

Emlak GYO

Demografik dinamikler ve düşük arz konut sektörünü destekliyor

Türkiye'nin görece yüksek nüfus artışı ve hane başına düşen kişi sayısındaki daralma konut talebini destekliyor. Ayrıca, depremler nedeniyle konutlarda yenilenme ihtiyacı da bulunmaktadır. Hesaplamamıza göre, bu sebeplere bağlı olarak yıllık 800bin konut ihtiyacı bulunmakta ve bu durumdan Emlak Konut gibi elinde tamamlanmış projesi bulunan güvenilir GYO'ların daha çok faydalanacağını düşünüyoruz. Emlak Konut'un 2020-22 arasında satışlarının yıllık 6.000 üniteye ulaşmasını bekliyoruz (önceki dört yıl ortalaması: 5.300 ünite). Yeni ihaleler ve lansmanlarla satış rakamlarının artabileceğini öngörüyoruz.

Avantajlı satış modeli: Gelir Paylaşımı

Emlak Konut'un ana konut geliştirme modeli olan, Gelir Paylaşım Modeli (GPM), Şirket'in maliyetlerini düşürürken karlılığını maksimize ediyor. Kamu Kuruluşu (Toplu Konut İdaresi – TOKİ) iştiraki olan Emlak Konut, projeye elverişli alanlardan arsa edinebilir ve imar izni çıkarabilir. Daha sonra da arsayı ihaleye çıkarır. Emlak Konut için tek maliyet arsa iken, geliştiriciler inşaat, satış ve pazarlama sürecini yürütür. Tüm gelirler Emlak tarafından toplandığı ve geliştiricilere inşaatın tamamlanma oranına göre dağıtıldığı için Emlak için tahsilat riski yoktur. Arsa maliyeti katlanmadıkları ve imar problemi yaşamadıkları için GPM, geliştiriciler için de avantajlıdır. Emlak projelerinin %80'inden fazlasının yürütüldüğü bu modelle Emlak'ın gelir payı arsa değerinin 2,53 katı olarak gerçekleşmekte ve bu çarpan %50'nin üzerinde brüt marja işaret etmektedir. GPM dışında kalan ve geliştiriciler için daha az cazip olan arsalarda ise Anahtar Teslim Modeli (ATM) ile proje üretilmektedir.

2,70TL hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyesiyle takibimize alıyoruz

Değerlememizde GPM ile anahtar teslim projeleri için İNA ve binalar ile arsalar için de satmanın veya ihaleye çıkarmanın zaman alacağını düşündüğümüz için son ekspertiz değerlerine sırasıyla %30 ve %50 iskonto uygulayarak bölümlerin toplamı yöntemini kullandık. Altını çizmek gerekir ki, 3Ç'de güçlü satışlarla 1,64mırlTL'ye gerileyen net borç hedef fiyatımız üzerinde yukarı yönlü risk oluşturuyor. Aynı zamanda 2,37mırlTL'lik bilanço dışı alacağı da %25 iskonto ile değerlememize dahil ettik.

EKGYO yüksek iskonto ile işlem görüyor

3Ç'de 21mırlTL net aktif değer (NAD) açıklayan EKGYO %65 ile GYO'lar arasında en yüksek iskontoyla işlem görmektedir. Sektörün ortalama iskontosu ise %21'dir. Tamamlanmış üniteleri ve yüksek arsa stokunun NAD için risk oluşturduğunu düşünsek de güncel iskontonun adil olmadığını düşünüyoruz. 2020 için %20 kar dağıtım oranı ile %3,2 temettü verimi öngörüyoruz. Yaratılan nakit akışına göre bu oranlarda artış yaşanabilir.

Yüksek faiz riski enflasyondaki artışla dengeleniyor

Yaz döneminde %0,64'te seyreden aylık konut faiz oranlarının %1'in üstüne yükselmesiyle yeni konut talebinde düşüş gözlemlendi (güncel: %1,35). Kısa vadede faiz oranlarındaki artış potansiyeli, enflasyon ve uzun vadeli faiz oranlarıyla dengelenecektir.

Tavsiye

Hedef Fiyat	TL2.70
Hisse Fiyatı (16/11/2020)	TL1.89
Getiri Potansiyeli	43%

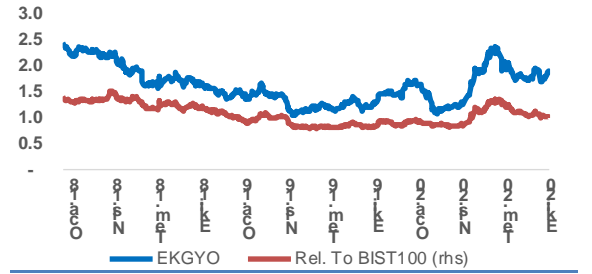
Bloomberg Hisse Kodu	EKGYO TI
Piyasa Değeri (TLmn)	7,182
Piyasa Değeri (USDmn)	936
Halka Açıklık Oranı	51%
Hisse Sayısı (mn)	3,800
Ortalama İşlem Hacmi -3 Aylık (TLmn)	500

