

Alarko Holding (ALARK TI)

Değişen yapı ile daha düşük iskonto

AL – Hedef fiyat: 170,00 (12-ay)

Alarko Holding, enflasyon muhasebesinin holding finansallarında neden olduğu karmaşıklık ve baskıya ek olarak yüksek yatırım dönemi nedeniyle son 3 yılı aşkın dönemdir zayıf performans (2022 yıl sonuna göre %-45, yılbaşından bu yana da %-15 relatif performans) gösteriyor. Ancak, hem enerji işkolundaki yapı değişikliğinin getireceği öngörülebilir nakit akışı hem de enflasyon muhasebesinin finansallardaki etkisinin hafiflemesi ile hissenin ön plana çıkmaya başlayabileceği düşüncesindeyiz.

2Ç26 finansallarının ardından enerji işkolundaki yapı değişikliğini modelimize yansıtmanız ve uzun vadeli makro tahminlerimizdeki değişikliğe bağlı olarak Alarko Holding (ALARK TI) için 12-aylık hedef fiyatımızı 141,82 TL'den 170,00 TL'ye revize ederken, AL önerimizi sürdürüyoruz. Alarko Holding'i i) güçlü devam eden elektrik dağıtım işkolu ii) turizm alanındaki yeni otel yatırımları iii) tarım & gıda alanındaki yeni faaliyetleri ve iv) solo nakit pozisyonu dolayısıyla beğeniyoruz. Hisse, 2026 tahminlerimize göre 0,5x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. ALARK, yıl başlangıcından bu yana BIST 100 endeksinin %15 altında performans gösterdi.

■ **Enerji işkolunda dönüşüm.** Enerji işkolunda bağlı ortaklığı Alarko Enerji ve Cengiz Enerji arasındaki anlaşma ile elektrik üretim ve dağıtım şirketlerinin değişimi gerçekleşirken, yeni yapı ile i) daha düşük beta ii) öngörülebilir nakit akışı iii) defansif ve ödüllendirici iş kolu iv) tam konsolidasyona geçiş ve v) finansal şeffaflık ve öngörülebilirlik hedefleniyor. İlgili değişikliği daha öngörülebilir bir yapı ve beraberinde daha düşük NAD iskontosu beklentimiz dolayısıyla olumlu buluyoruz. 3Ç26'dan itibaren elektrik dağıtım ve perakende işkolunun konsolide edilmeye başlanması ile birlikte güçlü operasyonel performansın konsolide finansallarda da gözle görülür hale geleceği düşüncesindeyiz. Hesaplamalarımıza göre, MEDAŞ'ın 1,4x FD/DVT çarpanı ile bir diğer halka açık elektrik dağıtım şirketi olan Enerjisa Enerji'nin (her ne kadar yenilenebilir enerji ve elektrik şarj istasyonları gibi farklı alanlarda da faaliyet gösteriyor olsa da) 2,1x çarpanına göre daha uygun seviyede yer aldığını belirtmek isteriz.

■ **Alarko Holding'in güçlü bilanço ve değişen faaliyet yapısı ile yüksek iskontoyu hak etmediği düşüncesindeyiz.** ALARK, NAD'ına göre %56, son 12 aylık verilere göre 0,5x PD/DD çarpanı ile son 3 yıllık ortalamasına kıyasla %53 iskontolu işlem görüyor.

■ **Riskler.** i) faaliyet gösterdiği elektrik dağıtım işkolunda regülasyon riski ve daha düşük tarifeler ii) tarım işkolunda beklentimizin altında katkı iii) yeni yatırımlarda aksama/gecikme değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ALARK
Mevcut Fiyat (TL)	108.50
Hedef Fiyat (TL)	170.00
Getiri Potansiyeli (%)	56.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	72.79 116.30
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	526
Sermaye (mln TL)	417
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

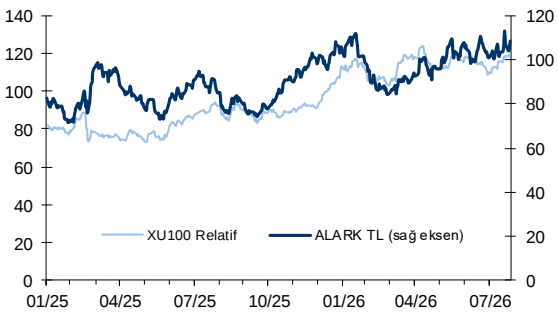
Piyasa Değeri	45,245
Hedeflenen Piyasa Değeri	70,965

