

Alarko Holding

20/02/2024

Takip Listesine tekrar ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 47%

Kömürün Külünden Filizlenen Dönüşüm

Alarko Holding'i %46.9 artış potansiyeli ile hisse başına 183.44TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize tekrardan ekliyoruz. Kısa vadede beklenen ortak satışları hisse fiyatı üzerindeki aşağı yönlü baskısını korumaya devam edebilir ancak hem yeni iş kollarına yapılan yatırımlar hem de yüksek NAD iskontosu cazip bir yatırım teması sunuyor.

Jeotermal sera başta olmak yeni iş kollarında önemli adımlar atıldı.

Alarko'nun değişen koşullara ayak uydurarak portföyündeki kömür santralinin ağırlığını azaltması ve bunu düşük emisyonlu sürdürülebilir işlere yönelerek yapmasını olumlu buluyoruz. Dönüşümün bir parçası olarak eklenen iş kollarında en başta tarım geliyor. Özellikle jeotermal seracılık ile elde edilen verimliliğin tarımda uzun dönemde önemli bir değer yaratacağını düşünüyoruz.

Hem Türkiye'de hem Kazakistan'da hedeflenen sırasıyla, 450 ve 550 milyon dolar tutarlarındaki yatırımlar sonucunda 5000'er dönüm sera alanı, tohum fabrikaları, gübre fabrikaları ile tarım iş kolunun Alarko'nun portföyünde %22 gibi bir pay ile 658 milyon dolar değere ulaşabileceğini öngörüyoruz.

Bir diğer yeni iş kolu ise havacılık. Bu bağlamda Şirket'in, 2025 yılında Alfor Havacılık çatısı altında kargo uçağı modifikasyonu faaliyetlerine başlaması bekleniyor. Ayrıca Holding, 2024-2025 periyodunda hücre fabrikası kurarak depolama pili üretmeyi de hedeflerken BT alanında da faaliyet göstermek adına Alarko Dijital Teknoloji Çözümleri adı altında yeni bir şirket kurdu. Fakat henüz faaliyetlerin başlamamış olması ve yeterli veri olmadığından bu yatırımları değerlememize eklemedik.

Karabiga termik santrali portföyde önemini koruyacak fakat katkısı azalacak.

Karabiga termik santrali geçtiğimiz dönemde düşük kömür maliyetleri ve yüksek elektrik fiyatları ile Holding'in cirosunda ve karlılığında lokomotif oldu. Önümüzdeki dönemde de santralin önemini koruyacağını fakat hem elektrik fiyatlarındaki düşüş hem de olası karbon vergisi ile katkısının zaman içinde azalacağını beklemekteyiz. Karabiga termik santrali yılda ortalama 10mn MWs elektrik üretebiliyor.

Elektrik dağıtım ve perakende işi öngörülebilir gelir yaratmaya devam ediyor.

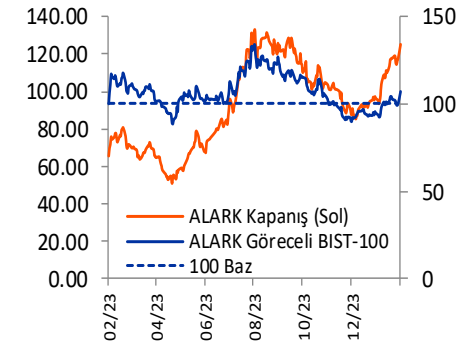
Hem Türkiye'nin eskiyen elektrik altyapısının yenilenmesi hem de altyapının yeşil dönüşüme ayak uydurabilmesi için büyük miktarda şebeke yatırımları

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	124.90	4.05
12 Aylık Hedef Fiyat	183.44	4.45
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-	0.00
Piyasa Değeri (mn)	54,332	1,761
Halka Açık PD (mn)	18,266	592
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	956.2	19.0
Hisse sayısı (Adet mn)		435
Takas Saklama Oranı (%)		34
Yabancı Oranı (%)		11

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	31.5	37.9	99.2
ABD \$	28.8	31.7	21.8
BIST-100 Relatif	14.5	12.0	8.9

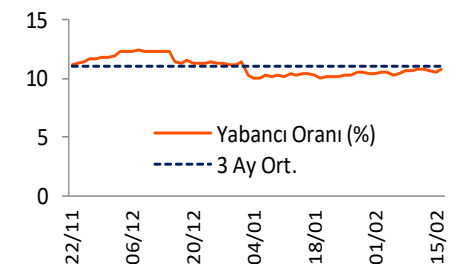
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	4.7	3.9	2.4
PD/DD	3.6	1.9	1.1
FD/FAVÖK	84.1	92.1	45.8

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 114.20 124.90

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 10.74



Özgür Şafak Açıklan

oacikalin@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 14

Alarko Holding

gerekiyor. Alarko'nun %50 ortaklığı bulunan Meram EDAŞ yapılan şebeke yatırımlarına istinaden enflasyon + %12.3 reel getiri ile stabil bir nakit akışı vaad ediyor. Eylül 2023 itibariyle MEDAŞ'ın varlık tabanı 10.7 milyar TL'yi bulmuştur. Perakende tarafı ise serbest satışlarda %7 marj ve regüle satışlarda %2.3 marj ile öngörülebilir bir gelir modeline sahip.

Enflasyon muhasebesinden kaynaklı büyük bir etki beklemiyoruz. Elektrik işinin holdingin en büyük iş kolu olmasından dolayı dağıtım işinin enflasyon ile büyüyen gelir modeli de göz önünde bulundurulduğunda enflasyon muhasebesinin net karda kayda değer bir etki yaratacağını düşünmüyoruz. Şirketin ödenmiş sermayesinde yapılan düzenleme nedeniyle GYO segmentinden (ALGYO) portföyün önceden değerlendirilmiş olmasından kaynaklı daha düşük bir düzeltilmiş net kar katkısı görebiliriz.

YATIRIM ÖZETİ

Alarko Holding'in yüksek net aktif değer iskontosu ve yeni sektörlerde büyüme potansiyeli cazip bir yatırım teması sunuyor. Holding'in güçlü bilançosu da yeni yatırımlar için imkan sunuyor. Kosolide bazda yaklaşık 5 Milyar TL net nakit pozisyonunda olan Holding'in solo net nakit pozisyonu 1.6 milyar TL. Holding'in net aktif değerinin büyük kısmını (mevcut haliyle %81, yeni iş kolları dahil edildiğinde ise tahminen %60) oluşturan elektrik üretim, dağıtım ve perakende işleri öngörülebilir iş modellerine sahip. Üretim tarafında en büyük katkı ithal kömür santralinden gelse de elektrik fiyatlarındaki olası düşüş senaryosunda bile santralin MWH başına 20\$, yıllık 200 milyon dolar gibi bir FAVÖK yaratması yönünde ciddi bir risk görmüyoruz. Perakende tarafı ise regüle kar marjı ile yapılan satışlar ve karlı ikili anlaşmalar yoluyla elektrik satışları öngörülebilirliği yüksek bir iş modeli sunuyor. Dağıtım tarafında yapılan yatırımların geri ödemesine ek olarak enflasyon üstü reel getiri oranı sağlayan mekanizma ise MEDAŞ için oldukça olumlu bir görünüm ortaya koyuyor. Şirket için bir diğer olumlu nokta ise portföyü çeşitlendirme çalışmaları. Şirket yeni iş kollarının payının 2030 yılında %35'e çıkmasını hedefliyor. Bu konuda en büyük adım tarım alanındaki yapılmakta olan yatırımlar. Kazakistan'daki sübvansiyonlar ve Türkiye'deki jeotermal alanlar şirketin yatırımlarını destekleyen unsurlar. Şirketin bu konudaki fizibilite çalışmaları da oldukça dikkat çekici. Değerlememize katamadığımız uçak modifikasyonu ve depolama pili işleri ile ilgili görüşümüz olumlu ve bu iki sektörden yaratılabilecek katkı hedef değerimiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor.

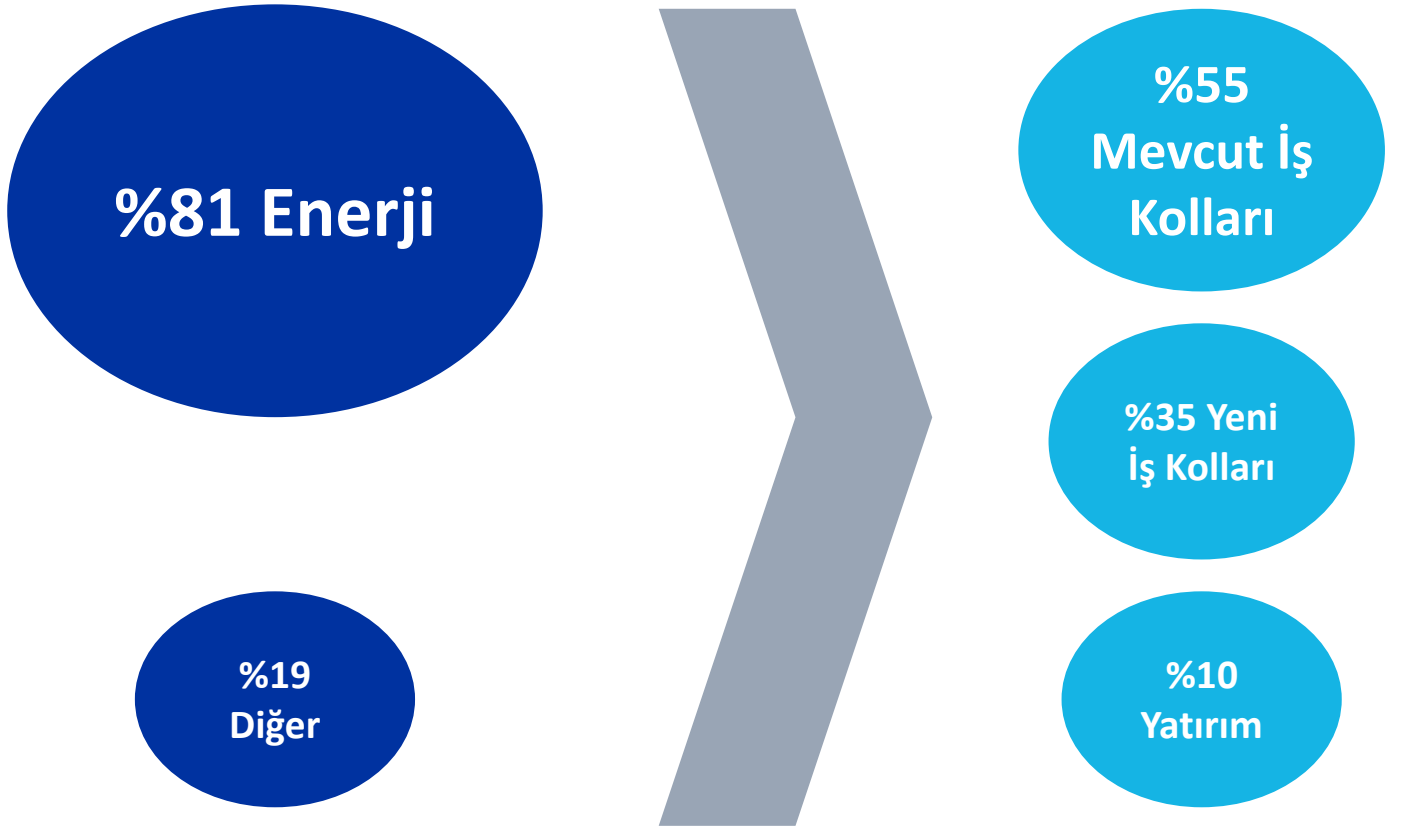
Bir süredir devam eden ortak satışları hisse senedi üstünde baskı yaratıyor ve borsada işlem gören tipe dönüşen payların satışı tamamlanana kadar bu durum devam edebilir. Alarko'nun iştiraklerine baktığımız zaman ise Elektrik dağıtım ve üretim segmentlerinin net aktif değerdeki payları toplam %81 seviyesinde (Tarım eklendiğinde %60). Takip listemizdeki diğer holdinglere kıyasla Alarkonun portföy çeşitliliğin sınırlı olduğunu ve portföyün büyük bir kısmını oluşturan elektrik segmentinin regüle bir piyasa olması, üretimin ise büyük kısmının ithal kömür ile yapılması risk olarak görülebilir. Alarko Holding'e %35 oranında, takip ettiğimiz diğer holdinglere kıyasla daha yüksek, bir NAD iskontosu uygulamamızın başlıca sebebi portföydeki beklenen değişimin gerçekleşmesi ile ilgili riskler ve belirsizlikler ve halka açık iştiraklerin payının düşük olması. Öte yandan şirketin Tarım alanındaki yatırımlarını olumlu bulsak da satın alınan jeotermal arazilerin yeterli sıcaklıkta suya sahip olup olmayacağı bir risk yaratıyor. Bu olasılık ek bir maliyet getireceğinden marjlar üstünde olumsuz etkisi olabilir. Ayrıca yatırımların planlanan sürede ilerleyip ilerlemeyeceği ve beklenen finansal katkısı yaratıp yaratmayacağı diğer risk unsurları arasında bulunuyor.

