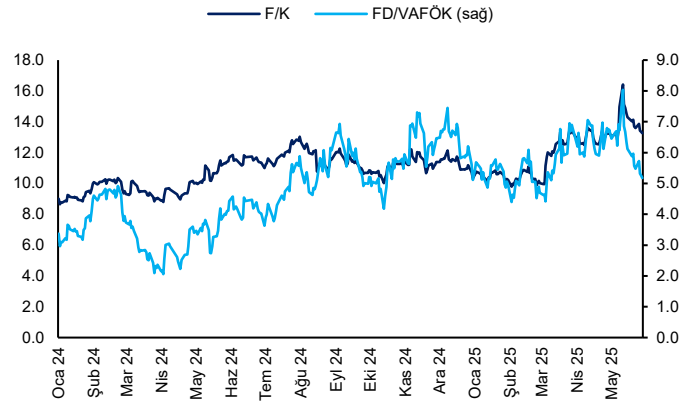
Kaynak: Şirket, YKY Araştırma

Güçlü net nakit pozisyonu tampon niteliğinde.

ENKA'nın yüksek net nakit pozisyonunu, mevcut piyasa koşullarında yüksek borçluluğun yatırımcılar için temel endişe kaynaklarından biri olduğu ortamda önemli bir tampon olarak değerlendiriyoruz. 1Ç25 itibarıyla şirketin 5,4 milyar USD net nakdi bulunmakta olup bu, piyasa değerinin %57'sine denk geliyor. ENKA'nın 2010 yılından bu yana yüksek nakit pozisyonunu korumasını riskli coğrafyalarda faaliyet göstermesine ve bu pazarlarda tahsilat sürelerinin uzun olmasıyla ilişkilendiriyoruz. Ağırlıklı olarak ABD devlet tahvillerinde değerlendirilen nakit pozisyonun, FED'in olası bir faiz indirim döngüsünde, net karı ve hisse fiyatını desteklemesini bekleriz.

Şekil 6: Piyasa değerinin oranı olarak net nakit

Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

Şekil 7: Son 12 aylık F/K ve FD/VAFÖK

Kaynak: Rasyonet, YKY Araştırma

Genel olarak, ENKA'nın, iş kolu bazında iyileşen dinamiklerden ve olumlu makroekonomik rüzgarlardan fayda sağlamaya uygun bir konumda olduğuna inanıyoruz. İnşaat iş kolunda büyüyen bakiye siparişler, enerji iş kolunda güçlü toparlanma ve döviz bazlı gayrimenkul gelirleri, olumlu görüşümüzün temel sebepleridir. 1Ç25 finansalları sonrası model revizyonlarımız doğrultusunda, 12 aylık hedef fiyatımızı 2,3 USD/hisse'ye (güncel kurdan hisse başına 91 TL/hisse) yükseltiyor ve önerimizi "AL" (önceki: "TUT") olarak güncelliyoruz. SOTP değerlememiz %37 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse, 2025 tahminlerimize göre 4,7x FD/VAFÖK ve 10,6x F/K çarpanlarıyla işlem görüyor..

Tahminlerimizdeki değişiklikler

Şekil 8: Tahminlerimizdeki değişiklikler (milyon USD)

ENKAI milyon USD	2024	2025t				2026t			
	Gerçekleşen	Yeni	Eski	Değişim	y/y	Yeni	Eski	Değişim	y/y
Gelir	3.065	3.755	3.187	18%	22%	4.473	3.482	28%	19%
VAFÖK	706	825	653	26%	17%	946	714	33%	15%
Net kar	753	856	868	-1%	14%	1.086	794	37%	27%
VAFÖK Marjı	23%	22%	21%	1,5 pp	-1,1 pp	21%	21%	0,7 pp	-0,8 pp
Net Kar Marjı	25%	23%	27%	-4,5 pp	-1,8 pp	24%	23%	1,5 pp	1,5 pp

Kaynak: YKY Araştırma

- Yılbaşındaki beklentilerimize kıyasla inşaat iş kolunda daha yüksek proje kazanımları ve daha verimli enerji iş kolu görünümü sayesinde 2025/26 için gelir tahminimizi %18/%28 oranında yukarı yönlü revize ediyoruz. 2025/26 için %22/%21 VAFÖK marjı öngörüyoruz. Bu marj seviyeleri 2024 yılının hafif altında ancak yine de yüksek marjlı EPC sözleşmelerinin katkısıyla geçmiş ortalamalarının üzerinde. Operasyonel tahminlerimizdeki iyileşme, yılın başındaki tahminlerimize kıyasla daha düşük yatırım geliri beklentilerimizden dolayı net kar tahminimize yansımamıştır.