Fiyat Performansı	1M	3M	12M
Nominal (TL)	-2%	-2%	40%
Nominal (USD)	1%	-6%	5%
BIST-100'e göre	-10%	-18%	18%

Tahminler (TLmn)	2019	2020T	2021T
Satışlar	5,646	5,783	3,647
FAVÖK	1,221	1,735	1,094
Net Kar	781	1,170	931

Değerleme	2019	2020T	2021T
F/K	9.2x	6.1x	7.7x
FD/FAVÖK	9.0x	6.3x	10.1x
F/DD	0.5x	0.5x	0.5x
Temettü verimi (%)	1.1%	3.2%	2.6%

Fiyat Grafiği



Evren Gezer

+90 (212) 334 98 58

evren.gezer@yf.com.tr

Nüfus dinamikleri konut talebini destekliyor

Türkiye nüfusunun 2017-20 arasında yıllık bileşik büyüme oranı, Dünya ortalaması (%1,1) ve Avrupa ortalamasının (%0,2) üzerinde %1,4'tür. Ayrıca hane başına düşen kişi sayısı da 3,5'tir (Avrupa ortalaması: 2,3). Kentleşmedeki artış ve değişen yaşam tarzları da konut talebini destekliyor. Hesaplamalarımıza göre, bahsettiğimiz demografik dinamiklerle her yıl Türkiye'de 550bin konut ihtiyacı var. Bunun yanında, aktif deprem bölgesinde olması sebebiyle Türkiye'nin konut yenileme ihtiyacı bulunmaktadır. Böylelikle her yıl yaklaşık 800bin ünite konut inşa edilmesi gerekiyor.

Tablo: Nüfus artışına paralel sektördeki konut talebi

	Nüfus (mn)	Hane (mn)	Hane Başına Düşen Kişi Sayısı	Yeni Konut İhtiyacı ('000)	Yenileme ('000)	Talep ('000)
2017	80.8	22.7	3.6	469	250	719
2018	82.0	23.2	3.5	545	250	795
2019	83.2	24.0	3.5	781	250	1031
2020	83.4	24.4	3.4	386	250	636
2021	84.4	24.9	3.4	545	250	795
2022	85.4	25.5	3.4	552	250	802
2023	86.4	26.0	3.3	559	250	809
2024	87.4	26.6	3.3	564	250	814

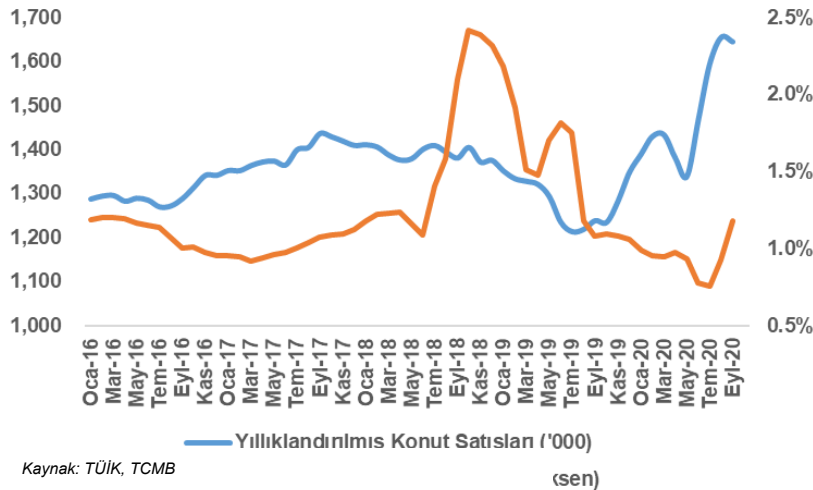
Kaynak: TÜİK, YF tahminleri

TÜİK'in yayınladığı veriler de yukarıda bahsettiğimiz argümanı destekler nitelikte. 2013-19 arasında yıllık ortalama 590bin ünite yeni konut satışı gerçekleşirken, yıllık ortalama 900bin ünitelik yapı ruhsatı verildi. Görece yüksek yapı ruhsatları 2018 sonunda arz fazlası yaratsa da, 2019'da artan konut kredisi faizlerine paralel düşen taleple 2019'da arz da daraldı. Güncel rakamlarla yapı ruhsatları 300bin üniteye gerilerken, sadece demografik sebeplerle olan talep 500bin ünite civarındadır. Arz ile talep arasındaki bu farkın EKGYO gibi tamamlanmış projeleri olan güvenilir GYO'ları gibi pozitif etkilemesini bekliyoruz.