Kazakistan ve Türkiye'de yaklaşık 1 Milyar Dolarlık yatırımla beraber 2028 yılından itibaren tam kapasite FAVÖK katkısı yapmasını beklediğimiz tarım segmentini erken aşamada olduğunu göz önünde bulundurarak olası belirsizliklerden dolayı İNA

Alarko Holding

değerlememizde risk primini %50 artırıp (%6'dan %9'a) değerlememize katsak dahi ALARK hisseleri için %48 getiri potansiyeline ulaşabiliyoruz.

Holding 2030 yılına gelindiğinde mevcut faaliyetlerin kombine cirodaki payının %55'e düşmesini, yeni iş kollarının payının %35'e ve Alarko Sermaye'nin payının ise %10 olmasını hedefliyor. Şu anki durumda bu oranlar enerji iş kolu için %81 ve taahhüt iş kolu için %14 iken kalan %5 diğer iş kollarından gelmektedir. Yeni iş kollarının payını artırma planı gayet olumlu olsa da Alarko Sermaye'ye konacak parayı yatırımcılar temettü olarak almayı tercih edebilir.



Alrko Holding

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Diğer	36.74
Izzet Garih	17.68
Leyla Alaton	16.27
Vedat Aksel Alaton	15.27
Dalia Garih	14.04

Gelir Tablosu (mn ₺)	2022G	2023T	2024T	2025T	Bilanço (mn ₺)	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	7,123	8,363	12,341	19,588	Dönen Varlıklar	8,596	14,270	21,405	32,108
Brüt Kar (Zarar)	932	1,078	1,955	4,706	Nakit ve Nakit Benzerleri	5,089	8,448	12,672	19,007
Operasyonel Giderler	411	625	998	2,188	Ticari Alacaklar	1,626	2,699	4,049	6,073
Esas Faaliyet Karı	521	452	958	2,519	Stoklar	586	972	1,458	2,187
Faaliyet. Diğer Gelirler (Giderler)	524	553	787	954	Diğer Dönen Varlıklar	1,296	2,151	3,227	4,841
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	9,623	9,943	16,340	18,050	Duran Varlıklar	16,077	26,688	40,032	60,047
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	944	4,214	6,066	7,311	Ticari Alacaklar	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-102	-997	-1,436	-2,318	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	11,740	19,488	29,232	43,849
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	11,510	14,165	22,715	26,516	Maddi Duran Varlıklar	2,526	4,193	6,290	9,435
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-354	-215	-330	-355	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	101	168	252	378
Net Kar	11,441	13,867	22,223	25,913	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,710	2,839	4,258	6,387
FAVÖK	593	542	1,089	2,679	Toplam Varlıklar	24,673	40,958	61,437	92,155

Büyümler & Opr. Perf.	2022G	2023T	2024T	2025T	Kısa Vadeli Yükümlülükler	2022G	2023T	2024T	2025T
Büyümler					Finansal Borçlar	1,554	1,905	1,380	2,098
Net Satışlar	253%	17%	48%	59%	Ticari Borçlar	1,069	1,310	949	1,443
Faaliyet Karı	n.a	-13%	112%	163%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,848	5,943	4,305	6,547
FAVÖK	n.a	-9%	101%	146%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	951	1,166	845	1,285
Net Kar	n.a	21%	60%	17%	Finansal Borçlar	141	173	125	190
Operasyonel Performans					Ticari Borçlar	0	0	0	0
Brüt Marj	13.1%	12.9%	15.8%	24.0%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	811	994	720	1,095
Faaliyet Kar Marjı	7.3%	5.4%	7.8%	12.9%	Özkaynaklar	16,252	30,633	53,959	80,782
FAVÖK Marjı	8.3%	6.5%	8.8%	13.7%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14,932	28,146	49,577	74,222
Efektif Vergi Oranı	-3.1%	-1.5%	-1.5%	-1.3%	Ödenmiş Sermaye	435	435	435	435
Özkaynak Karlılığı	122.9%	64.4%	57.2%	41.9%	Rezerv ve Diğer Kalemler	3,056	13,844	26,919	47,874
Aktif Karlılığı	71.9%	42.3%	43.4%	33.7%	Dönem Net Karı (Zararı)	11,441	13,867	22,223	25,913

Rasyo Analizi	2022G	2023T	2024T	2025T	Azınlık Payları	2022G	2023T	2024T	2025T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.7	3.9	2.4	2.1	Toplam Kaynaklar	24,673	40,958	61,437	92,155
FD / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	18.6					
FD / Satışlar (x)	7.0	6.0	4.0	2.5					
PD / Defter Değeri (x)	3.6	1.9	1.1	0.7					
Nakit Akışı / PD	5.9%	-	-	-					
Hisse Başı Kazanç (₺)	26.3	31.9	51.1	59.6					
Hisse Başı Temettü (₺)	0.3	1.5	1.8	2.9					
Temettü Verimi	0.8%	2.1%	1.5%	2.3%					
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-4,116	-7,568	-12,963	-19,413					
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d					
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d					

Kaynak: İş Yatırım

*Finansal tahminler UFRS 29 enflasyon düzeltmesini etkilerini içermemektedir.

Alarko Holding

UFRS Gelir Tablosu (TL mn)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Net Satışlar	2,051	1,391	1,813	2,869	5,072	6,073
Brüt Kar	-29	247	98	377	960	722
Faaliyet Giderleri	169	167	133	133	241	433
Esas Faaliyet Karı	-198	80	-35	244	719	289
FAVÖK	-188	101	1	272	781	375
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	3,933	1,873	3,142	3,872	7,056	8,886
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	3,735	1,953	3,107	4,116	7,775	9,176
Vergi Giderleri (Gelirleri)	458	-95	122	-12	-104	15
Net Kar	3,956	1,835	3,090	3,970	7,484	8,895

Büyümler & Opr. Perf.	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Büyüme						
Net Satışlar (yıllık)	187%	42%	3%	23%	289%	20%
Faaliyet Gideri (yıllık)	197%	234%	41%	37%	130%	79%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	-37%	-59%	-111%	12%	294%	-60%
FAVÖK (yıllık)	-37%	-52%	-100%	13%	259%	-52%
Net Kar (yıllık)	409%	78%	38%	-6%	1407%	19%
Marjlar						
Brüt Marj	-1.4%	17.7%	5.4%	13.1%	18.9%	11.9%
Faaliyet Gideri / Ciro	8.3%	12.0%	7.3%	4.6%	4.8%	7.1%
Faaliyet Kar Marjı	-9.7%	5.7%	-1.9%	8.5%	14.2%	4.8%
FAVÖK Marjı	-9.2%	7.3%	0.1%	9.5%	15.4%	6.2%
Net Kar Marjı	192.9%	131.9%	170.4%	138.4%	147.6%	146.5%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	121.6%	98.6%	84.1%	68.9%	97.7%	84.1%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	75.6%	63.4%	54.6%	44.9%	57.4%	54.6%
Effektif Vergi Oranı	-12.3%	4.9%	-3.9%	0.3%	1.3%	-0.2%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	124.0%	-6.0%	101.9%	-18.4%	8.9%	20.3%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	126.2%	-269.2%	38.5%	-8.6%	12.4%	-54.2%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	-1349%	-83%	126716%	-194%	58%	329%

Alarko Holding

UFRS Bilanço (TL mn)	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	8,596	7,797	10,782	12,940
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,810	5,330	7,111	8,346
Ticari Alacaklar	1,626	854	2,025	2,864
Stoklar	586	704	730	614
Diğer Dönen Varlıklar	575	908	916	1,116
Duran Varlıklar	16,077	18,075	20,862	24,221
Finansal Yatırımlar	780	1,078	1,478	1,070
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	11,740	13,139	14,528	16,860
Maddi Duran Varlıklar	956	1,236	1,597	2,430
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	101	106	167	319
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,407	2,424	2,983	3,377
Toplam Varlıklar	24,673	25,872	31,644	37,161
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,470	6,890	9,021	10,452
Finansal Borçlar	1,554	1,670	2,631	3,600
Ticari Borçlar	1,069	796	1,320	1,524
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,848	4,424	5,070	5,328
Uzun Vadeli Yükümlülükler	951	940	1,647	1,705
Finansal Borçlar	141	139	166	276
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	811	801	1,481	1,428
Özkaynaklar	16,252	18,042	20,976	25,004
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14,932	16,711	19,512	23,421
Toplam Kaynaklar	24,673	25,872	31,644	37,161

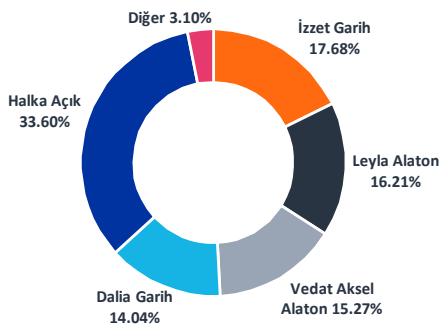
Yatırımlar ve Borçluluk	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Net Sabit Sermaye Yatırımları	-31	299	382	919
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	-1.5%	21.5%	21.1%	32.0%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akır)	2,526	-441	304	-321
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	123.1%	-31.7%	16.8%	-11.2%
Net Borç (Nakit)	-4,896	-4,600	-5,792	-5,541
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	-8.3	-9.5	-37.1	-29.7

ŞİRKET PROFİLİ

Alarko Holding, enerji, taahhüt, arazi geliştirme, sanayi ve ticaret, turizm, yatırım ve son yılda portföyüne eklediği tarım ve gıda sanayi, havacılık iş kollarında faaliyet göstermektedir. 1954 yılında kurulan şirket, 1974 yılında halka açılmış, 65 yıllık sanayi tecrübesinin ardından değişen koşullara istinaden sıkı bir dönüşüm içerisinde cazibesini korumayı amaçlıyor. Holding bünyesinde halka açık 3 şirket bulunuyor; Alarko (ALARK), Alarko Carrier (ALCAR), Alarko GYO (ALGYO). Holding'in %33.6'sı ise halka açık.

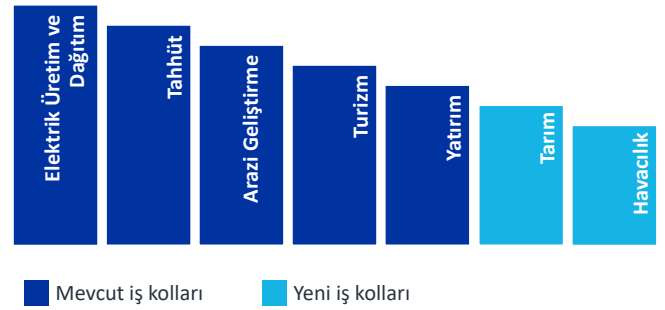
Şirket'in kombine cirosundaki en büyük pay %81 ile enerji iş koluna aitken bunu %14 ile taahhüt grubu takip ediyor. Şirket bu portföyü çeşitlendirerek 2030 yılında mevcut faaliyetlerin payını %55'e düşürüp tarım, havacılık gibi netleşen ve bunun yanına eklenecek diğer iş kolları ile yeni iş alanlarının payının %35, girişim sermayesinin de %10 oranında olmasını hedefliyor.

Sermaye Yapısı



Kaynak: Şirket

Alarko İş Kolları



Kaynak: Şirket

Tarım Grubu

Alarko'nun dönüşüm hikayesinde tarım yatırımları çok büyük rol oynuyor. Alarko tarım grubu, şirketin 2023 yılı içerisinde hızlı satın almalar ve yatırımlarla şirket portföyünün içerisinde yer buldu. Tarım grubu altında meyve sebze üretimi, gübre, tohum alanlarında faaliyetler hızla başladı. Türkiye'nin jeotermal anlamda zenginliğini değerlendirmek isteyen grup, Türkiye içerisindeki tarımsal üretim faaliyetlerini tamamen jeotermal seralar aracılığıyla sürdürüyor. Şirket, jeotermal seralar ile düşük emisyonlu ürünler üreterek Avrupa pazarında büyük bir oyuncu olmak istiyor. Jeotermal seralar düşük karbonlu üretimi desteklerken seranın ısınma ihtiyacı sadece jeotermal enerji ile karşılanarak ısınma maliyetlerinde de büyük bir avantaj sağlanıyor.

Tarım Yatırımları Zaman Çizelgesi



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Alarko Holding

Dağıtım ve Perakende

Dağıtım ve perakende faaliyetleri 2009'da satın alınan Meram EDAŞ ile toplam 6 ili kapsayan bölgede yürütülüyor. Perakende tarafında ortalama %4 marj ile satışlar gerçekleşiyor ve önümüzdeki dönemlerde de bu seviyede kalacağını tahmin ediyoruz. Dağıtım kolu ise EPDK tarafından belirlenen yatırım harcamalarının 10 eşit taksitli geri ödemelerinin üzerine toplam yatırım bakiyesi üzerinden enflasyon + %12.3 reel getiri eklenerek gelir yaratıldığı bir iş modeline sahip. Yatırım tavanları EPDK tarafından 5 yılda bir reel olarak dağıtım şebekelerindeki ihtiyaca göre belirleniyor. İlk uygulama 2006 yılında başlatılmış olup güncel olarak 2021-2026 yılları arasında sürececek olan 4. uygulama döneminde bulunmaktadır.