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	3%	13%	7%	10%
BIST100 Rölatif Getiri	-2%	-26%	3%	-15%

Özet Veriler (mln TL)	2024	2025	2026T	2027T
Net Kar	2,794	-1,223	8,215	9,850

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	16.5x	a.d.	5.5x	4.6x
PD/DD	0.6x	0.5x	0.5x	0.4x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 26 Ağustos 2026 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı

İzzet Garih	18.45%
Leyla Alaton	15.41%
Vedat Aksel Alaton	14.89%
Dalia Garih	13.60%
Diğer	37.65%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatırımHizmetleriGrubuStratejiArastirma@denizbank.com

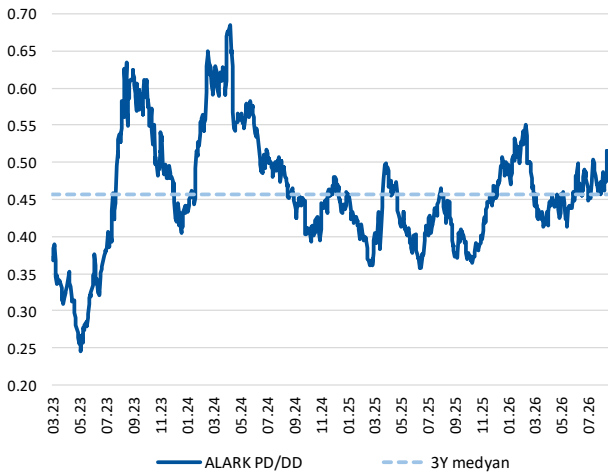
İçerik

Detay bakış	3
Enerji işkolu (Dağıtım ve üretim)	4
Tarım & gıda işkolu	5
Diğer işkolları	6
Alarko Holding net aktif değer (NAD) tablosu özeti.....	7
Alarko Holding net aktif değer (NAD) tablosu	8
2026 yılının ilk yarısı nasıl geçti?	9
XU100, XHOLD ve Alarko Holding performansları	10
ALARK yabancı işlemleri.....	11

Detay bakış

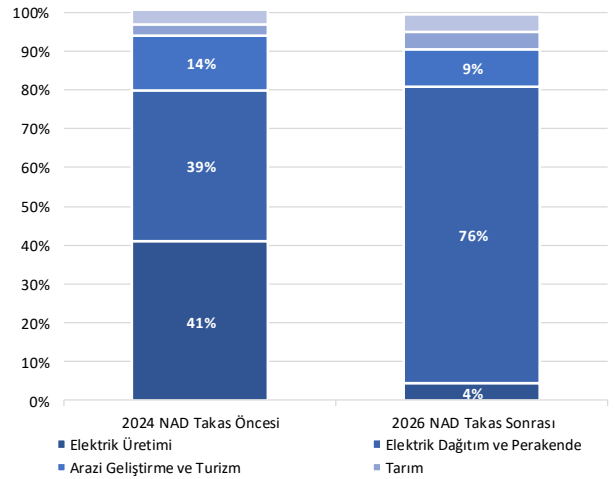
- **Enerji işkolunda dönüşüm.** Enerji işkolunda bağlı ortaklığı Alarko Enerji ile Cengiz Enerji arasındaki anlaşma ile müşterek yönetime tabi ortaklık Alcen'in kontrolünde yer alan Cenal Karabiga Termik Santrali Cengiz Enerji; Alcen'in kontrolünde yer alan elektrik dağıtım (MEDAŞ), elektrik satış (MEPAŞ ve MESAŞ) ve ilgili diğer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin paylarının tamamı ise Alarko Enerji'ye geçerken, 3Ç26'dan itibaren elektrik dağıtım ve perakende işkolu sonuçları tamamen konsolide edilecek. Bu işlem kapsamında herhangi bir nakit bedel ödenmediğini belirtmek isteriz. **Elektrik dağıtım ve perakende işlerinin tamamının Almeram Enerji Dağıtım ve Perakende Satış Hizmetleri A.Ş.'nin (MEDAŞ, MEPAŞ ve MESAŞ) çatısı altında faaliyet gösterecek yeni yapı ile i) daha düşük beta ii) öngörülebilir nakit akışı iii) defansif ve ödüllendirici iş kolu iv) tam konsolidasyona geçiş ve v) finansal şeffaflık ve öngörülebilirlik hedefleniyor.** İlgili değişikliği daha öngörülebilir bir yapı ve beraberinde daha düşük NAD iskontosu beklentimiz dolayısıyla olumlu buluyoruz. Değişiklik sonrasında, Şirket hesaplamalarına göre, elektrik üretiminin NAD'daki payı %41'den %4'e gerilerken, elektrik dağıtım ve perakende işkolunun payı %39'dan %76'ya ulaşmış olacak.

