

Alarko Holding

2/5/2026

Toplantı Notları & Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 68%

Ayrılık Sonrası Alarko

Kömür santralinin portföyden çıkması ve elektrik dağıtım iş kolunun ağırlığının artması ile Alarko Holding daha yeşil bir potyfoy yapısına kavuşacak. Özellikle 5. uygulama döneminde yatırımların artmasıyla varlık tabanlarında ciddi büyümeler öngördüğümüz dağıtım iş kolunda tam sahipliğin sağlanması ve daha sade ve şeffaf bir portföy yapısına ulaşılmasının ilerleyen dönemlerde holding iskontosunu daraltılabileceğini düşünüyoruz.

Dağıtım iş kolu için Şirket'in paylaştığı varlık tabanı projeksiyonu ve diğer iş kollarındaki gelişmeler eşliğinde modelde yaptığımız güncellemelerin ardından %68 artış potansiyeli ile 12 aylık hedef fiyatımızı 185TL/hisse (önceki 158TL/hisse) seviyesine yükseltiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Kömür adadan ayrılan isim. Geçtiğimiz ay Cengiz'in Cenal Karabiga Kömür Santrali'nin tamamı karşılığında Alarko'nun dağıtım ve yenilenebilir enerji santrallerini içeren Alcen'l devralacağına dair bir ön protokol imzalanmıştı. Hisse değişim işlemleri için görüşmelerin hala sürdüğünü ve Haziran ayında finalize olabileceğini öğrendik. Anlaşma hakkında rakamsal detaylara sahip olmasak da Şirket, Alarko'dan nakit çıkışı olmayacağını net bir şekilde altını çizdi. Cenal Karabiga için daha yüksek bir piyasa değeri hesapladığımızdan bizim de beklentimiz bu yöneydi. Önemli bir detay, kömür santralinin, Holding'in karbon emisyonunun %96'sından sorumlu olduğu belirtildi. Böylece dağıtımda sağlanacak tam sahiplik ile daha şeffaf ve öngörülebilir bir yapının yanı sıra Holding ciddi miktarda azalacak karbon emisyonları ile çevreye duyarlı yatırım fonlarının da radarına girebilecek. Hisse değişim anlaşması sonrası dağıtım iş kolunun halka arz edilip edilmeyeceğini sorduğumuzda ise önümüzdeki 2 yıl içinde planlanmadığı belirtildi.

Varlık tabanının 2030'da \$1.5 milyara ulaşması bekleniyor. Şirket'in 2025 yılını \$754 mn varlık tabanı ile kapatmasının ardından 5. uygulama döneminde yaklaşık \$2 milyar yatırım yaparak 2030'da \$1.5 milyar varlık tabanına ulaşması bekleniyor. EPDK tarafından belirlenen reel makul getiri oranının (RMGO) da %12.3 seviyesinden %13.49'a çıkması ve artan yatırım itfalarının etkisi ile önümüzdeki 5 yılda yıllık ortalama \$355 mn FAVÖK yaratması bekleniyor. Şirket'in belirttiğine göre RMGO'daki artışın önümüzdeki 5 yıl için FAVÖK'e

Fiyat Bilgileri

TL

Kapanış	110.20
12 Aylık Hedef Fiyat*	184.89
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	158.57
Piyasa Değeri (mn)	47,937
Halka Açık PD (mn)	17,770
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	435
Takas Saklama Oranı (%)	37
Yabancı Oranı (%)	14

Fiyat Perf. (%)

1 Ay

Yıllık

12 Ay

TL	8.4	8.0	32.0
ABD \$	7.3	6.6	9.2
BIST-100 Relatif	-6.2	-12.4	-6.8

Çarpanlar (\$)

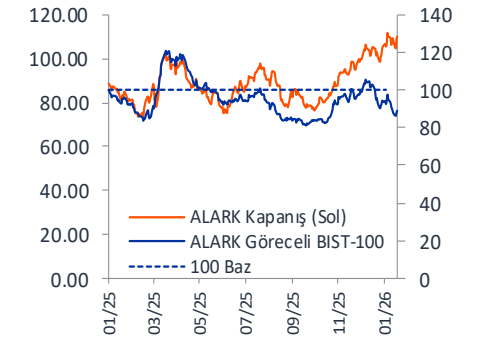
2024

2025

2026

F/K	2.6	2.6	-
PD/DD	0.7	0.7	-
FD/FAVÖK	47.8	46.7	-

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat

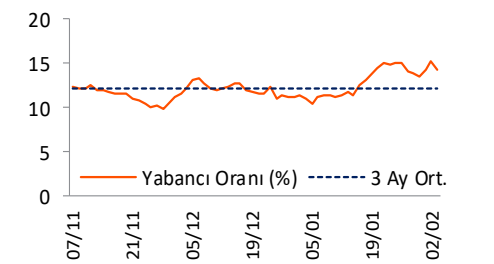


3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 85.95 111.80

Yabancı Oranı (%)

Cari (%)

14.29



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

toplam katkısı \$80 mn. Böylece asıl katkının yatırımların reel olarak %103 artmasıyla varlık tabanındaki büyümeden geleceğini tahmin ediyoruz.