Birçok yerel müteahhittin içinde Emlak Konut, ünite üretimi bakımından en büyük GYO olmasına rağmen yıllık 9bin ünite satışla sadece %2 pazar payına sahip. Yakın zamanda, Pazar yapısında bir değişiklik beklemiyoruz.

Türkiye'deki konut satışlarını etkileyen diğer bir faktör ise faiz oranlarıdır. Yaz döneminde gördüğümüz üzere %1'in altına gerileyen aylık konut faiz oranlarıyla konut satışları hız kazandı. Güncel rakamlarla %1,3 seviyelerinde seyreden aylık faizlerin satışları sınırlandırmasını bekliyoruz. 2020-22 arasında yeni konutlarda yıllık 520bin ünite satış bekliyoruz (%35'i ipoteğe dayalı).

Grafik: Aylık konut faiz oranları ve yıllıklandırılmış konut satışları



Kaynak: TÜİK, TCMB

(sen)

Büyük GYO'lar hala yüksek iskontolarla işlem görüyor

BIST'te toplam 48mlrTL piyasa değeri ve 60mlrTL NAD değeri olan 33 GYO bulunmakta ve sektör ortalama iskontosu %21'tir. Emlak Konut NAD ve piyasa değeri bakımından en büyük GYO'dur. Detayına bakacak olursak, büyük GYO'lar yüksek iskontolarla işlem görürken, küçük olanlar yüksek primlerle işlem görmekte. EKGYO en yüksek iskontoyla işlem gören GYO'dur ve onu diğer büyük GYO'lar olan Torunlar, İş ve Özak GYO takip etmektedir. Özellikle 2Ç ve 3Ç'deki güçlü satış performansının ardından EKGYO'nun bu iskontoyu hak etmediğini düşünüyoruz.

Tablo: NAD Primi/İskontosu

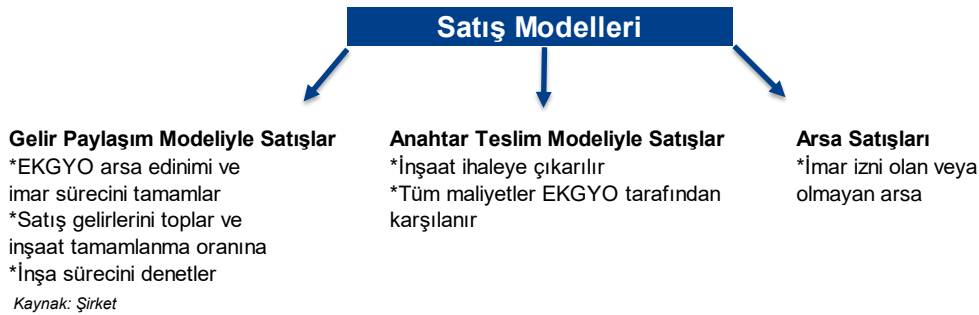
mnTL	Piyasa Değeri	NAD	NAD Primi/İskontosu
EKGYO	7,182	20,554	-65%
TRGYO	3,610	8,761	-59%
ISGYO	1,908	3,878	-51%
OZKGY	1,551	2,911	-47%
AKSGY	2,102	3,615	-42%
PAGYO	564	921	-39%
ALGYO	1,103	1,779	-38%
RYGYO	1,186	1,520	-22%
YGGYO	2,077	2,358	-12%
AVGYO	229	244	-6%
HLGYO	2,503	2,596	-4%
VKGYO	1,693	1,675	1%
AGYO	564	498	13%
OZGYO	573	457	25%
KLGYO	1,569	1,187	32%
YKGYO	178	130	37%
YGYO	2,117	1,542	37%
Diğer	17,290	5,786	199%
SEKTÖR	47,996	60,412	-21%

Kaynak: Şirket finansalları, YF tahminleri

Şirket Profili

1953'te kurulan Emlak Konut, 2002'de GYO statüsü kazandı. Toplu Konut İdaresi (TOKİ) %49,3 pay ile ana ortakken, kalan paylar halka açıktır. TOKİ ortaklığı sayesinde, Emlak Konut imar izni verme hakkına sahiptir. Emlak Konut üç yolla gelir yaratır: Arsa satışı, Anahtar Teslim Projeler, Gelir Paylaşımı Modeliyle Projeler. Bunların yanında sınırlı miktarda leasing gelirleri de yaratır.