Meram, TEİAŞ tarafından belirlenen 15 dağıtım bölgesi içerisinde 8 numaralı bölgeye verilen isimdir ve bölgenin içerisinde Konya, Aksaray, Niğde, Nevşehir, Karaman, Kırşehir il, ilçe ve köylerinde elektrik dağıtım hizmeti verilmektedir. Alarko Meram EDAŞ aracılığı ile bu bölgenin 2036 yılına kadar işletme lisansına sahiptir. Alarko MEDAŞ'ın %50 hissesine sahip olup diğer % 50'si (Cenal benzeri yapıda) Cengiz Holding'e aittir.

Dağıtım iş modelinde gelirler yatırım harcamaları geri ödemelerinden ve verimlilik ile kalite primlerinden oluşur. EPDK her 5 yıllık dönemde dağıtım şebekelerindeki yatırım harcamalarına göre yasal yatırım sınırını belirler. Belirlenen sınıra göre yapılan yatırımlar 10 yıllık itfa süresi ile EPDK tarafından eşit taksitlerle geri ödenir. Yeni dönem sonu varlık tabanı bir önceki dönemin kapanış bakiyesine dönem içinde yapılan yatırım harcamasının eklenmesi ve geri alınan yatırım harcamalarının çıkarılması ile bulunur.



Açılış ve kapanış bakiyelerinin ortalaması alınır ve reel makul getiri oranı ile çarpılır. Reel getiri ve itfanın toplanması ile yatırım harcaması geri ödemesi bulunur. Vergi düzeltmesi de eklenerek reel yatırım harcaması geri ödemesi elde edilir. Hesaplanan tutarlar Haziran ay sonu enflasyonu ile büyütülerek nominal gelir olarak yazılır.

Diğer gelir kalemleri yatırım harcamaları ve işletme giderleri verimliliği sayesinde gerçekleşiyor. Bunların üstüne işletme kalitesinin artması adına teşvik amaçlı kalite primleri, her yıl belirlenen kayıp kaçak hedeflerinin altında kalınması, kaçak tahakkuku ve tahsilatı da elde edilen gelire katkı sağlıyor.



Alarko Holding

2023 yılı sonunda 650 dönüm jeotermal sera ile tarım faaliyetleri yürütülürken 2028 yılına gelindiğinde 5000 dönüm arazide tarım amaçlanıyor.

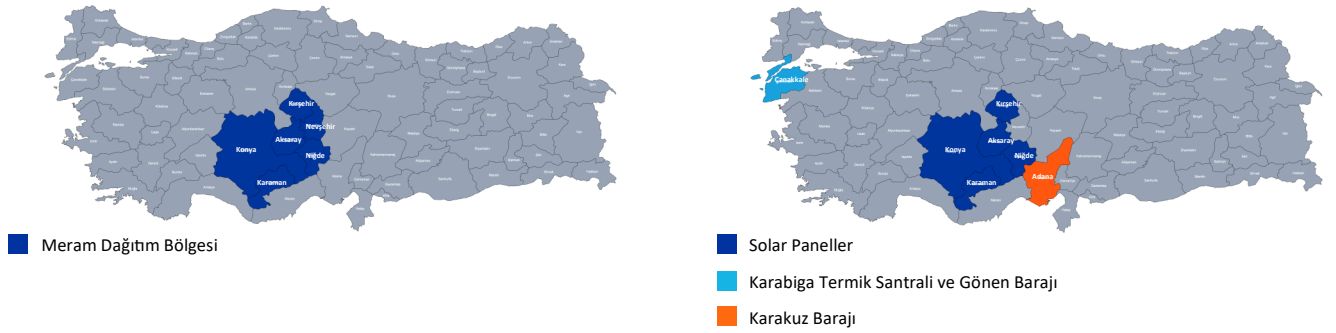
Alarko'nun tarım yatırımları 2023 yılında 115 milyon doları buldu. Yatırımlar jeotermal seralar, gübre fabrikaları, tohum fabrikaları, kurutulmuş gıda gibi çeşitli tarımsal sanayi alanlarını içeriyor.

Jeotermal olmaksızın Kazakistan'da da seracılık yatırımları yapan şirket, Asya pazarında da kendini konumlandırmayı hedefliyor. Şirketin Kazakistan için de 2028'e kadar 5000 dönüm sera hedefi var.

Enerji Grubu

Şirketin faaliyetleri arasında enerji iş kolu kombine ciroda %81 ile en büyük paya sahip. Enerji tarafı üretim, dağıtım ve perakende olmak üzere ikiye ayrılıyor.

2 hidroelektrik, 1 güneş ve 1 ithal kömür santrali ile toplam 1.459MW kapasite ile elektrik üretimi gerçekleştiriliyor. Üretim portföyünde yenilenebilir enerjilerin payı sadece %10.



Meram Dağıtım Bölgesi, Kaynak: TEİAŞ

Alarko Elektrik Üretim Santralleri, Kaynak: Şirket

Cenal Karabiga

Alarko'nun %50 paya sahip olduğu Cenal Karabiga ithal kömür santrali 1320MW üretim kapasitesi ile üretim portföyünün en büyük parçası konumunda. Karabiga santrali yıllık ortalama 10mn MW elektrik üretebiliyor. Santralin en büyük maliyet kalemi kömür tüketimi olmasına rağmen şirket görece iyi satın alımlarla kömür maliyetlerini makul seviyede tutmayı başarmış. Diğer maliyetler de sistem işletim ve bakım kaynaklı. Elektrik satışları spot piyasa ve ikili anlaşmalar aracılığıyla yürütülüyor. 2022 yılında getirilen Azami Uzlaştırma Fiyat mekanizması, fiyatların iyice gerilemesiyle 2023 Eylül ayında kaldırılmış olsa da fiyatlar şu anda AUF'un bile gerisinde seyrediyor.

Altek

Alarko, Altek'in %100'üne sahip. Altek çatısı altında Gönen ve Karakuz olarak iki adet HES bulunmaktadır. Gönen 10.6MW, Karakuz ise 76MW kapasiteye sahip. Karakuz santralinin elektrik satışları 2028'e kadar 73\$/MW olarak YEKDEM garantili iken satışların %25'ini ise yan hizmetler oluşturuyor. Gönen santralindeki satışlar ise spot piyasada yapılıyor.

Panel Enerji

Alarko Holding Panel Enerji'nin ise %50'sine sahip. Bu iştirak altında 52MW kapasiteye sahip GES bulunmaktadır. Yıllık ortalama 100bin MWh üretim yapan santralin satışlar ise 133\$/MW tarifieden 2027 yılına kadar YEKDEM garantili.

Alarko Holding

Taahhüt

Alarko Holding'in %100 iştiraki olan Alsim Alarko Sanayi ve Ticaret A.Ş. Aracılığıyla taahhüt alanında çeşitli altyapı, yol, raylı sistemler, tesisler, oteller, ve hastaneler gibi projeler ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket bu alandaki deneyimleriyle özellikle Doğu Avrupa'da ve Türkiye Cumhuriyetleri'ndeki kamu özel sektör ortaklığı, anahtar teslim, yap işlet devret projeleriyle biliniyor. Son projeler arasında BAKAD projesi ön plana çıkıyor. Kazakistan'da otoyol projesi olan Büyük Almatı Çevreyolu Projesi(BAKAD) projesinde şirket 16 yıllık işletme hakkına sahip. Şirket, ilk 7-8 yılın proje finansmanı karşılayacağını ve kalan yıllarda da nakit yaratmaya başlayacağını öngörüyor. BAKAD projesi, yıllık 30 milyon dolar gelir yaratıyor. Taahhüt grubu, 2023 sonu itibariyle 234 milyon dolar sipariş bakiyesine sahip. BAKAD dışında şirketin aktif olarak üstlendiği bir proje bulunmuyor ve yakın gelecekte de yeni bir proje öngörülüyor. Grubun 2022 yılı sonunda kombine cirodaki payı %14 olarak belirtilirken bu rakamın gerileyeceğini düşünüyoruz.

Arazi Geliştirme

Alarko GYO

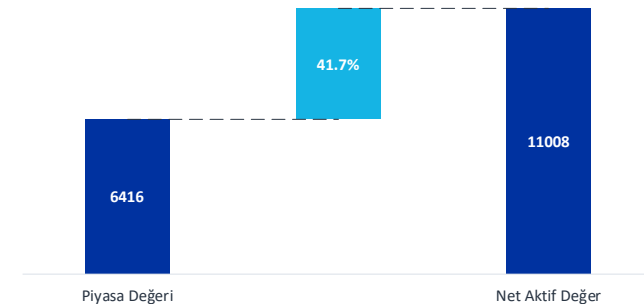
Alarko'nun %16.4'üne doğrudan, %34.8'ine iştiraki Alsim aracılığıyla sahip olduğu Alarko GYO borsada işlem görmektedir. Değerli gayrimenkullerden elde ettiği kira geliri ile sabit getiri sağlayan şirketin 9A2023 itibari ile portföy değeri 6.461 mn TL'yi bulmuştur. Bu değer 5.300mn TL'si gayrimenkullerden gelirken 1.161mn TL'si nakittir. Portföyün %73'ü ofis, %9'u arsa, %18'i ise nakittir. 29.12.2023 tarihinde son yapılan değerlemeler ile gayrimenkul değeri 9.847 milyon TL'yi buldu.

Ayrıca Alarko'nun holding bünyesinde 2.198mn TL değerinde arsa portföyü de bulunmaktadır.

Gayrimenkul	Ekspertiz Değeri	Kira Değeri
Büyükçekmece Eskice Köyü Arsası	678mn TL	-
Maslak Arsası	561mn TL	-
İstanbul Karaköy İş Merkezi	108mn TL	433bin TL
Ankara Çankaya İş Merkezi	44.2mn TL	228bin TL
Muğla Bodrum Gündoğan Otel	2.500mn TL	242mn TL
Eyüp-Topçular Kargir Fabrika ve Arsası	416mn TL	648bin TL
Etiler Alkent Sitesi'nde 39 Adet Dükkan	352mn TL	1.4mn TL
Büyükçekmece Alkent 2000 Yeditepe Sitesi'nde 10 Adet Dükkan	68mn TL	283bin TL
Bodrum Hillside Otel	5.120mn TL	278mn TL

29.12.2023 tarihli son değerlendirme raporlarından alınmıştır. Bütün değerler KDV hariçtir. Gündoğan Otel kira değeri, proje tamamlandığında ulaşacağı kira değerini ifade eder. Kaynak: Şirket

GYO NAD İskontosu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Alarko Holding

Sanayi ve Ticaret

Alarko Carrier

Alarko'nun Carrier Global ile ortak girişimi olan ve Alarko'nun %43'üne sahip olduğu şirket ısıtma, soğutma, havalandırma ve su basınçlandırma alanlarında üretim, ithalat ve ihracat yapan Alarko Carrier, borsada işlem görmektedir. İstanbul Gebze'de ve Dudullu'da üretim tesisleri bulunan şirketin cirosu %46 üretim satışlarından %54'ü alım-satımdan oluşur. Yurtiçinde 268 yetkili satıcı ve 289 yetkili servis ağına sahip şirket 51 ülkeye de ihracat yapmaktadır. Şirket, 2022 yıl sonunda toplam 115mn \$ ciro açıklamıştır.

Turizm

Kombine ciroda %1 paya sahip turizm grubu Attaş, Alarko'nun %100 iştirakidir. Turizm iş kolunda, "Hillside" markası altında otel ve kulüp faaliyetleri yürütülmektedir. Bunlar arasında Hillside Beach Club, Hillside City Club, Cinecity Sinemaları ve Sanda Spa bulunmaktadır. Hillside Beach Club 2022 yılında yaklaşık 25.000 misafir ağırlayan 5 yıldızlı bir resort oteldir. Hillside City Club ise çeşitli aktivitelerle bir topluluk yaratmayı amaçlayan lüks bir fitness club olarak faaliyet yürütür. Şu anda turizm çatısı altında Bodrum ve Muğla'da 2 otel bulunurken 2025 yılında bir otelin daha eklenmesi ve 2028'de toplam 5 otele ulaşılması hedefleniyor. Aktif olarak Maldivler'de bir otel projesi planlanıyor ve proje şu anda teklif aşamasındadır. Hillside Beach Club 7.128,32 TL/gece, Bodrum Gündoğan Otel ise 290 USD/gece ortalama yatak fiyatına sahiptir. 9A2023 itibariyle turizm iş kolu, 968 milyon TL satış geliri ve 313 milyon TL FAVÖK yaratmıştır.