Son 12 aylık verilere göre Alarko Holding'in PD/DD rasyosu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Alarko Holding NAD dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

- **Gelecek dönem beklentilerimiz.** 3Ç26'dan itibaren elektrik dağıtım ve perakende işkolunun konsolide edilmeye başlanması ile birlikte güçlü operasyonel performansın konsolide finansallarda da gözle görülür hale geleceği düşüncesindeyiz. Kombine sonuçlara göre, Alarko Holding'in payı oranıyla, 1Y26'da elektrik dağıtım işkolunda 19.808 milyon TL satış geliri, %31 marj ile 6.155 milyon TL FAVÖK ve 2.785 milyon TL net kar kaydedildi.
- **Enerjisa Enerji ile karşılaştırma.** Borsa İstanbul'da işlem gören bir diğer elektrik dağıtım şirketi olan Enerjisa Enerji ile karşılaştırmak gerekirse, Enerjisa Enerji 14 ilde 22 milyondan fazla kullanıcıya hizmet verirken, MEDAŞ 6 ilde yaklaşık 2,5 milyon kullanıcıya elektrik dağıtımını gerçekleştirmektedir. **Haziran 2026 itibarıyla Enerjisa Enerji 105.764 milyon TL (yaklaşık 2,3 milyar USD), MEDAŞ ise 864 milyon USD düzenlenmiş varlık tabanına (DVT) sahiptir.** Enerjisa Enerji için son kapanış değeri, MEDAŞ için ise son açıklanan bilançoda belirtilen gerçeğe uygun değeri baz alırsak, hesaplamalarımıza göre, MEDAŞ 1,4x FD/DVT çarpanı ile Enerjisa Enerji'nin 2,1x çarpanına göre daha uygun seviyede yer almaktadır. Ancak, Enerjisa Enerji'nin dağıtım ve perakende satış işkollarının yanı sıra enerji verimliliği, yenilenebilir enerji sistemleri ve elektrikli araç şarj istasyonları (Eşari) alanlarında da hizmet sunduğunu belirtmek isteriz.
- Alarko Holding, enflasyon muhasebesinin holding finansallarında neden olduğu karmaşıklık ve yüksek yatırım dönemi nedeniyle son 3 yılı aşkın dönemdir zayıf performans gösterirken, NAD'ına göre %56 iskonto ile işlem görüyor. **Zayıf performansının ardından mevcut seviyelerin yeni pozisyon alma açısından cazip olduğu düşüncesindeyiz.**

Alarko Holding ve BIST 100 endeksinin son 10 yıldaki nominal performansları

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 (YBB)
ALARK	77%	-41%	205%	47%	46%	567%	13%	2%	14%	10%
XU100	48%	-21%	25%	29%	26%	197%	36%	32%	15%	30%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

Enerji işkolu (Dağıtım ve üretim)

■ **Elektrik dağıtım ve perakende tarafında**, dağıtım faaliyetleri Meram Elektrik Dağıtım A.Ş. (MEDAŞ), perakende faaliyetleri Meram Elektrik Perakende Satış A.Ş. (MEPAŞ) ile sürdürülmektedir. MEDAŞ, Konya, Karaman, Aksaray, Nevşehir, Niğde ve Kırşehir illerini kapsayan ve yüzölçüm olarak Türkiye'nin yaklaşık %10'una tekabül eden 76.932 kilometrekarelik bir alanda elektrik dağıtım hizmeti verirken, MEPAŞ abonelik, faturalandırma ve tahsilat işlemleri gerçekleştirmektedir.