YKY ve Konsensüs (*)

Şekil 9: YKY ve Konsensüs (milyon USD)

ENKAI (milyon USD)	Bloomberg		YKY		Fark (YKY vs. Bloomberg)	
	2025t	2026t	2025t	2026t	2025t	2026t
Gelirler	3.249	3.549	3.755	4.473	16%	26%
VAFÖK	696	770	825	946	19%	23%
Net Kar	846	942	856	1.086	1%	15%
Marjlar (%)						
VAFÖK	21,43	21,69	21,98	21,16	0,5 pp	-0,5 pp
Net	26,03	26,54	22,79	24,29	-3,2 pp	-2,2 pp

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma (*) 20 Haziran 2025 tarihli manşet tahminler

Değerleme

ENKA <ENKAİ TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı %37 getiri potansiyeli ile 2,3 USD/hisse olarak belirliyoruz.

ENKA'nın 12 aylık hedef fiyatını belirlerken Parçaların Toplamı (SOTP) yöntemini kullanıyoruz. Her bir iş kolu ayrı İNA analizleriyle değerlendiriyoruz ve modellerimizi her bir iş kolunun kendi fonksiyonel para birimi ve sermaye maliyeti varsayımlarına (risksiz getiri oranı, risk primi ve vergi oranları) dayandırıyoruz.

- **İnşaat:** Değerlememize %11 USD bazlı AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti), %6,5 risksiz faiz oranı, %5,4 risk primi ve %21 vergi oranını dahil ediyoruz. Risksiz getiri oranını, risk primini ve vergi oranını; ENKA'nın bakiye siparişlerinin coğrafi dağılımına göre ağırlıklandırılmış USD bazlı 10 yıllık devlet Eurobond getirisinden hesaplıyoruz. Beta için, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren halka açık inşaat şirketlerinin ortalama Beta'sını (~0,8) kullanıyoruz.
- **Gayrimenkul:** Değerlememize RUB bazlı %23 AOSM dahil ediyoruz. AOSM hesaplamamızda %15 risksiz getiri oranı, %8 risk primi ve %20 vergi oranı kullanıyoruz.
- **Enerji & Ticaret:** Bu iki iş kolu Türkiye'de faaliyet gösteriyor. Tahmin aralığımızda AOSM, 2025 için %34 ile başlıyor ve tedricen 2029'a kadar %18'e geriliyor.

Her iş kolunu İNA yöntemiyle ayrı ayrı değerledikten sonra, ENKA için hedef sermaye değerine ulaşmaktayız. Hedef değer içinde en büyük paya %30 ile inşaat sahip olurken, onu sırasıyla Enerji (%13), Gayrimenkul (%12) ve Ticaret (%4) işkollarını takip etmektedir.

Şekil 10: Değerleme Özeti (milyon USD)

Milyon USD	ENKA'nın Payı	Metot	Adil Değer	12 Aylık Hedef İşletme Değeri	Değerlemedeki Payı
Segmentler					
İnşaat	100%	USD bazlı İNA	3.843	4.097	30%
Gayrimenkul	100%	RUB bazlı İNA	1.493	1.699	12%
Enerji	100%	TL bazlı İNA	1.494	1.798	13%
Ticaret	100%	TL bazlı İNA	496	597	4%
Toplam İşletme Değeri			7.325	8.191	
Net Borç (Nakit)			-5.419	-5.419	40%
Azınlıklar			88	88	
Sermaye Değeri / Hedef Sermaye Değeri			12.832	13.697	
12 Aylık Hedef Fiyat (USD/hisse)				2,3	
Güncel USD/TL Kuru				39,7	
12 Aylık Hedef Fiyat (TL/hisse, güncel kurdan)				91,0	
Güncel Fiyat (TL/hisse)				66,5	
Potansiyel				37%	

Kaynak: 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.