Yatırım

Alyat Teknoloji Yatırımları A.Ş. çatısı altında teknolojiye dayalı yüksek potansiyel vadeden şirketlere yatırım yapılır. Alyat, %100 Alarko iştirakidir. Yatırımlar; halka açık şirketler, private equity ve VC fonlarını içeriyor. Aynı zamanda Alser çatısında yıllık 20 milyon dolar halka açık şirketlere yatırım hedefleniyor. Özetle de her yıl toplamda 42.5 milyon dolar yatırım planlanıyor. 2024 Ocak sonu itibariyle şirketin sahip olduğu fonun ise toplam değeri 847 milyon TL ve 6 ayda %45.58 getiriye ulaşmıştır. 2030 yılına gelindiğinde yatırım iş kolunun Alarko Holding'in %10'una tekabül etmesi şirket tarafından planlanıyor.

RKL - AZİMUT PORTFÖY ALARKO YATIRIM BİRİNCİ SERBEST (TL) ÖZEL FON	
Fon Toplam Değer	846,774,551.83
Son 1 Ay Getirisi	11.93%
Son 3 Ay Getirisi	23.25%
Son 6 Ay Getirisi	45.48%

Kaynak: TEFAS

DEĞERLEME

ALARK'ı 183.44 TL/hisse hedef fiyatı, AL tavsiyesi ile takip listemize geri ekliyoruz. Şirketin elinde bulundurduğu ve güçlü performans göstermiş elektrik üretim ve dağıtım işlerine ek portföyüne eklediği ve ekleyeceği yeni iş kolları şirkette olumlu bir dönüşüm hikayesi ortaya koyuyor. Özellikle termik santralden kaynaklı yüksek karbon emisyonlarını dengeleyebilmek adına yapacağı jeotermal seracılık alanındaki sürdürülebilir yatırımlar Alarko'nun bu yeni dönemde önemini ispatlamış Çevresel, Sosyal, Yönetişim konularını da dikkate alarak böyle bir dönüşüme gitmesini olumlu buluyoruz. Böylelikle uzun vadede mevcut iş kollarının portföydeki payının azalmasını ve seracılık, havacılık, pil üretimi, bilgi teknolojileri gibi daha sürdürülebilir alanların portföyde önemli bir rol oynayacağını öngörüyoruz. Bunun yanı sıra stabil ve öngörülebilir bir iş kolu olan elektrik dağıtım ve perakende iş kolunun enflasyon + %12.3 getiri sağlayan iş modelinin de portföyde önemli bir yer tutacağına inanıyoruz.

Tarım Grubu (%22 NAD Ağırlığı)

Alarko yeni iş kollarının portföydeki ağırlığının kombine ciro içerisinde %35 olmasını hedefliyor. Bu bağlamda planladığı en büyük yatırımlar tarım alanında. Şirket, 2028'e gelindiğinde Türkiye'de 5000 dönüm jeotermal sera, Kazakistan'da ise 5000 dönüm (jeotermal olmadan) sera ile üretim hedefliyor. Bu hedeflere ulaşılması için de 2028 yılına kadar Türkiye'de 450mn dolar Kazakistan'da ise 550mn dolar yatırım planlanıyor.

Jeotermal seralar ısınma maliyetleri açısından önemli bir tasarruf sağlarken ürün verimliliğini de önemli ölçüde artırıyor. Türkiye'de üretilen ürünlerin 2028'de %65 ihracat %35 iç piyasa satış odaklı olması hedefleniyor. Kazakistan tarafında ise doğalgaz kullanılarak ısıtma yapılıyor. Burada da devlet teşvikleri sayesinde doğalgazın uygun temin edilmesi sayesinde benzer oranda marjlar elde edilebiliyor. Bütün bunları ve m² başına üretim ile toplam üretimi dikkate alarak İNA analizi ile tarım işini 658mn \$ değer ile değerlememize ekledik. Böylelikle tam kapasite üretim yapılabildiği 2028 yılı FAVÖK baz alındığında değerlememiz 5x FD/FAVÖK çarpanına işaret ediyor. Sonuç olarak tarım iş kolu NAD değerlememizde %22 ağırlığa tekabül ediyor.

Enerji Grubu (%60 NAD Ağırlığı)

Elektrik dağıtım iş kolu yatırım harcamaları geri ödemesi ve diğer tasarruf ve kalite kalemleri ile birlikte enflasyon + %12.3 düzeyinde gelir yaratıyor. Dağıtım tarafında yatırım harcamaları geri ödemelerini ve varlık tabanını baz alarak, perakende kolunda ise serbest piyasada %7, regüle piyasada %2.3 brüt kar marjı varsayımlarını kullanarak toplam bir değere ulaştık. 2024 yıl sonuna gelindiğinde dağıtım tarafında varlık tabanının 21.5 milyar TL olacağını öngörüyoruz. Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akışı ile dağıtım işini 1.294 milyon \$ olarak değerledik. Tahmin dönemi süresince reel getiri oranını %12.3 olarak sabit tutarken 2026 sonrası yatırım harcamalarını da reel olarak 1.036 milyon TL (Haziran 2020 enflasyonu baz alınarak) seviyesinde sabit tuttuk. Dağıtım işinin lisansının 2036 yılında dolacağını da göz önünde bulundurarak devam eden dönemler için varlık tabanını devam eden değer olarak indirgeyip yine İNA değerlememiz içerisine ekledik.

Elektrik üretimine bakıldığında toplam 1459 MW kurulu güç ile ortalama 11mn MW üretim yapılıyor. Santrallerin arasında Karakuz HES 73\$/MWs bedeliyle 2025'e kadar, Panel Enerji Solar ise 133\$/MWs bedeliyle 2027'ye kadar YEKDEM'e tabidir. Gönen ve Karabiga ise serbest piyasa ve ikili anlaşmalar yoluyla satış yapıyor. Karabiga santralini, ortalama MW başına 20\$ FAVÖK yaratacağını varsaydık. Tahmin dönemi boyunca MW başına ortalama 30\$ kömür maliyeti varsayarken arsa ile limanın değerini (Karabiga'nın 2045 yılında faaliyetini sona erdireceğini öngörerek) 65 milyon dolar seviyesinde uç değeri değerlememize ekledik. Karakuz ve Gönen için ortalama %90 FAVÖK marjı tahmin ederken, Solar paneller için YEKDEM'in

Alarko Holding

geçerli olacağı 2027 yılına kadar %96, tarifenin bitiminde ise ortalama %90 FAVÖK varsaydık. Sonuç olarak enerji iş kolu NAD değerlememizde %60 ağırlık ile en yüksek paya sahip oldu.

Diğer İş Kolları (%18 NAD Ağırlığı)

Alarko GYO'yu ve Alarko Carrier'i mevcut piyasa değerini özsermaye maliyeti ile büyütürken değerlememize kattık. Holding'in sahip olduğu arazilerin ekspertiz değerlerini %35 holding iskontosu uygulayarak, turizm iş kolunu ise 13.75x sektör medyanı 2024 FD/FAVÖK çarpanıyla NAD değerlememize dahil ettik. Taahhüt grubunu ise; 234 milyon \$ dolar sipariş bakiyesi, BAKAD'dan gelecek yıllık 27 milyon dolar FAVÖK katkısının 7-8 yıl boyunca borcun ödenmesi için kullanılacağını, diğer projelerden gelen 2026'ya kadar düşük FAVÖK katkısını ve yeni proje beklentisinin olmadığını düşünerek defter değeri üzerinden NAD değerlememize ekledik.

NAD İskontosu

Alarko, portföyünü çeşitlendirmek adına gerekli adımları atmayı planladığını açıklasa da mevcut haliyle portföy yeterince çeşitlendirilmiş değil. Bizim değerlememize göre Enerji %60 oran ile çok büyük bir paya sahip iken onu %22 ile tarım takip ediyor ve tarım iş kolu henüz tam kapasite faaliyet göstermiyor. Ayrıca kömür santralinin %30 gibi bir ağırlığa sahip olması da mevcut haliyle aşağı yönlü riskler barındırıyor. Holdinglerde kullandığımız AGHOL %25, KCHOL %25 ve SAHOL %30 iskonto oranları göz önünde de bulundurduğumuzda mevcut şartlar altında ALARK için hedef Net Aktif Değere %35 iskonto uygulamayı makul buluyoruz.

Alarko Holding NAD Kırılımı (Milyon Dolar)

Sektörler/Şirketler	Kod	ALARK'ın Payı	Cari Değerleme Metodu	Cari Değer	ALARK'ın Payı	Mevcut NAD Payı	Hedef Değerleme Metodu	Hedef Değer	ALARK'ın Payı	Hedef NAD Payı
Taahhüt				6	6	0%		6	6	0%
Alsim		100.0%	Defter Değeri	6	6	0%	Defter Değeri	6	6	0%
Enerji				2871	1512	31%		3258	1764	60%
Meram (Perakende ve Dağıtım)		49.9%	İNA	1294	646	25%	İNA	1469	733	25%
Altek (Karakuz+Gönen)		100.0%	İNA	154	154	6%	İNA	175	175	6%
Cenal (Karabiga)		50.0%	İNA	1422	711	27%	İNA	1614	807	27%
Panel Enerji (Solar)		50.0%	İNA	83	41	2%	İNA	97	48	2%
Tarım				562	562	22%		658	658	22%
		100.0%	İNA	562	562	22%	İNA	658	658	22%
Arazi Geliştirme				249	150	4%		236	143	5%
Alarko REIT	ALGYO	51.0%	Mevcut Piyasa Değeri	203	104	4%	Mevcut Piyasa Değeri*(1+Özsermaye Maliyeti)	189	97	3%
Holding Arsası		100.0%	%35 İskontolu Ekspertiz Değeri	46	46	2%	%35 İskontolu Ekspertiz Değeri	46	46	2%
Yatırım				43	43	2%		50	50	2%
ALSER		100.0%		43	43	2%		50	50	2%
Sanayi ve Ticaret				529	227	9%		493	212	7%
Alarko Carrier	ALCAR	43.0%	Mevcut Piyasa Değeri	529	227	9%	Mevcut Piyasa Değeri*(1+Özsermaye Maliyeti)	493	212	7%
Turizm				74	74	3%		87	87	3%
Atlas		100.0%	@ 13.75x 1YF FD/FAVÖK	74	74	3%	@ 13.75x 1YF FD/FAVÖK	87	87	3%
Toplam İştirak Değeri					2,574	100%	Toplam İştirak Değeri		2,920	100%
Halka Açık					331	13%	Halka Açık		308	11%
Diğer					2,243	87%	Diğer		2,611	89%
Holding Solo Net Nakit					39	1%	Holding Solo Net Nakit		39	1%
Cari NAD					2,613		Hedef NAD		2,958	
Cari NAD İskontosu					-32.6%		Hedef NAD İskontosu		-35.0%	
Tarihsel Ortalama İskontosu (1 yıl)					n.a.		Tarihsel Ortalama İskontosu (1 yıl)		n.a.	
Mevcut Piyasa Değeri					1,761		**Hedef Piyasa Değeri		1,936	
					1		Hedef Hisse Fiyatı (US\$)		4.45	
							Hedef Hisse Fiyatı (TL)		183.44	
							Getiri Potansiyeli		46.9%	

Source: İş Yatırım

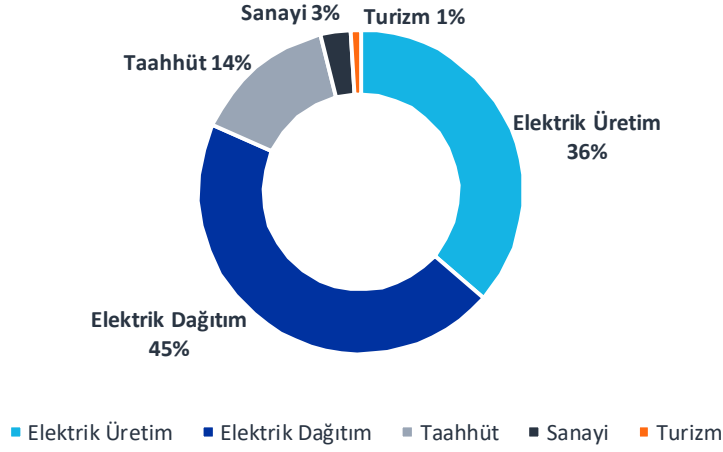
ALARK ve Takip Listemizdeki Diğer Holdingler

	Cari NAD iskontosu	Halka Açık İştiraklerin NAD Payı	23T F/K	24T F/K
ALARK	32.60%	16%	3.7x	2.3x
KCHOL	28.30%	93%	4.7x	3.9x
SAHOL	42.10%	69%	3.2x	2.8x
AGHOL	40.80%	90%	7.1x	4.9x