Tarım tarafında 2025 yatırımların yavaşladığı bir yıl oldu. Şirket tarım yatırımlarının 2025 yılında finansman maliyetlerinin artması sebebiyle yavaşladığını belirtti. Bu sebeple %30 özkaynak oranı %50 seviyesine yükseltilmiş. Bunun yanı sıra özellikle Türkiye’de işçilik maliyetlerinin artmasıyla verimlilik oranında da düşüş gözlenmiş. 2023 yılında yapılan fizibilite çalışmalarında yapılan seraların 5 yılda kendini amorte etmesi beklenirken bu sürenin şu anda 7-8 yıl olduğu belirtildi. FAVÖK tarafına bakıldığında ise bu dönemde artan maliyetler sebebiyle FAVÖK marjı %10 seviyelerinde seyrederken ilerleyen dönemlerde %25 seviyesine ulaşması bekleniyor. Bu yıl yaz dönemi yapılması planlanan üretimin bir kısmının da 2026 kışına kaydığı ve FAVÖK’te bu kaymanın gözleneceği eklendi. 2026’da mikro granül ihracatına start verilmesi ve tohum tarafında ticari pazarlamaya başlanacak olması bahsedilen gelişmeler arasındaydı. Kurutulmuş gıda tarafında ise henüz kayda değer bir gelişme yok. Kazakistan tarafında 400 dönüm arazi üzerinde üretime başlandığı 2026’da 400 dönüm daha ekleneceğinden bahsedildi. 2028 yılı için 10 bin dönüm hedeflense de bu gelişmelerin ardından ihtiyatlı kalmayı tercih ediyor ve modelimizde 10 bin dönüme 2029 yılında ulaşılacağını öngörüyoruz.

Batarya tarafında Çin rekabeti oldukça kritik. Geçtiğimiz sene hücre ve elektrik depolama bataryası üretimi için bir anlaşma imzalanarak atak yapılmış olsa da hala üretim ve fizibilite tarafında yeni detaylara sahip değiliz. Fakat Şirket’in belirttiğine göre proje için Hit30 daveti alınmış. Bu davet batarya üretimi için büyük önem arz ediyor. Çünkü Şirket’e göre devlet desteği olmadan bu iş kolunda Çinliler ile rekabet etmek mümkün değil. Şirket tarafından bahsedilen diğer önemli bir gelişme ise “Made in Europe” mevzuatı. Özellikle bu tarafta Çinlilere karşı avantaj sağlayacak koşulların oluşması batarya yatırımlarını hızlandırabilir. Fakat hem Hit30 desteği hem de “Made in Europe” mevzuatı konusunda bürokratik süreç devam ediyor ve yatırımların akıbeti tamamen bu gelişmelere bağlı görünüyor.

Havacılık tarafında ilk satışın 2026 yıl sonu gerçekleşmesi bekleniyor. Anladığımız kadarıyla 2026 yılı Mart ayında ilk kargo uçağı modifikasyonu tamamlanmış olacak. Ardından Avrupa Sivil Havacılık Otoritesi tarafından denetlemeler gerçekleştirilecek. Denetimin ardında da 2026 yıl sonunda ilk satışın yapılması planlanıyor. Uzun vadede ise yılda 12 uçağın modifikasyonunun yapılması hedefleniyor. Burada da hala rakam tarafında yeni detaylara sahip değiliz. Hedef fiyatımız için yukarı yönlü bir risk teşkil etse de değerlendirme dışı bırakmaya devam ediyoruz.

Diğer gelişmeler: Yıl içerisinde lisansı iptal edilmiş olan 82MW Kırklareli Doğalgaz Santrali’nin de satışının gerçekleşmesinin planlandığını öğrendik. Satış fiyatı için rakam paylaşılmasa da ilk etapta basitçe bir hesaplama \$10-12 mn fiyattan satılabileceğini tahmin ediyoruz.

Yatırım iş kolunda toplum varlığının \$125 milyon seviyesine ulaşıldığı paylaşıldı ve 2030 yılında beklentileri \$515 mn değere ulaşması fakat biz değerlememizde \$125 milyonu baz aldık.

Çalışanlar için performans bazlı hisse edindirme programı başlattıklarını açıkladılar. Yönetişim açısından olumlu bir gelişme.

Holding bu sene için elektrik fiyatının \$60 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyor.