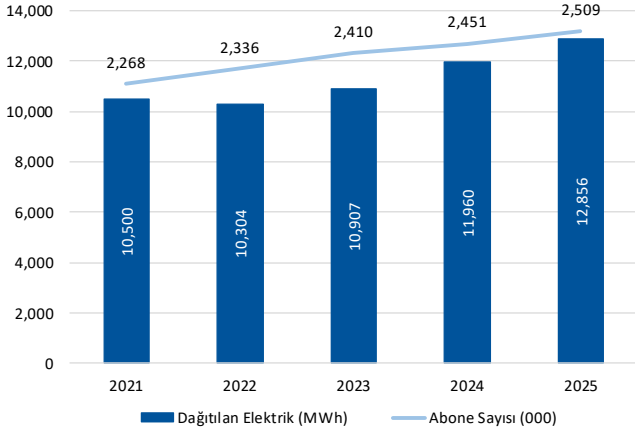
→ **Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT):** 2024 yılında 690 milyon USD, 2025 yılında 755 milyon USD olan varlık tabanı Haziran 2026 itibarıyla 864 milyon USD'ye ulaştı. **Yeni 5 yıllık dönemde 2 milyar USD'lik yatırım planlanırken, varlık tabanının 1.600 milyon USD'ye yükselmesi bekleniyor.**

→ **EPDK, 2026-2030 dönemi elektrik dağıtım şirketleri için vergi öncesi reel makul getiri oranını (RMGO) %14,46 olarak belirlerken, önceki dönem belirlenen rakam %13,11 idi. Artan yatırımların etkisine ek olarak RMGO'nun da yükselmesi beraberinde işkolunun FAVÖK katkısında belirgin büyüme bekleniyor. 2026-2030 arasında 3 yıllık ortalama 313 milyon USD, 5 yıllık ortalama 355 milyon USD FAVÖK (anapara itfası hariç) katkısı tahmin ediliyor.**

■ **Elektrik üretimi tarafında**, 2025 yılında %0,4 azalarak 9.844.186 MWh elektrik üretmesinin ardından 2Ç26 dönemindeki azalışa rağmen 1Y26 dönemini Cenal tesisi öncülüğünde (yıllık %20 artarken, toplamın %97'sini oluşturuyor) yıllık %15 artışla 4.243.103 MWh elektrik üretimi ile tamamlandı. **Holding, devir sonrasında elektrik üretimini Karakuz ve Gönen HES'e ek olarak Panel Enerji ile GES tarafında faaliyetlerini sürdürecektir. Bu doğrultuda, Cenal tesisinin çıkması ile yılın ikinci yarısı ve 2027 yılından itibaren ileriye dönük olarak elektrik üretiminin katkısının azalmasını bekliyoruz.**

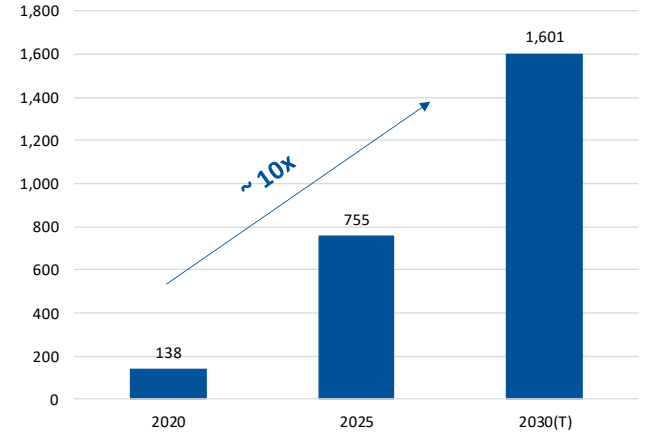
■ **Nette, Alarko Holding'in büyümesinin itici gücünün elektrik dağıtım işkolu olmasını bekliyoruz.**