Enflasyon muhasebesiz değerler. Kaynak: İş Yatırım

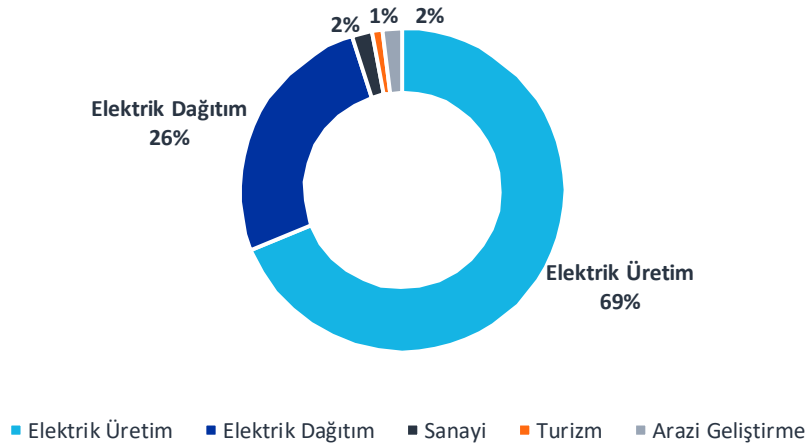
KOMBİNE FİNANSALLAR

Satış Geliri Kırılımı



2022 yıl sonu verileridir. Kaynak: Şirket

FAVÖK Kırılımı

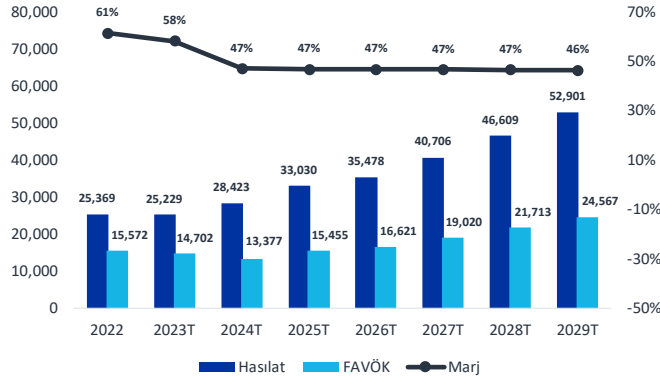


2022 yıl sonu verileridir. Kaynak: Şirket

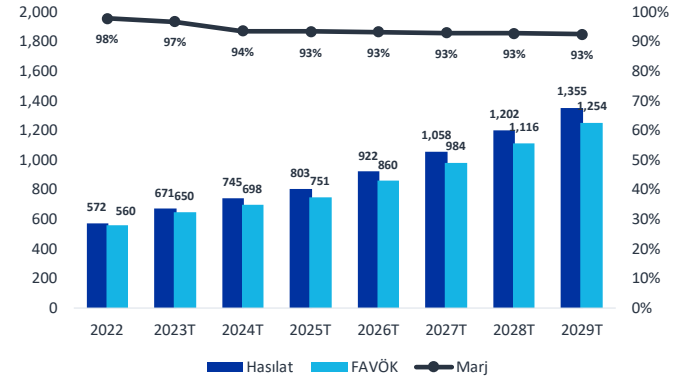
KOMBİNE FİNANSALLAR

Enerji İş Kolu

Cenal Karabiga (mn TL)

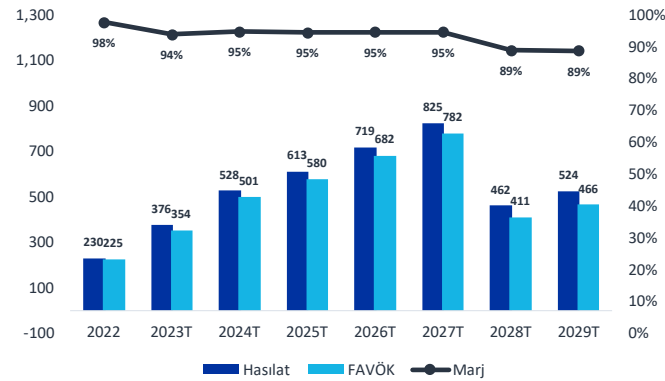


Altek (mn TL)



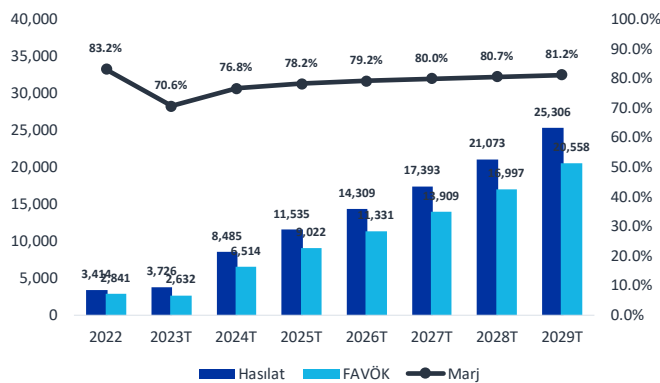
Özellikle enerji iş kolunun kombine finansallarına göz attığımızda Altek (hidro santralleri) ve Panel Enerji'nin (solar paneller) maliyetsiz yenilenebilir enerji olmasından kaynaklı %90 üstü FAVÖK marjına sahip olduklarını görüyoruz. Panel enerjide 2027 sonrası ciro ve FAVÖK'teki düşüş YEKDEM tarifesinin bitmesinden kaynaklanıyor. Karabiga'ya bakıldığında ise tahmin döneminde %47 gibi bir FAVÖK marjı öngörüyoruz. Dağıtım tarafında iş modeli gereği yatırım harcamaları geri ödemesinden

Panel Enerji (mn TL)

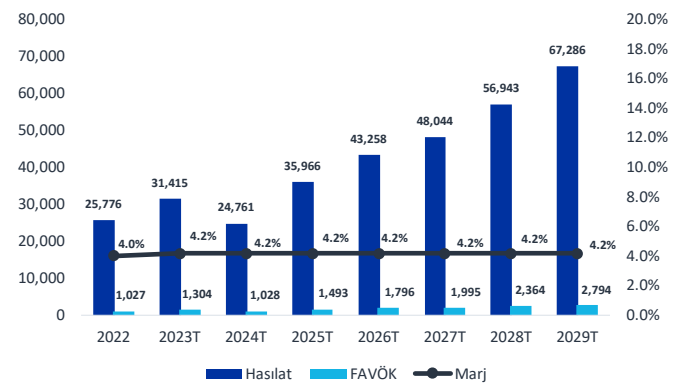


sağlanan öngörülebilir bir gelir ve FAVÖK yaratımı bekliyoruz. Marjlardaki dalgalanmalar yıllara göre değişim gösteren kalite parametrelerine bağlı gerçekleşiyor. Perakende de ise tahmin döneminde ortalama %4 FAVÖK marjı öngörüyoruz.

Dağıtım (mn TL)

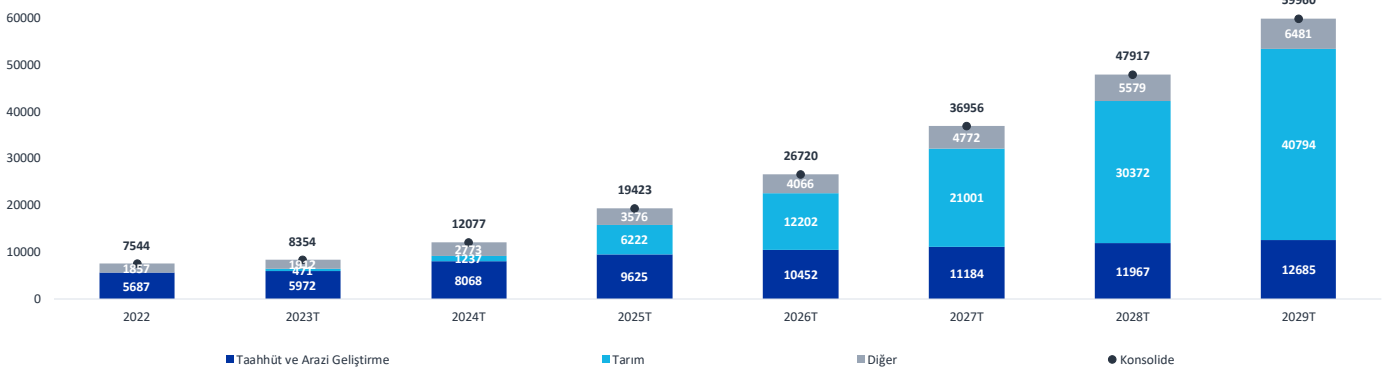


Perakende (mn TL)



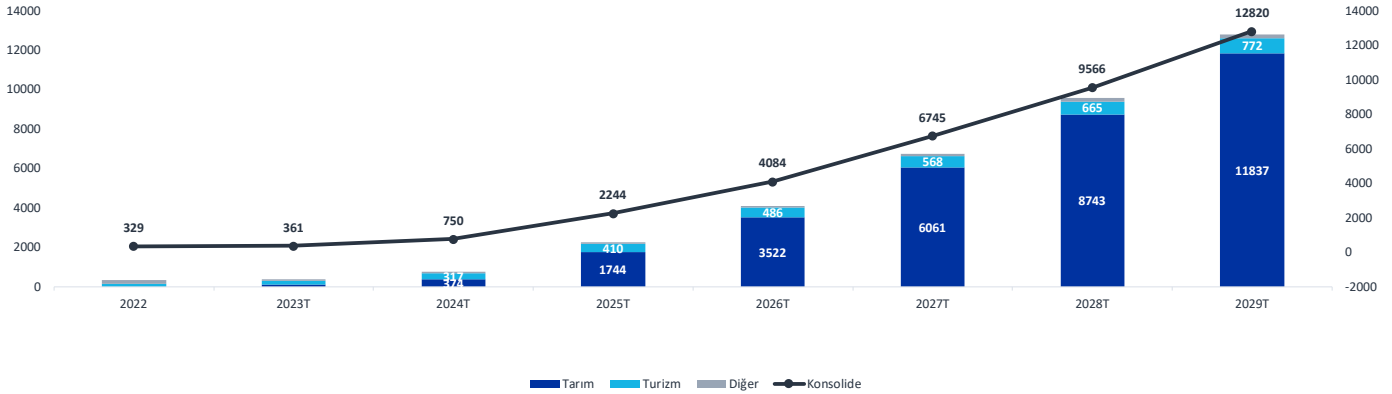
KONSOLİDE FİNANSALLAR

Hasılat (mn TL)



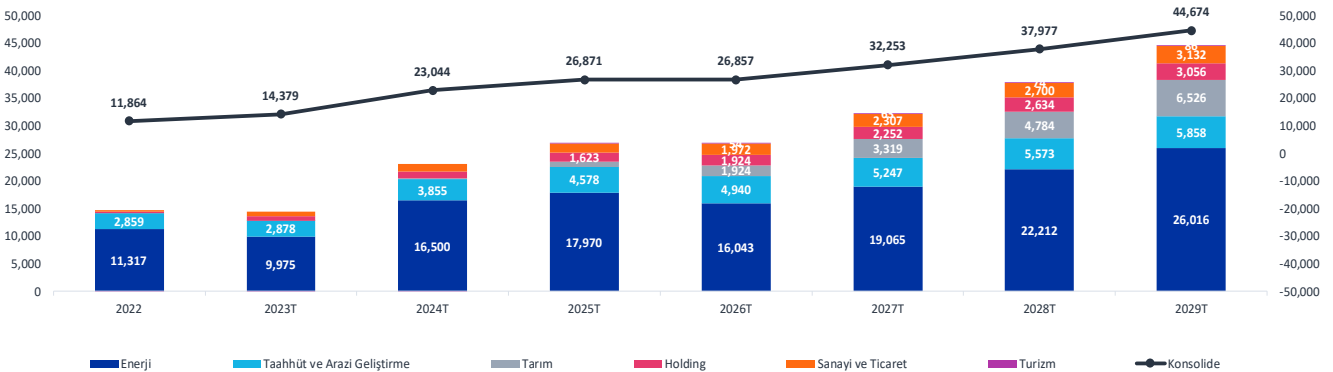
Holding cirosu 2022 yılında 7.544 milyon TL olarak kaydedildi. 2023'ün 8.354 milyon TL ciro ile bitmesini bekliyoruz. Net aktif değerdeki en büyük paya sahip enerji ise özsermaye yoluyla finansallara eklendiği için ciroda büyük bir paya sahip değil. Tarım iş kolunun ise 2028'de tam kapasite operasyonlara başladığında konsolide cirodaki en büyük paya sahip olmasını bekliyoruz. Aynı varsayımları FAVÖK rakamları içinde sürdürüyoruz, 2023 yıl sonunda ise 361 milyon TL FAVÖK beklerken

FAVÖK (mn TL)



tarımın konsolide FAVÖK'de de yine en büyük paya sahip olacağını düşünüyoruz. Net kara baktığımızda ise iştiraklerin etkisini, özellikle enerjinin, net bir şekilde görebiliyoruz. 2024 yılında 23.044 milyon TL konsolide net kar tahmin ederken (azınlık payları dahil) en büyük payın 16.500 milyon TL ile enerji iş koluna ait olacağını öngörüyoruz.