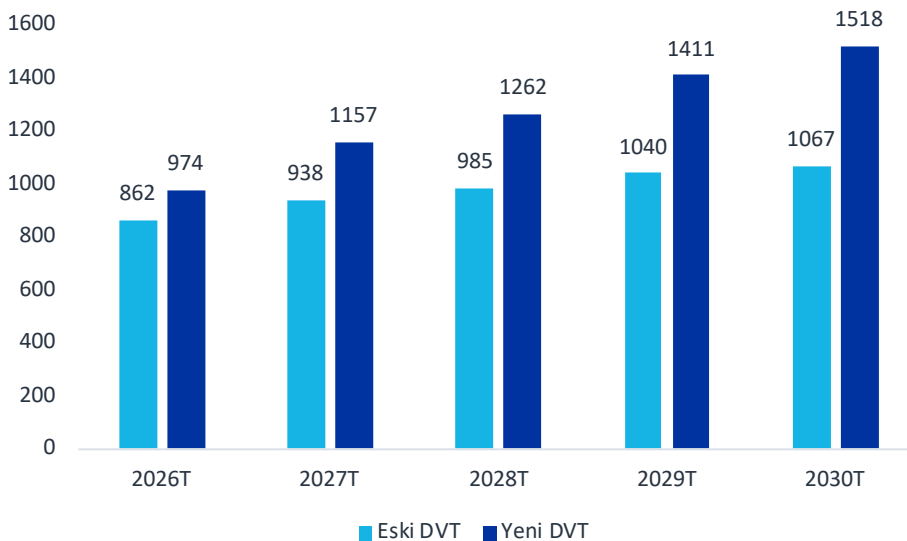
Tablo 1: Net Aktif Değer Tablosu

Sektörler/Şirketler	Kod	ALARK'ın Payı	Cari Değerleme Metodu	Cari Değer	ALARK'ın Payı	NAD Payı	Hedef Değerleme Metodu	Hedef Değer	ALARK'ın Payı	NAD Payı
Taahhüt				5	5	0%		5	5	0%
Alsim		100.0%	Defter Değeri	5	5	0%	Defter Değeri	5	5	0%
Enerji				3609	1888	42%		4059	2167	82%
Meram (Perakende ve Dağıtım)		49.9%	İNA	1596	797	35%	İNA	1795	896	34%
Altek (Karakuz+Gönen)		100.0%	İNA	170	170	7%	İNA	194	194	7%
Cenal (Karabiga)		50.0%	İNA	1843	921	40%	İNA	2069	1035	39%
Panel Enerji (Solar)		50.0%	İNA	72	36	2%	İNA	83	41	2%
Tarım				252	252	11%		281	281	11%
		100.0%	%50 İNA %50 8x FD/FAVÖK	252	252	11%	%50 İNA %50 8x FD/FAVÖK	281	281	11%
Arazi Geliştirme				358	235	6%		375	244	9%
Alarko REIT	ALGYO	51.0%	Mevcut Piyasa Değeri	250	128	6%	Mevcut Piyasa Değeri*(1+Özsermaye Maliyeti)	268	137	5%
Holding Arsası		100.0%	%40 İskontolu Ekspertiz Değeri	108	108	5%	%35 İskontolu Ekspertiz Değeri	108	108	4%
Yatırım				125	125	5%		125	125	5%
ALSER		100.0%		125	125	5%		125	125	5%
Sanayi ve Ticaret				218	94	4%		233	100	4%
Alarko Carrier	ALCAR	43.0%	Mevcut Piyasa Değeri	218	94	4%	Mevcut Piyasa Değeri*(1+Özsermaye Maliyeti)	233	100	4%
Turizm				71	71	3%		84	84	3%
Attas		100.0%	@ 13.75x 1YF FD/FAVÖK	71	71	3%	@ 13.75x 1YF FD/FAVÖK	84	84	3%
Toplam İştirak Değeri				2,671	100%	Toplam İştirak Değeri		3,006	100%	
Halka Açık				221	8%	Halka Açık		237	8%	
Diğer				2,449	92%	Diğer		2,769	92%	
Holding Solo Net Nakit				-378	-16%	Holding Solo Net Nakit		-378	-14%	
Cari NAD				2,293		Hedef NAD		2,628		
Cari NAD İskontosu				-51.9%		Hedef NAD İskontosu		40.0%		
Tarihsel Ortalama İskontosu (1 yıl)				n.a.		Tarihsel Ortalama İskontosu (1 yıl)		n.a.		
Mevcut Piyasa Değeri				1,102		**Hedef Piyasa Değeri		1,571		
				1		Hedef Hisse Fiyatı (US\$)		3.61		
						Hedef Hisse Fiyatı (TL)		184.87		
						Getiri Potansiyeli		67.8%		