Elektrik dağıtım işkolunda dağıtılan elektrik ve abone sayısı



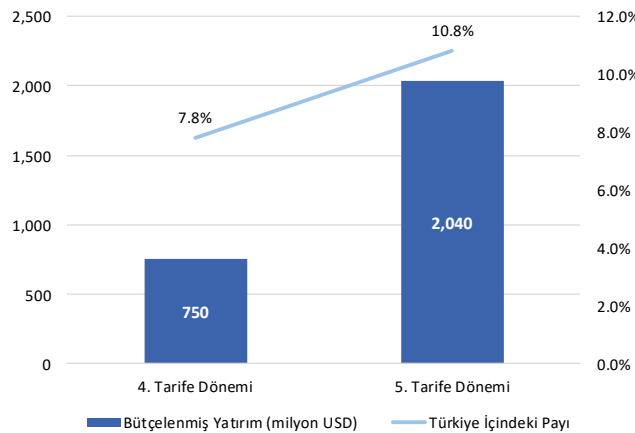
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

Alarko Holding'in düzenlenmiş varlık tabanı (milyon USD)



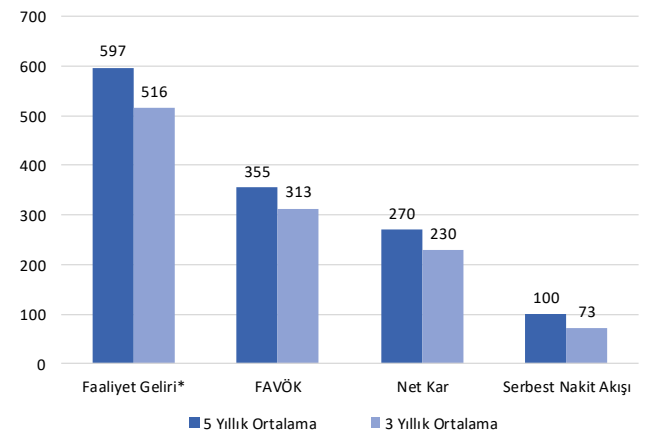
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

Toplam yatırım tavanı (milyon USD)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

2026-2030 arasında yıllık finansal beklentiler (milyon USD)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

* Faaliyet Geliri: FAVÖK + Yatırım Geri Ödemeleri

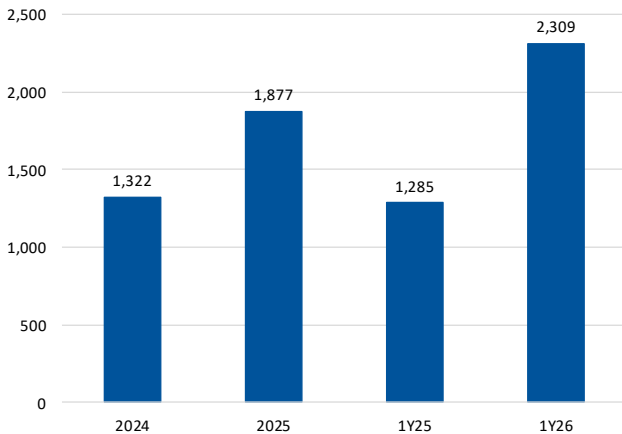
Tarım & gıda işkolu

- Tarım, 2023 yılında Alarko Holding tarafından stratejik sektör olarak belirlenmiş olup Alarko Tarım çatısı altında, **seracılık, gübre, tohum ve kurutulmuş gıda** olmak üzere faaliyetler 4 alanda yürütülmektedir.

Seracılık Türkiye’de jeotermal enerjiye dayalı seracılık faaliyeti Seracılık faaliyetlerini Kazakistan’da büyütmek	Gübre Gübre faaliyetlerinin katma değerli alanlarında aktif olmak Mikro granül ve organomineral gübre üretimi
Tohum Alarko ve pazar için tohum üretimi	Kurutulmuş gıda B2B kurutulmuş gıda üretimi