Net Kar (mn TL)



SEKTÖR ÖZETİ



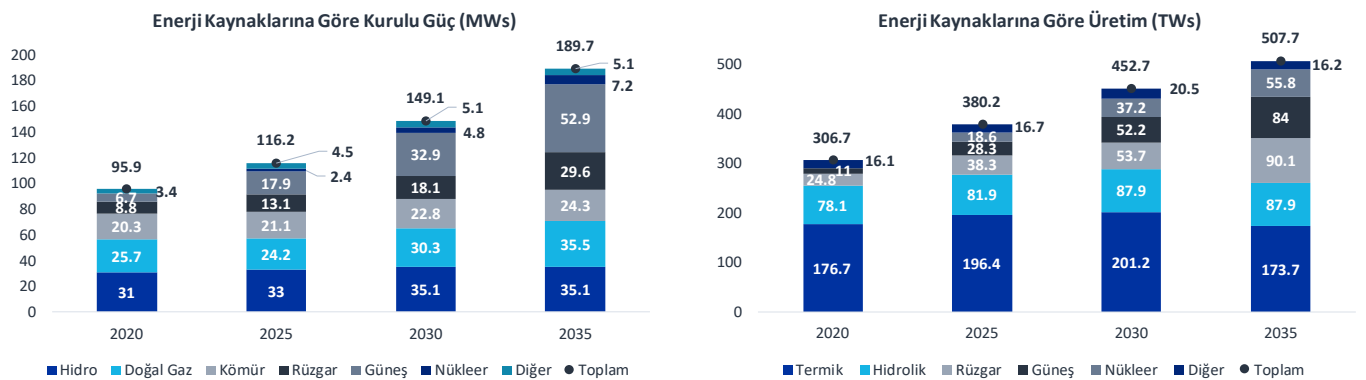
Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Elektrik Piyasaları

Türkiye’de elektrik piyasaları fazlaca regülasyona tabidir. Zaman geçtikçe sektör daha çok serbestleşmiş olsa da sektörün doğası gereği kamunun rolü oldukça büyüktür. Piyasada rol oynayan kurumların başında EPDK geliyor ve piyasaların düzenlenmesinden ve denetlenmesinden sorumludur. TEİAŞ, iletim sisteminin sahibi ve işletmecisidir. EÜAŞ, kamuya ait elektrik üretim santrallerinden sorumludur. EPİAŞ ise elektrik piyasalarının işletmecisi konumundadır.

Kurulu Güç

Türkiye’de kurulu kapasitede en büyük pay hidroelektrik santrallerine aittir. Bunu doğal gaz santralleri takip ederken kömür santralleri de %20.3 gibi büyük bir paya sahiptir. Bakanlık tarafından ulusal enerji planına göre 2035’e kadar rüzgar ve güneş santrallerinde büyük pay artışı beklenirken, 2025 yılında da ilk nükleer enerji santralinin elektrik üretiminde aktif rol oynayacağı görülmüyor. 2035 yılında gelindiğinde Türkiye’de toplam kurulu gücün 189.7MWs’a, toplam üretimin de 507.7TWs’a ulaşması bekleniyor.



Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

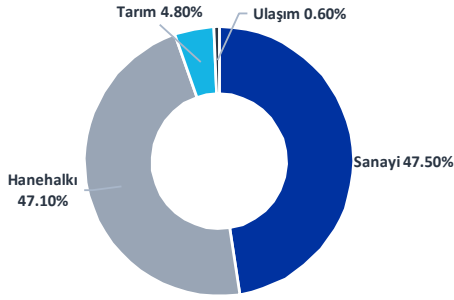
Elektrik Talebi

Türkiye, ülke ekonomisinin de büyümesiyle her geçen gün elektriğe olan talebini artırıyor. Ülkede elektrik talebinin en büyük kaynağı sanayi üretimi ve elektrik talebi reel GSYİH ile doğrudan ilişkili. Sanayi üretimini hanehalkı tüketimi takip ederken

Alarko Holding

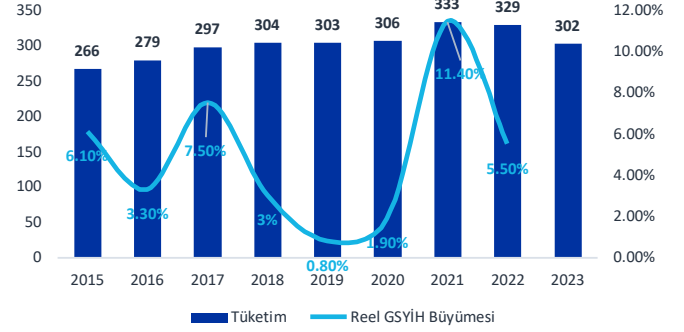
tarım ve ulaşımın payı kıyasla çok düşük seviyede kalıyor. 2015 yılında 266TWs'a ulaşan toplam elektrik talebi 2023 yılı son yayınlanan Kasım ayı verisine göre 302TWs'ı bulmuştur. Yıl içerisinde aylık ortalama 27TWs tüketim gerçekleşmişken yılın 329TWs gibi bir rakamla tamamlanmasını bekleyebiliriz.

Elektrik Talep Dağılımı



Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

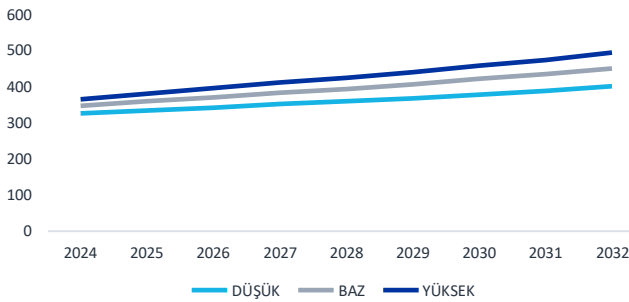
Türkiye Elektrik Talebi(2001-2023)



Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

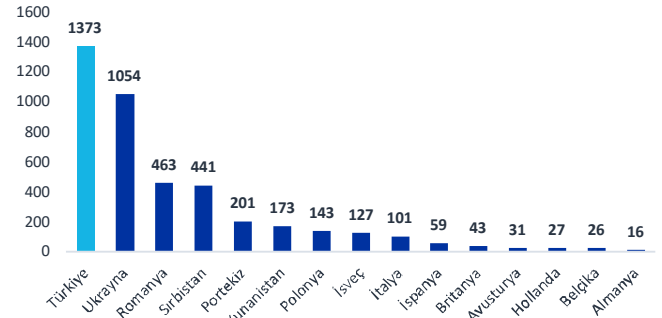
Bu rakam TEİAŞ'ın 2023 için düşük senaryo(315TWs) talep tahmininin yukarısında kalırken baz senaryonun(335TWs) aşağısında seyretmiştir. Ülkede elektrik talebinin yıllık ortalama %2-%3 miktarlarında büyüyor olduğunu ve TEİAŞ tahminlerine göre bu büyümenin de istikrarlı bir şekilde büyüyeceğini görebiliyoruz. Yine TEİAŞ tahmine göre de 2032 yılına gelindiğinde elektrik talebinin farklı senaryolara göre 400TWs ile 490TWs seviyelerine ulaşması bekleniyor.

2024-2032 Yılları Brüt Elektrik Tüketim Tahmini (GWh)



Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Kullanıcı Başına Ortalama Kesinti Süresi



Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Artan elektrik talebi altyapı ihtiyacını da tetikliyor. Şebeke altyapı yatırımları ve dağıtım ağları sadece artan talep sonucunda değil, yeşil dönüşüm için belirlenen hedeflerin tutturulmasında da büyük önem arz ediyor. Elektrik dağıtım ağları, elektrik kullanım talebini karşılamak için büyürken aynı zamanda verimliliğin artırılması için de sık sık eski hatların yeni hatlarla değiştirilmesi gerekebiliyor. Türkiye'de TEDAŞ verisine göre kullanıcı başına yıllık ortalama kesinti süresi 1373dk. Avrupa ülkelerine bakıldığında inanılmaz bir uçurum görülüyor. Sonuç olarak hem artan talebi karşılamak, hem elektrik kullanımında verimliliği artırmak ve kullanıcılara daha iyi hizmet sunabilmek adına şebeke yatırımlarının artması büyük önem arz ediyor.

Elektrik Fiyatları

Elektrik satışları EPIAŞ'ın düzenlediği piyasada gerçekleşir. Satışlar serbest piyasada Piyasa Takas Fiyatı(PTF) ile işlem görür. YEKDEM, EPIAŞ'ın belirlediği yenilenebilir enerji kaynakları için 10 yıl süreli sabit fiyat garantisini ifade eder. Yerli Aksam teşvik ise santarlin bileşenlerinin yerli üretim olması koşuluyla sağlanan teşviktir. İlk YEKDEM tarifesı 10'ar yıllık süreyle dolar bazlı verildi. Mayıs 2023'te yürürlüğe giren tarife ise dolar bazlı taban ve tavan fiyatları aşmaması koşuluyla TL olarak uygulanacak.

İlk YEKDEM Tarifesı

	YEKDEM (ABD \$/MWs)	Yerli Aksam Teşvik (ABD\$/MWs)
Hidroelektrik	73	10-23
Rüzgar	73	6-37
Jeotermal	105	7-27
Güneş	133	4-56
Biyokütle	133	5-67

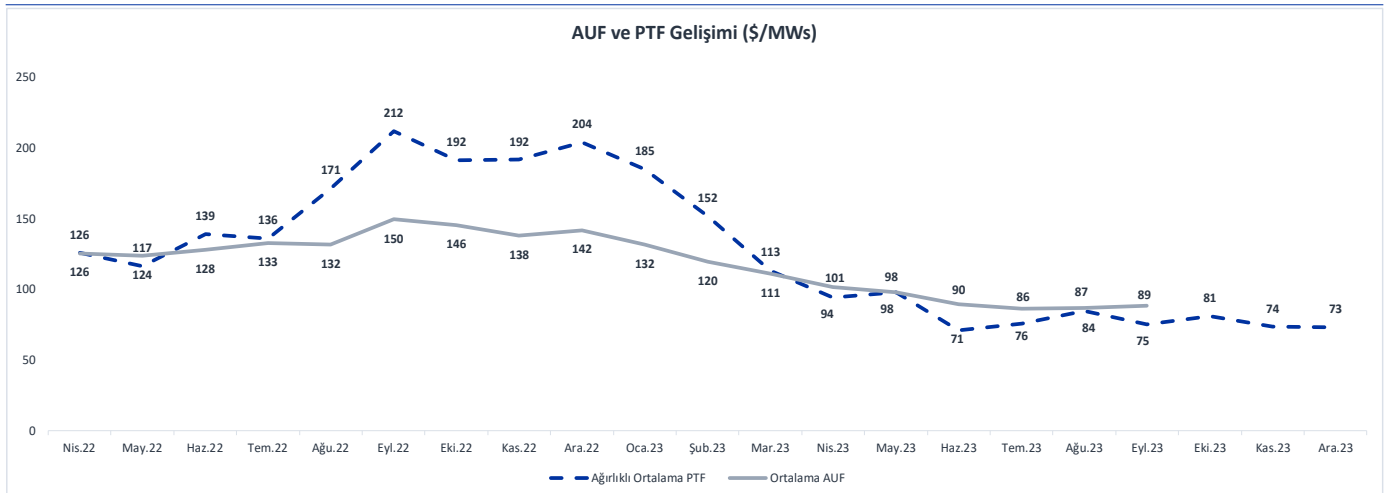
Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Mayıs 2023 YEKDEM Tarifesı

		YEKDEM(TL/MW's)	YEKDEM Süresi	YEKDEM Taban(ABD\$/MW's)	YEKDEM Tavan(ABD\$/MW's)	Yerli Aksam Teşvik(TL/MW's)
Hidroelektrik	Rezervuarlı	1.440,0	10	67,5	82,5	288,0
	Akarsu	1.350,0	10	63,0	77,0	288,0
Rüzgar	Karasal	1.060,0	10	49,5	60,5	288,0
	Denizüstü	1.440,0	10	67,5	82,5	384,5
Jeotermal		2.020,0	10	94,5	115,5	288,0
Biyokütle	Cöpgazı	1.060,0	10	49,5	60,5	288,0
	Biyometanizasyon	1.730,0	10	81,0	99,0	288,0
	Termal Bertaraf	1.349,0	10	57,5	80,0	215,8
Güneş		1.060,0	10	49,5	60,5	288,0
Depolamalı Güneş-Rüzgar		1.250,0	10	58,5	71,5	384,5
Pompaj Depolamalı Hidro		2.020,0	10	94,5	115,5	384,5
Dalga&Deniz Akıntısı		1.350,0	15	63,0	77,0	384,5

Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

2022 yılında yüksek derecede artan doğal gaz fiyatlarından kaynaklı elektrik fiyatlarındaki yükselişi baskılamak için Azami Uzlaştırma Fiyatı(AUF) uygulaması getirilmişti. Fiyatlardaki düşüş ile AUF'un serbest piyasa fiyatı olan Piyasa Takas Fiyatı'nın (PTF) üstünde kalmasının ardından Eylül 2023'de bu uygulamaya son verildi. Elektrik fiyatlarındaki düşüş trendi Aralık ayına kadar etkisini sürdürdü. Fiyatların 2024 yılı için 70-75 dolar arasında kalmasını bekliyoruz. Nükleer enerjinin ise elektrik fiyatlarını daha da düşüreceğine inanıyoruz.