Kaynak: İş Yatırım

Dağıtım iş kolundaki 5. uygulama dönemi parametrelerin açıklanmasının ardından model varsayımlarımızı güncelliyoruz. RMGO %12.3'ten %13.49 seviyesine çıkarken varlık tabanının 2030 yılında \$1.5 milyar seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Holding iskontosunu ise %40 seviyesinde tutmaya devam ediyoruz. Güncel makro varsayımlarımızı da modele entegre ederek 2026 yıl sonu 51 USD/TRY tahminimiz ile döndüğümüz dolar bazlı NAD değerlememiz sonucu **12 aylık hedef fiyatımızı %68 artış potansiyeli ile 185TL/hisse (önceki 158TL/hisse) seviyesine yükseltiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.**

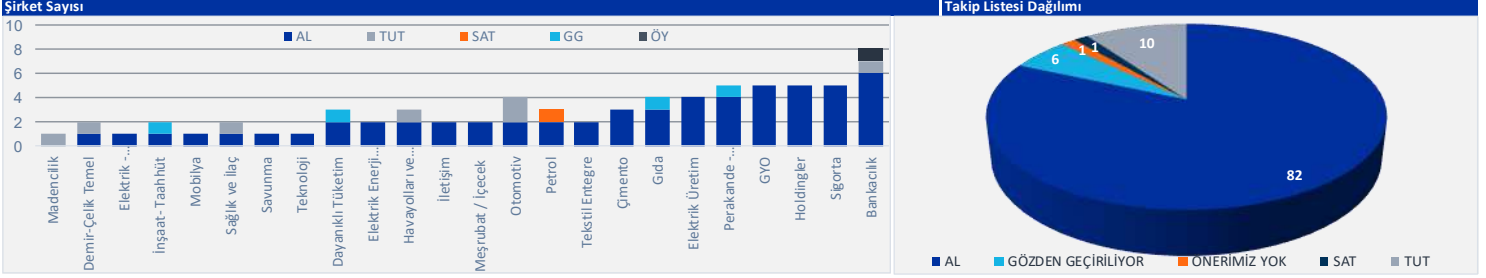
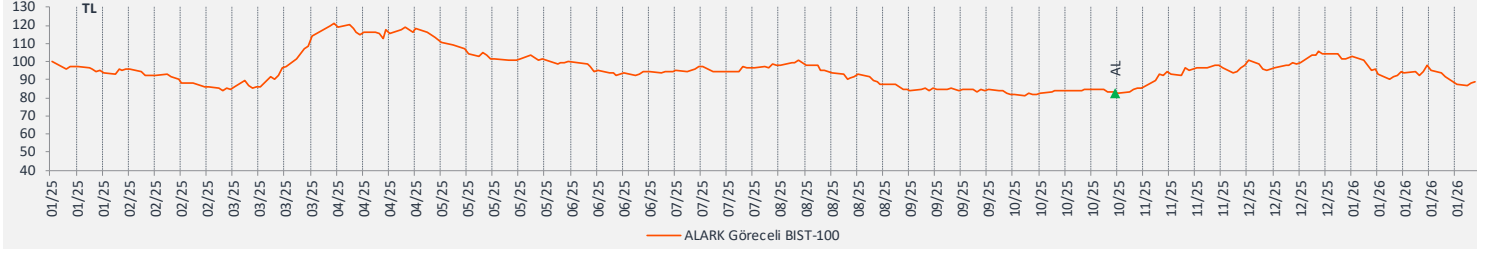
Tablo 2: Güncel DVT Varsayımlarımız (mn USD)



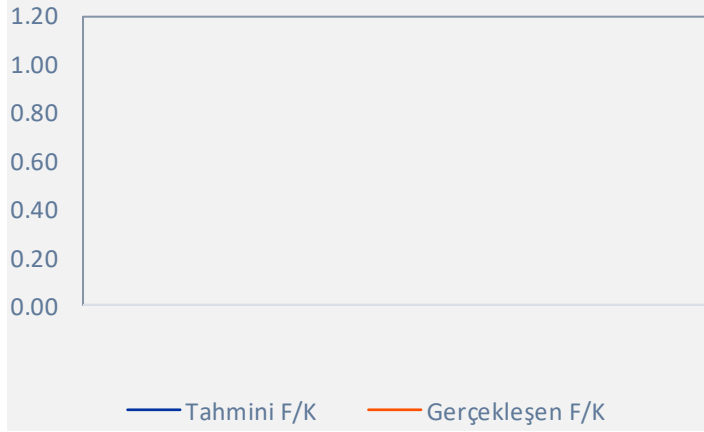
Kaynak: İş Yatırım

Alarko Holding

Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini F/DD & Gerç F/DD



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.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.