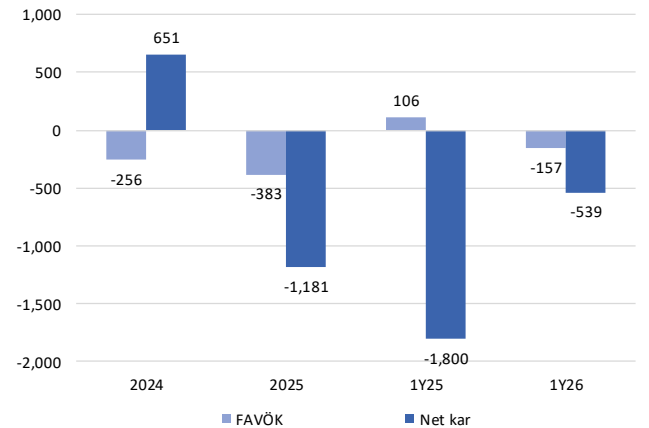
- 2028 yılında dünyada **seracılık** sektöründe kapasite bakımından ilk 3’te yer alma hedefi bulunan Holding’in, mevcut durumda yüksek finansman maliyetleri ve verimlilik artırma çalışmaları dolayısıyla yatırımları kısmen yavaşlasa da yurt içinde 1.000 dönüm, Kazakistan’da 400 dönümde faaliyetlerini sürdürmektedir. **Kazakistan’da yüksek finansman maliyetleri ve eğitilmiş işgücü eksikliği nedeniyle yeni yatırım için beklemede kalınırken, şartların oluşması durumunda 800 dönümlük yeni yatırım önümüzdeki yıl gündeme gelebilir.**
- Alarko Tarım bünyesinde **gübre** üretimi ise Palmira Agro tarafından gerçekleştirilirken, Şirket, Çankırı Yakıncık Organize Sanayi Bölgesi’nde yıllık 12.000 ton kapasitesi ile Türkiye’nin ilk ve Avrupa’nın en büyük hibrit mikro granül gübre fabrikasına sahiptir. **Ürünlerin Avrupa’daki lisanslama süreci devam ederken, yeni yılda Afrika pazarı radarda bulunuyor. Böylelikle, gübre üretiminde kapasite kullanımının %60-70 seviyesine ulaşabileceği belirtiliyor.**
- Eylül 2023’te %80 hissesi 3,72 milyon USD bedelle satın alınan **Genseed Tohum**, Antalya’daki sahalarında bilimsel ıslah çalışmalarını sürdürürken, sürdürülebilir tohum çeşitlerini pazara sunmayı hedefliyor. Şirket, Alarko Holding’in tarım alanında topraktan sofraya uzanan değer zincirini destekleyecek.
- Kurutulmuş sebze ve meyve** alanında Alarko Gıda Sanayi, dünyanın en yenilikçi teknolojilerden REV (Radyant Enerji Vakumlu) sistemini kullanarak üretim gerçekleştirirken, 14 çeşit meyve ve 31 çeşit sebzenin kurutması yapılmaktadır.
- 2025 yılında 1.877 milyon TL, 6A26 döneminde ise yıllık bazda %80 artışla 2.309 milyon TL satış geliri elde edilen tarım işkolunda, yüksek maliyetler nedeniyle -157 milyon TL seviyesinde FAVÖK, parasal kazanca rağmen net finansman gideri nedeniyle 539 milyon TL seviyesinde net zarar kaydedildi. Alarko Tarım’ın 2027 yılında pozitif FAVÖK üretebileceği ve 8-10 milyon USD seviyesinde FAVÖK’e ulaşabileceği bekleniyor.**

Tarım işkoluna ait FAVÖK ve net kar performansı (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

Tarım işkoluna ait FAVÖK ve net kar performansı (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

Diğer işkolları

- Alarko Holding'in diğer işkollarındaki son gelişmeleri değerlendirmek gerekirse:

→Turizm.

- **Turizm tarafında**, yeni otel alımları ve Hillside markasının büyütülmesi hedeflenmektedir. İnşaatı devam eden Hillside Bodrum otelinin yıl sonuna doğru tamamlanması ve 2027 yılında finansallara yansması beklenmektedir.

→GYO.

- **GYO tarafında**, halka açık olan Alarko GYO ile faaliyetler sürdürülürken, 30 Haziran 2026 tarihi itibarıyla 15.914 milyon TL net borç sonrası portföy değerine sahiptir. Alarko GYO'nun piyasa değeri ise 7.364 milyon TL olup son kapanışa göre %54 iskontoludur.

→Havacılık.