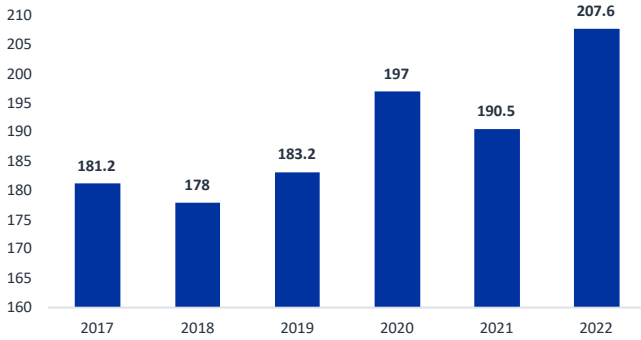


Kaynak: PwC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış 2023

Tarım Sektörü

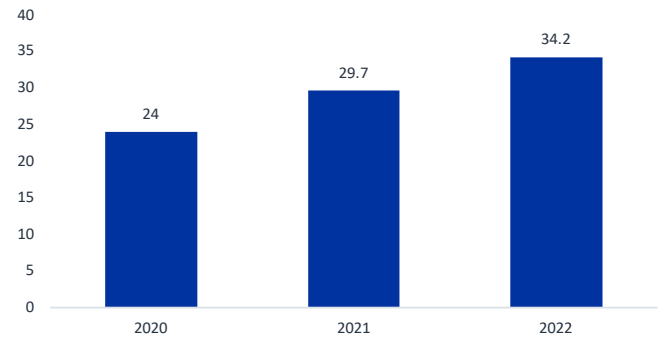
Türkiye’de tarım sektörü net ihracatçı bir konumda hem üretimin hem değer in hem de verimliliğin artmasıyla büyümesini sürdüren bir sektör. Tarımdaki artan modernizasyon ile hem değer in hem de verimliliği arttığı gözleniyor. Bugüne gelindiğinde Türkiye, tarım üretim ve verimliliğinde dünyada 8. sıradadır(Türkiye Bankalar Birliği Tarım Sektörü Raporu, 2023). 2022 sonunda bitkisel üretim toplam 207.6mn tona ulaşırken yapılan ihracat 34.2 milyar doları buldu.

Türkiye bitkisel üretim (mn ton)



Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

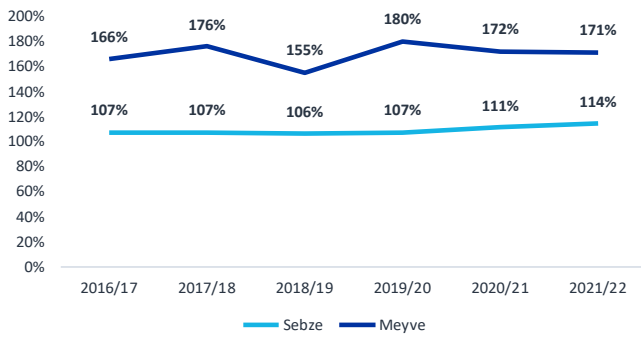
Tarım sektörü ihracatı (milyar \$)



Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

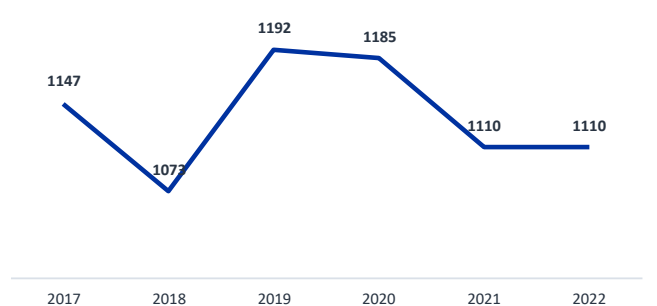
2022 yılında meyvede ortalama %171, sebze ise %114’ü bulan tarımsal yeterlilik oranları Türkiye’nin net ihracatçı olduğunu açıkça gösteriyor. Fakat ton başına ortalama değere bakıldığında son 5 yılda büyük bir değişim gözlenmiyor. 2017 yılında 1147 \$/ton olan tarım ürünleri dış ticaret birim fiyatı 2022 yılında gelindiğinde 1100 \$/ton seviyesinde kaydedildi.

Türkiye sebze meyve yeterlilik oranları



Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

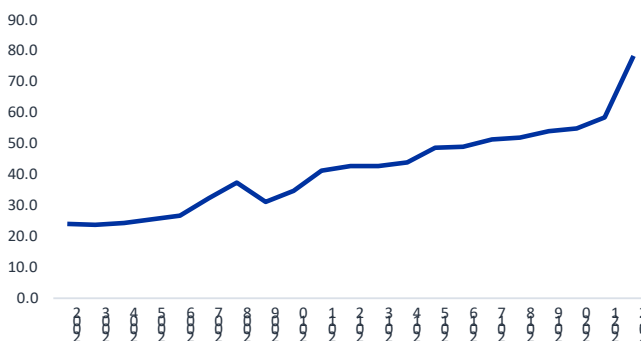
Türkiye doğrudan tarım ürünleri dış ticaret birim fiyat gelişimi (\$/ton)



Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

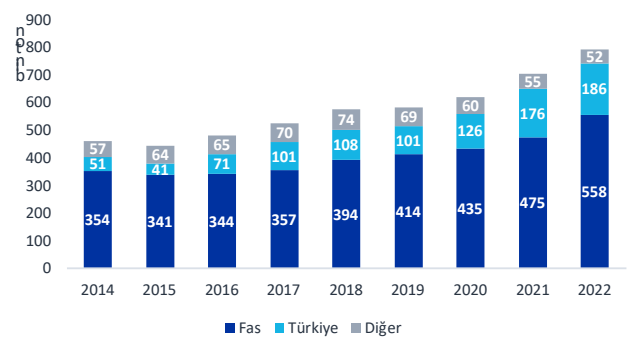
İhracattaki en büyük pay %33 ile Avrupa Birliğine ait. Ton başı değer de büyük bir artış olmasa da Avrupa’da ve Dünya’da artan tarımsal ürün talebindeki artış gözle görülür seviyede. Özellikle Avrupa’nın domates ithalatında Türkiye’nin payı ciddi oranda artmış görülüyor.

Avrupa sebze ithalatı (milyar euro)



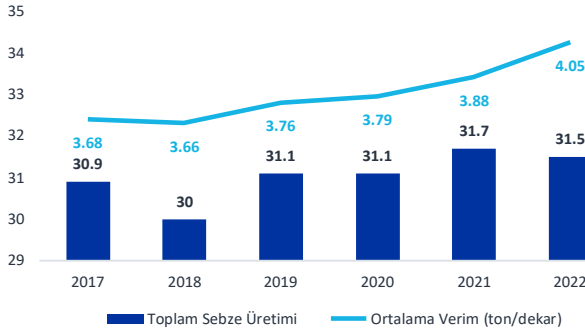
Kaynak: Eurostat

Avrupa Domates İthalatı



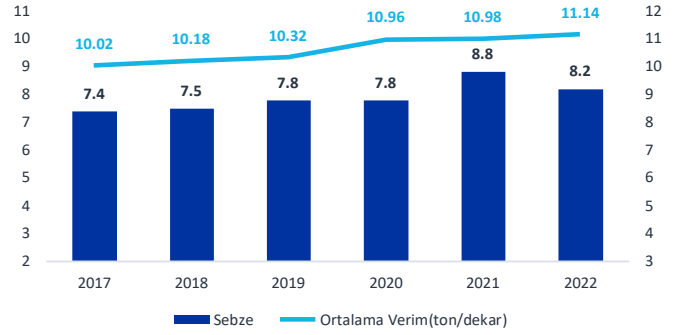
Kaynak: Eurostat

Türkiye toplam sebze üretimi (mn ton)



Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

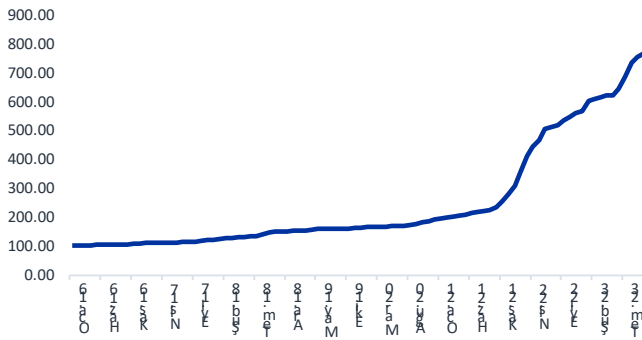
Türkiye örtü altı sebze üretimi (mn ton)



Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

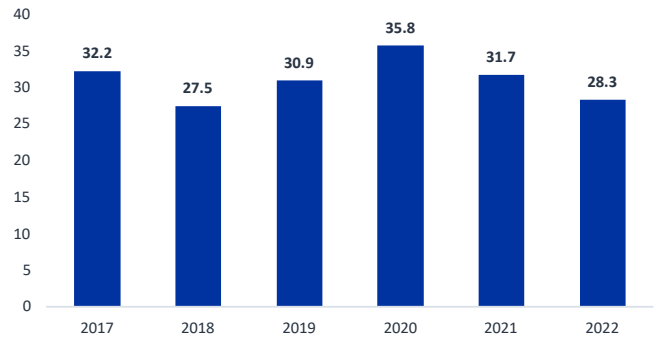
Türkiye’de tarımdaki modernizasyon özellikle dekar başına üretilen miktardaki artışa bakıldığında daha iyi anlaşıyor. Son yıllarda artan jeotermal yatırımları ile birlikte yaygınlaşmaya başlayan örtü altı(sera) tarımın da artan verimliliğe olan katkısı çok büyük. Toplam sebze üretimine bakıldığında 2017’de ortalama verim 3.68 ton/dekar iken 2022 yılında 4.05 ton/dekar seviyesine geldiği gözleniyor. Örtü altı tarıma baktığımızda ise verimlilikte ciddi artış görülebiliyor. 2022 yılında örtü altı sebze üretiminde verimlilik 11.14 ton/dekar, ortalama verimliliğin 2 katından fazla.

Tarım girdi fiyat endeksi



Kaynak: TÜİK

Türkiye kimyasal gübre kullanımı(kg/dekar)



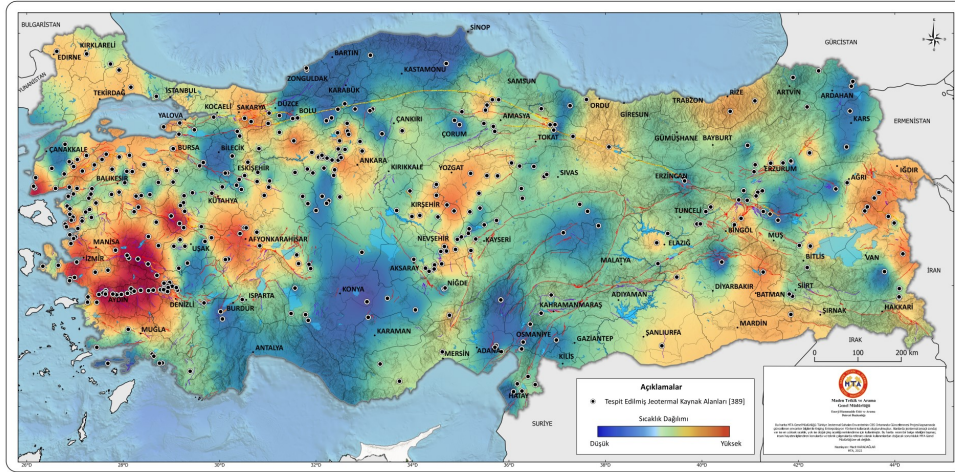
Kaynak: TBB, Tarım Sektörü Raporu 2023

Tarımsal üretimdeki en büyük girdiler gübre, tarımsal ilaçlar ve yakıt. Gübre ve ilaç kullanımı; tarımdaki modernizasyona, sektördeki regülasyona ve fiyatlara göre değişiklik gösterebiliyor. Gübre kullanımı toprağın zenginleşmesini sağlayarak üretim verimliliğine doğrudan etki ediyor. Gübrenin yapısında bulunan amonyağın tamamına yakını doğalgazdan oluştuğu için gübre fiyatları doğalgaz fiyatlarına bağlı olarak gelişir. Özellikle 2022 yılında artan doğalgaz fiyatları gübre fiyatlarında da büyük bir artışa neden olmuş ve tarımdaki gübre kullanımını da azaltmıştır. Doğalgaz fiyatlarındaki durum 2023 sonu ile tersine dönmüş ve gübre fiyatları bir miktar düşse de Rusya-Ukrayna savaşı sonrası arz zincirindeki bozulmalar fiyattaki etkisini göstermeye devam etmiştir. Bunların üstüne Kızıldeniz’deki gerilimin tırmanması ile de yakın zamanda arz zincirindeki koşulların daha da kötüye gitmesi gübre de dahil olmak üzere tarım girdi fiyatlarındaki yukarı yönlü baskısını sürdürecektir.

