

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 2,91 TL
12 Aylık Hedef: 4,00 TL

Bertuğ Tüzün

bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

Emlak GYO

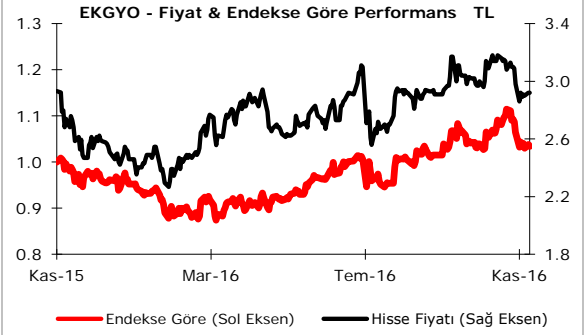
Net kâr tahmininde artış daha yüksek temettü verimine işaret ediyor

- **Emlak GYO hisseleri için görüşümüzü "Endeksin Üzerinde" olarak sürdürüyoruz.** Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız olan 4,0 TL, %37 yukarı potansiyele işaret ediyor. 3Ç16 sonuçları sonrasında Şirket için 2016 net kâr tahminimizde yukarı yönlü revizyon gerçekleştirdik. Bazı projelerin erken tamamlanması ve Yönetimin hedeflerinde gerçekleşen yukarı revizyonla birlikte 2016 net kâr tahminimizi 1 milyar 800 milyon TL (önceki: 1 milyar 500 milyon TL) seviyesine yükseltiyoruz. Makro çerçevedeki zorluklara rağmen, Emlak GYO'nun önümüzdeki dönemde de güçlü operasyonel performansını sürdürmesini bekliyoruz. i) güçlü kâr görünümü (4Ç16 - 2020 yılları arasında toplam 8 milyar TL'lik net kâr), ii) 2016 yılında gerçekleştirilen gelir paylaşımı modeli ihalelerinin oldukça başarılı olması (ortalama ihale çarpanı arsa değerlemesinin 2,08x katı), ve ii) çoğunluğu İstanbul'da bulunan ve önümüzdeki yıllarda gelir sağlayacak büyük projelerin geliştirilmesine imkan verecek değerli arsaların bulunması bu öngörümüzü destekleyen etkenler olarak sıralanabilir. Ayrıca Emlak GYO'nun 2016 yılı kârından %6.6 temettü verimine karşılık gelecek şekilde, (%40 temettü dağıtım oranı tahminiyle) temettü dağıtımını bekliyoruz. Hisse 3Ç16 sonu itibarıyla net aktif değerine göre %43 iskontolu işlem görürken, halka arzdan bu yana tarihsel net aktif değer iskontosu %26 seviyesinde bulunuyor.
- **Konut üreticileri satışları desteklemek amacıyla Ağustos ayında düşük faizli finansmanını destekledi.** Kısa vadede konut satışlarının Emlak GYO için yüksek seyredeceğini düşünüyoruz. Konut piyasasını desteklemek amacıyla, konut geliştirici firmaların konut kredi faizlerini düşürmesi ve hali hazırda 10 yıllık vade için %0,70 aylık faiz oranlarıyla devam eden kampanyalar konut talebinin yüksek kalmasında etkili olmaktadır.
- **Emlak GYO 2016 yıl sonu için yaklaşık 11 bin adet konut satış hedefini (2015: 9.935 adet) ve 7,6 milyar TL ön satış gelir (2015: 5,9 milyar TL) hedefini korumaktadır.** Şirketin yeni proje lansmanlarıyla 4Ç16 ön satışlarının güçlü olmasını bekliyoruz. Emlak GYO 2016/10 aylık dönemde 6 bin 697 adet ön satış gerçekleştiren, 5 milyar TL gelir elde etti. Şirket son olarak Kasım ayında anahtar teslim iki projesini satışa sundu (Gebze-İstanbul 1.850 ünite, Niğde 365 ünite). Emlak GYO ayrıca Aralık ayı içinde Ankara'da 1.500 ünitelik başka bir projenin ön satışına başlamayı planlıyor. Şirketin ön satış gelir hedefinin ulaşılabilir olduğunu düşünmekle birlikte ön satış adet hedefini hedeflerin biraz altında 10 bin civarında olmasını tahmin ediyoruz.
- **2016 yılındaki ihaleler başarılı.** Şirketin 2016 yılında gerçekleştirdiği ihalelerde ortalama 2,08x düzeyindeki ihale çarpanı (gelir/arazi ekspertiz değeri) ile oldukça cazip sonuçlar elde edildi. Devam eden projeler için 2,12x, Yönetimin sürdürülebilir hedefi olan 2,0x çarpanıyla paralel seyrediyor. Diğer taraftan 9 ay sonu itibarıyla Emlak GYO'nun gelir paylaşım modeli ile beklenen iş tutarı 13 milyar 770 milyon TL seviyesine ulaşırken, net kârının 8 milyar TL ile 4Ç16-2020 döneminde devam eden inşaatların tamamlanmasıyla mali tablolarına yansımaları beklenmektedir.
- **Riskler.** Ekonomik yavaşlama ve faiz oranlarında yaşanabilecek önemli bir artış konut talebini olumsuz etkileyecek nedenlerin başında geliyor. Bu da Emlak GYO'nun devam eden projelerindeki satış performansının zayıf kalmasına neden olabilir. Teslimlerde yaşanacak bir gecikme net kâr tahminlerimizi ve dolayısıyla temettü öngörümüzü olumsuz etkileyebilecektir.

Hisse Verileri*

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	EKGYO IS, EKGYO TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	11.058
Hisse Adedi (milyon)	3.800
Halka Açıklık Oranı	%51
İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL)	74,5
Net Nakit (2016/09, milyon TL)	2.939
BIST-100 Endeksi (TL)	75.037

*Hisse verileri 23 Kasım 2016 itibarıyladır.



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	0.7%	-5.8%	1.0%	-0.4%
Göreceli*	0.3%	-1.1%	4.0%	3.3%

* BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre

Tahminler (milyon TL)

	2014	2015	2016T	2017T
Net Satış	1,805	1,787	3,640	4,002
VAFÖK	661	768	1,674	1,880
VAFÖK marjı	37%	43%	46%	47%
Net Kâr	954	953	1,827	2,048

FD/Satışlar	4.1	4.5	2.2	2.0
FD/VAFÖK	11.2	10.6	4.9	4.3
F/K	10.1	11.4	6.1	5.4

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. Raporunda 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.