Tablo: Emlak Konut satış modelleri



Emlak Konut ve TOKİ GPM ile geliştiricilere yüksek sermaye ihtiyacı olmadan büyük arsalar sağlıyor. Ayrıca, Emlak Konut'un imar izni verme hakkı da olduğu için süre ve maliyetten tasarruf sağlanıyor. Emlak Konut tahsilatları toplayıp inşaat tamamlanma oranına göre geliştiricilere dağıttığı ve böylece konut satın alanlar korunduğu için de avantajlı bir modeldir. 2003'ten beri arsaların %87'sinde bu modelle projeler geliştirilmiş ve güncel verilerle devam eden 37 projenin 25'i GPM ile yürütülmektedir. Kalan projeler ise anahtar teslimi modeliyle yürütülmektedir. Bu modelde Emlak konut inşaat, satış ve pazarlama maliyetlerini üstlenir. GPM'ye kıyasla bu modelde brüt marj daha düşüktür (2018 GPM: %60, Anahtar teslim: %20).

Arsa portföyü ise, 5,1mlr TL ekspertiz değeriyle toplam 2,99mn metrekarelik arsalardan oluşmaktadır. Emlak Konut 2013'ten beri arsalarının %71'ini TOKİ'den almıştır.

Alacaklar

2018 faiz oranlarındaki artışla Emlak Konut satışları desteklemek için finanse ettiği satışları artırdı ve böylece alacaklar ve net borçta hızlı bir artış görüldü. Güncel verilerle, ortalama 3 yıl vadeli 7,6mırlTL olan alacak portföyü TÜFE'ye endekslenmiş ve her altı ayda bir tekrar hesaplanmaktadır. Donuk alacak oranı ise %1,5 seviyesindedir. Bu alacakların 2,4mırlTL'si bilanço dışı alacaklarda tutulmaktadır ve bize göre bu miktar da değerlemeye eklenmelidir.

Tablo: Alacaklar

mırlTL	Ticari Alacaklar	Bilanço Dışı Alacaklar	Toplam
1-yıl	1.05	0.89	1.95
2-yıl	0.75	0.82	1.58
3-yıl	0.55	0.33	0.87
4-yıl	0.46	0.14	0.60
5-yıl ve üzeri	2.41	0.19	2.60
Toplam	5.23	2.37	7.60

Kaynak: Şirket

Değerleme

Bölmelerin toplamı yöntemini kullandığımız değerlememizde, GPM ile anahtar teslim projeler için İNA, arsa ve stoklar için sırasıyla %50 ve %30 iskonto koyduk. Bilanço dışı alacakalara da %25 iskonto uygulayıp net borcu düştüğten sonra 2,7TTL hedef fiyatımıza ulaştık. Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ve %43 getiri potansiyeliyle takibimize alıyoruz.

Tablo: Değerleme Tablosu

	Metod	Değer	Hisse Başına Değer
GPM Projeler	İNA	5,001	1.32
Anahtar Teslim Projeler	İNA	527	0.14
Binalar	Ekspertiz Değerinin %70'i	2,838	0.75
Arsa Portföyü	Ekspertiz Değerinin %50'si	2,554	0.67
Bilanço Dışı Alacaklar	%25 İskonto	1,779	0.47
Faaliyet Giderleri	İNA	808	-0.21
Net Borç		1,637	-0.43
Hedef		10,254	2.70
Güncel			1.89
Getiri Potansiyeli			43%

Kaynak: Şirket Finansalları, YF tahminleri

Tablo: Net Aktif Değer Tablosu

NAD	mnTL
Arsalar	3,694
Küçükçekmece Halkalı	1,667
Arnavutköy	331
Beşiktaş	325
Florya Şenlik	315
Başakşehir İkitelli	176
Zekeriyaköy	61
Eyüp Kemerburgaz	168
Başakşehir Hoşdere	65
Çankaya Mühye	141
Diğer	445
Binalar	4,054
Merkez Ankara	829
Ağaoğlu Maslak 1453 İstanbul	483
Başkent Emlak Konutları	353
Nidapark Küçükyalı	349
Kuzey Yakası	289
İstmarina	273
Gebze Emlak Konutları 3 - II	191
Sarphan Finans Park	190
Diğer	1,098
Projeler	12,957
GPM	9,762
Nidapark İstinye	1,324
Metropol İstanbul	1,209
Büyükyalı İstanbul	1,118
Merkez Ankara	824
Nidapark Küçükyalı	818
Ağaoğlu Maslak 1453 İstanbul	604
Düşler Vadisi	480
Diğer	3,385
Anahtar Teslim	3,195
Başkent Emlak Konutları	780
Gebze Emlak Konutları- 3	420
Emlak Konut Florya Evleri	395
Gebze Emlak Konutları 3 - II	382
Başkent Emlak Konutları 2	340
Diğer	878
Toplam Gayrimenkul Portföyü	20,705
Nakit	3,672
Diğer Varlıklar	10,281
Diğer Yükümlülükler	8,235
Borç	5,869
Net Aktif Değer	20,554

Kaynak: Şirket Finansalları, YF tahminleri

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yardımcısı levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71		