

Emlak GYO

İşler yolunda

• Emlak GYO için 12 aylık hedef fiyatımızı %18 artışla 4,00 TL seviyesine yükseltiyoruz (önceki: 3,40 TL). Yeni hedef fiyatımız %34 yukarı yönde potansiyel sunarken, Şirket için "Endeksin Üzerinde" performans beklentimizi devam ettiriyoruz. 3Ç sonuçları ile birlikte son 6 aylık dönemde gerçekleştirilen başarılı ihaleler sonrasında modelimizi tekrar gözden geçirdik. Gelir paylaşımı modeliyle gerçekleştirilen ihalelerdeki güçlü sonuçlara bağlı olarak, Emlak GYO'nun net aktif değeri 3Ç15'te çeyrek bazda %16 büyümeye gösterdi. Emlak GYO hisseleri son bir aylık dönemde BIST-100 Getiri Endeksi'nin %4 üzerinde performans göstermiş olsa da, Şirket'in halka arzdan bu yana tarihsel iskontosu %15 seviyesinde bulunurken, şu anda 3Ç15 net aktif değerine göre %34 iskintolu işlem görüyor. Seçimler sonrası politik belirsizliğin giderilmesiyle, tüketici güvenindeki olumlu beklenti ve güçlü faaliyet performansına bağlı olarak, Şirket'in net aktif değer iskontosunun azalmasını bekliyoruz. Sağlam temel göstergelere bağlı olarak, Emlak GYO'nun değerlemesinin mevcut seviyelerden cazip olduğunu düşünüyoruz.

• Politik belirsizliğin ortadan kalkmasından fayda sağlayan şirketlerin başında yer alıyor. Kasım seçimleriyle birlikte siyasi istikrarın yeniden tesis edilmesi, Emlak GYO'nun TOKİ'den satın aldığı arsa üzerinde gayrimenkul geliştirmeye dayalı iş modelinin aksamadan süreceğine dair iyimser olmamıza yardımcı oluyor.

• 1Y15'e göre 9 aylık satışlarda ivme kaybı yaşansa da, önümüzdeki dönemlerde satışlarda toparlanma bekliyoruz. Konut satışları ilk yarıda yıllık bazda %21'lik güçlü büyümeye sonrasında, üçüncü çeyrekte politik belirsizlik, ekonomik göstergelerdeki bozulma, zayıf TL ve yüksek faize bağlı olarak hız kesti. Türkiye'de konut satışı 3Ç15'te yıllık bazda %1,6 düşüşle 301.535 adet olarak gerçekleşti. 9 aylık satışlar ise yıllık bazda %13 artışla 936.615 oldu. Kısa vade için konut kredisi faizlerinde yaşanan artış (bir yıl önce %11 seviyesinden şimdi %14'e) konut sektörü için sorun teşkil etse de, siyasi belirsizliklerin azalması ve küresel para politikalarının normalleşmesinin ardından 2Ç16'dan itibaren konut kredi faizlerinde kademeli düşüş bekliyoruz.

• Yıl sonu hedefi 12.016 adet (2014: 9.946) ön satış ile 6,8 milyar TL satış hasılatı (2014: 5,2 milyar TL). Bu veriler Şirketin 4Ç15 ön satış performansının güçlü olacağına işaret ediyor. Emlak GYO, 10 aylık dönemde 8.746 adet konutluk ön satış gerçekleştirerek 5 milyar 270 milyon TL hasılat elde etti. Şirket'in Kasım ayında satışa sunduğu yeni projesinin (615 ünite) ön satışları destekleyeceğini düşünüyoruz. Satışlardaki gelir hedefinin aşılabileceğini, fakat satış adet hedefinin gerisinde kalılabileceğini düşünüyoruz (Bizim yılsonu ön satış beklentimiz 11 bin adet).

• İhaleler başarılı. Şirket 2015 yılında yaptığı ihalelerde başarılı sonuçlar elde etti (devam eden projelerde 2,11x seviyesinde bulunan ihale çarpanı 2,40x seviyesine yükseldi). Diğer taraftan, Şirket'in bekleyen iş toplamı ilk 9 aylık dönemde 8,5 milyar TL'ye ulaşırken, ertelenmiş geliri 4,4 milyar TL'ye çıktı (2014 yılı sonuna kıyasla %25'lik artış).

• Riskler. Ekonomik yavaşlama, faizlerde olası artış ve tüketici güveninde yaşanabilecek düşüş, Emlak GYO'nun konut satışlarını etkileyeceğinden Şirket için risk oluşturmaktadır.

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı: 2,98 TL
12 Aylık Hedef: 4,00 TL

Bertuğ Tüzün

bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

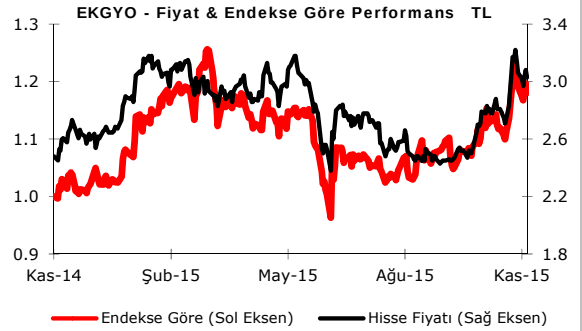
Göksel Şişmanlar

goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	EKGYO.IS, EKGYO TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	11.324
Hisse Adedi (milyon)	3,8
Halka Açıklık Oranı	%51
İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL)	68,5
Net Nakit (2015/09, milyon TL)	2.643
BIST-100 Endeksi (TL)	81.046

Hisse verileri 16 Kasım 2015 itibarıyladır.



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-%1,3	%7,2	%19,2	%20,1
Göreceli*	-%0,1	%3,7	%13,6	%17,3

* BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre

Tahminler (milyon TL)

	2013	2014	2015T	2016T
Net Satış	2.331	1.805	2.068	2.937
VAFÖK	909	661	928	1.355
VAFÖK marjı	%39	%37	%45	%46
Net Kâr	1.061	954	1.085	1.523
FD/Satışlar	1,1	4,1	4,3	2,6
FD/VAFÖK	2,9	11,2	9,3	5,6
F/K	7,0	10,1	10,4	7,4

Ortaklık Yapısı

TOKİ	%49,34
Halka açık	%50,66

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.