Jeotermal Sera

Türkiye, Dünya’da sınırlı olan jeotermal kaynağında çok önemli bir paya sahip. Jeotermal kaynaklar elektrik üretiminde kullanıldığı gibi ısıtma gibi alanlarda doğrudan da kullanılabilir. Dünya’da doğrudan jeotermal kaynak kullanımında ilk 5 ülke ABD, Çin, İsveç, Türkiye ve Almanya’dır (MTA).

TÜRKİYE JEOTERMAL KAYNAK ALANLARI ve SICAKLIK DAĞILIMI

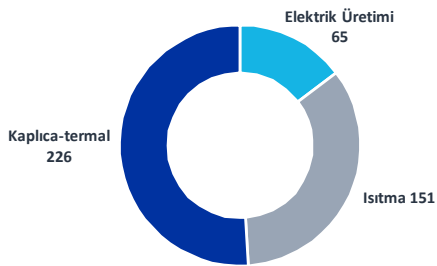


Kaynak: MTA

Jeotermal enerji düşük CO₂ ve diğer sera gazı emisyonları nedeniyle fosil yakıtlara kıyasla daha çevreci kabul edilir. Tarımsal uygulamalarda ise karbondioksitin sera içine verilmesiyle hem verimliliği artırır hem de fosil yakıt tüketimini azaltır. Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü'nün (MAPEG) yayınladığı rapora göre 1m² sera yatırımının bedeli 80 ila 120 dolar arasındadır. Üretimin yanı sıra 150 C'dan düşük sıcaklıktaki jeotermal kaynaklar tarımsal kurutmada da kullanılabilir. Özellikle kurutulmuş tarımsal ürünler büyük katma değer yaratarak Türkiye'deki tarımsal üretimin değerini artırıyor.

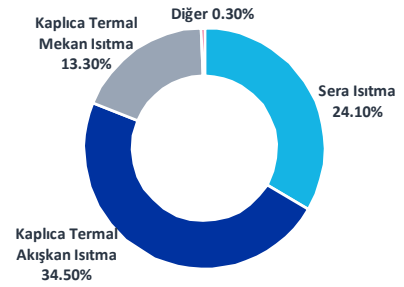
Jeotermal sahalar farklı sıcaklık seviyelerine göre kısıtlı kullanım alanlarına sahiptirler. Türkiye'de MAPEG tarafından yayınlanan son raporda toplam jeotermal sahası 442 adet. Bunların %36'sı ısıtma için kullanıma uygunken doğrudan kullanım uygulamalarında sadece %24'ü seracılık faaliyetleri için ayrılmış.

Türkiye'deki jeotermal sahaların uygulama bazlı kullanılabilirlik oranları



Kaynak: MAPEG Türkiye Jeotermal Kaynaklar Strateji Raporu

Türkiye'deki mevcut doğrudan kullanım uygulamalarının (MWt) oranları



Kaynak: MAPEG Türkiye Jeotermal Kaynaklar Strateji Raporu

Jeotermal kaynaklar Türkiye'de tarım sektöründe büyük bir fırsat yaratma şansına sahip. Bugüne gelindiğinde toplam jeotermal ısıtmalı sera alanı 9943 dönümdür (JESDER). Bu rakam mevcut kapasite olup yeni jeotermal kaynaklarının keşfi de arama ruhsatlarının alınmasının ardından yapılan arama çalışmalarıyla mümkün. Türkiye'nin tahmini ulaşması beklenen jeotermal sera alanı potansiyeli ise 100 bin dönüm olarak belirtiliyor (JESDER). Sektör, artan yatırımlarla büyüyüp gelişirken, kamunun da bu yönde teşvik ve destekleri bulunuyor. Özellikle bu anlamda Jeotermal Isıtmalı Tarıma Dayalı İhtisas Organize Sanayi Bölgesi kurulması alanında çalışmalar var. Bakanlık açıklamasına göre 100 lokasyonda bu tür organize sanayi bölgelerinin kurulması planlanıyor. Bu bölgeler ile vergi muafiyeti, kredi ve hibe destekleri, altyapı inşaa kolaylığı gibi

Alarko Holding

yardımların sağlanması bekleniyor. Bunlar kesin bir şekilde yürürlüğe girmemiş olsa da bu yöndeki düzenlemeler jeotermal sera yatırımcıları tarafından bekleniyor.

Türkiye'nin elindeki bu fırsat hem tarımsal üretim anlamında büyük bir verimlilik artışıyla üretimdeki genişlemeyi tetikliyorken hem de sürdürülebilir tarım ile karbon salınımı azaltımındaki hikayesine katkıda bulunuyor.

Jeotermal seralarda bardağın dolu tarafı olumlu bir hikaye yaratsa da olası riskler de mevcut. Seralardaki tarım ürünleri için önerilen sıcaklık 18 ila 24 derece arasındadır ve özellikle küresel ısınma tehdidi ile artabilecek hava sıcaklıkları seraların soğutulması için ekstra önlemler alınmasını gerektirebilir. Ayrıca jeotermal kaynaklarının sürdürülebilirliği kullanım koşullarına bağlıdır eğer doğru koşullar sağlanmaz ise kaynakların yapısı, kimyasal bileşeni ve sıcaklığı gibi özellikleri değişebilir hatta kaynak tükenebilir bu yüzden bu kaynakların yönetimine özen gösterilmesi gerekir. Bunlar önemli riskler olsa da doğru önlemler alınarak ilerleyen yıllarda Türkiye tarımsal üretimde önemli bir yol katedebilir.

GYO Sektörü

Konut sektörü, 2022 yılında yüksek enflasyon ve zayıf TL'nin etkisiyle önemli zorluklarla karşılaşmış ve bu durum konut talebini artırmıştı. Güvenli liman arayışları, yüksek enflasyon nedeniyle değer kaybeden Türk Lirası'na alternatif olarak gayrimenkul yatırımlarına olan talebi artırdı. Bu talep artışı, konut fiyatlarını tarihi yüksek seviyelere çıkardı. Ancak 2023 yılında sektör, artan enflasyon, depremler, seçim dönemi ve konut fiyatlarındaki hızlı artış gibi faktörlerle önemli ölçüde sarsıldı. Konut satışlarında ciddi bir azalma yaşandı, özellikle yatırım amaçlı konut alımlarında belirgin bir düşüş görüldü. Düşük faiz ortamında bile konut kredisi eksikliği ve inşaat finansmanındaki sıkıntılar hem talebi hem de arzı olumsuz etkiledi. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın sıkı para politikası uygulamasıyla faiz oranları ciddi oranda artırıldı ve konut kredisi faizleri de yükseldi. Bu durum, konut piyasasında daha fazla sıkışmaya neden oldu ve önümüzdeki dönemde kredi ve finansman kısıtlamalarının etkisinin artmasıyla sektörde daha fazla durgunluk yaşanabileceği öngörülmektedir. Ofis sektörü, pandeminin etkisiyle önemli bir dönüşüm geçirdi. Açık çalışma ortamlarına olan talep arttı, modern ve çevre dostu ofislere olan ilgi yükseldi. Ancak bu tür ofislerin maliyeti yüksek olması nedeniyle talep genellikle mevcut ofislere yoğunlaştı. Pandeminin etkisiyle uzaktan çalışma modeline geçiş, şirketlerin ofis alanı ihtiyaçlarını gözden geçirmelerine ve daha esnek ofis çözümlerine yönelmelerine neden oldu. Ofis kira enflasyonu artarken, İstanbul Finans Merkezi'nin kısmen faaliyete geçmesiyle ek ofis arzı sağlanacak olsa da, kamu kurumları tarafından kullanılacak olması nedeniyle ofis eksikliğini tamamen gidermekte sınırlı bir etkisi olması bekleniyor. Dolayısıyla ofis sektöründe 2023 yılı boyunca çözülmesi gereken zorluklar bulunmaktadır, ancak yeni ofis alanlarına sahip olan GYO'ların bu durumdan avantaj sağlaması beklenmektedir.

Turizm sektörü ise pandeminin etkilerinin azalmasıyla toparlanmış, Türkiye'nin cazip turizm destinasyonu olarak öne çıkmasıyla güçlü bir dış talep oluşmuştur. Jeopolitik faktörler ve döviz rezervlerindeki düşüşe rağmen, Türkiye'nin turizm potansiyeli, GYO'lar için olumlu bir gelir kaynağı olarak değerlendirilmektedir. Yüksek talep, özellikle lüks tatil destinasyonlarına olan güçlü ilgi, GYO'ların turizm gelirlerini arttırmalarına olanak tanımaktadır. Ancak sektörü etkileyen döviz kuru dalgalanmaları ve jeopolitik riskler, turizm talebini etkileyebilir ve bu durum GYO'ların gelirlerini olumsuz etkileyebilir.

Taahhüt Sektörü

Türkiye'nin inşaat sektörü, ülkenin ekonomik büyümesinde kritik bir rol oynamaktadır. GSYH'nın yaklaşık %5'ini oluşturan ve 1,5 milyon kişiye istihdam sağlayan bu sektör, doğrudan ve dolaylı etkileriyle birlikte Türk ekonomisinin %30'una kadar olan bir paya ulaşmıştır. Türk müteahhitlerinin uluslararası alandaki rekabet gücü, sektörün ödemeler dengesine önemli katkılar sunmakta olup, 1972 yılından bu yana 133 ülkede 472 milyar ABD Doları tutarında 11.605 proje üstlenilmiştir. Türk

Alarko Holding

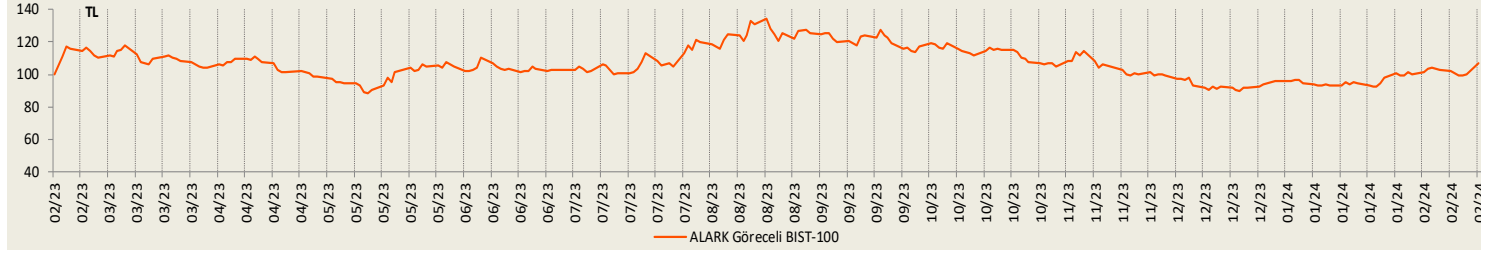
müteahhitlik firmaları, coğrafi konum, uygun fiyatlar, müşteri memnuniyeti, güvenilir iş ortaklığı, çevresel duyarlılık, nitelikli işgücü ve risk alma kapasitesi gibi faktörlerle dünya genelinde başarılı bir şekilde rekabet etmektedir.

Ayrıca, Türk müteahhitleri sadece müteahhitlikle değil, aynı zamanda inşaat malzemeleri üretiminden konut, sanayi, turizm gibi çeşitli sektörlerde uluslararası işbirliklerine açık bir şekilde faaliyet göstermektedir. Avrasya ülkelerinin, özellikle Rusya Federasyonu'nun, Türk müteahhitlik projelerine yüksek talep gösterdiği ve sektörün uluslararası iş hacminde önemli bir paya sahip olduğu göze çarpmaktadır.

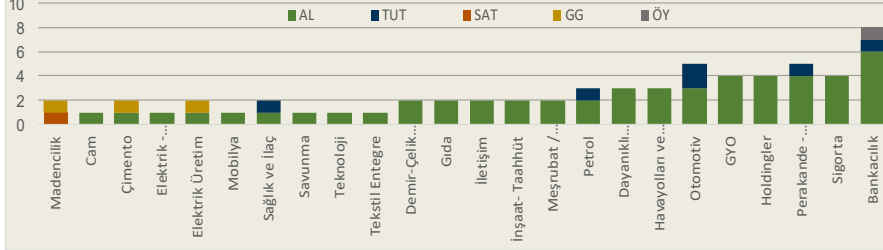
Ancak, sektördeki dinamiklerde zaman içinde inişli çıkışlı bir seyir görülmektedir. Özellikle 2013 yılı sonrasında enerji ve hammadde fiyatlarındaki gerileme, bölgesel sorunlar ve küresel ekonomik zorluklar, Türk müteahhitlik sektörünün uluslararası iş hacminde düşüşlere neden olmuştur. 2021 yılında pandeminin etkisiyle bir canlanma yaşansa da, 2022'de Rusya-Ukrayna savaşı ve ekonomik daralma sonucunda sektörün proje tutarı 17,8 milyar ABD Doları düzeyine gerilemiştir. Türk müteahhitlik firmalarının dünya genelindeki konumunu gösteren "Engineering News Record" dergisinin sıralamasında Çin'in ardından ikinci sırada yer alması, sektörün uluslararası alandaki önemli bir aktör olduğunu göstermektedir.

Alarko Holding

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



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.