- **Havacılık tarafında**, Alarko Holding bünyesinde faaliyet gösteren Alfor Aviation ile uçak dönüşümü gerçekleştiriyor. Kendi mülkiyetinde bulunan Airbus A330-300 yolcu uçağının sertifikasyon sürecinin üçüncü çeyrek bitmeden tamamlanması ve yıl sonunda ilk satışın gerçekleşmesi öngörülmektedir. Ayrıca, **Holding yönetimi, finansallar sonrasında düzenlenen toplantıda, görüşmeler gerçekleştirildiğini ve yeni projelerin gelmesinin olası olduğunu vurgularken, iştirakinin merkezini Teesside Havalimanı'na taşıması için teklif geldiğini ve ön mutabakat yapıldığını ve fizibilite çalışmalarının ardından yıl sonuna kadar karar verileceği belirtildi.**

→ Sanayi ve Ticaret.

- **Sanayi ve ticaret tarafında**, ana işkolları kapsamında ısıtma, soğutma, havalandırma ve su basınç sistemleri bulunuyor. Bu segmentte, son yaşanan gelişmeleri değerlendirmek gerekirse, Holding, Alarko Carrier sermayesinin %42,03'ünü temsil eden payların Carrier'dan satın alınmasına ilişkin olarak bağlayıcı pay alım sözleşmesi imzaladı. Devir tamamlandıktan sonra Holding'in, Alarko Sanayi ve Ticaret ile ısı ve su sistemlerinde kendi markası ile büyümesi planlanırken, klima tarafında Carrier'ın kaybının Toshiba tarafı ile telafi edileceğine inanılıyor. Ayrıca, devir sonrasında var olan tesislere yönelik farklı seçeneklerin de değerlendirilebileceği düşüncesindeyiz.

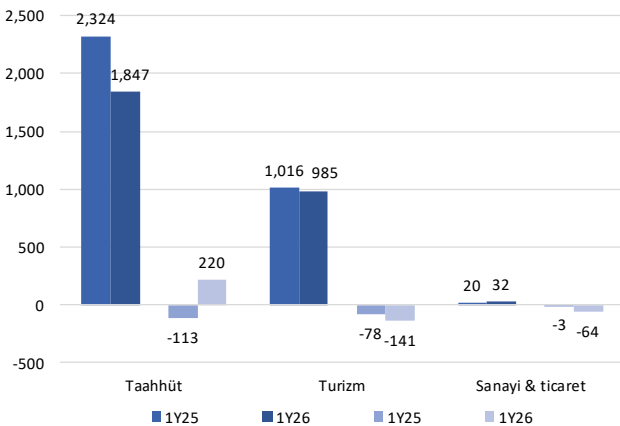
→ Taahhüt ve İş Geliştirme.

- 2025 yılında 4.302 milyon TL, 6A26 döneminde ise 1.847 milyon TL satış geliri elde edilen ve konsolide sonuçlara göre %33 ile satış gelirinde tarım işkolundan sonra en büyük paya sahip olan **taahhüt ve iş geliştirme tarafında**, Holding, yurt içinde ve yurt dışında kamu özel ortaklığı, yap-işlet-devret ve anahtar teslimi projeler gerçekleştirmektedir. Holding, yeni dönemde getiri beklentisi yüksek projelerde seçici bir yaklaşımla bu işkolunda yer almayı hedeflerken, Romanya ve İran ülkelerini radarına aldı.

→Yatırım.

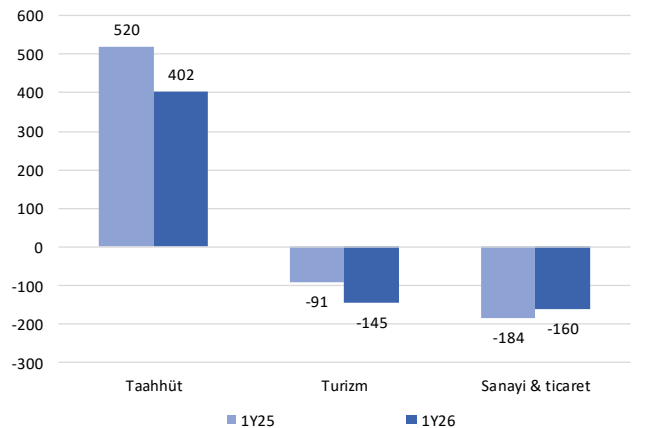
- **Yatırım tarafında**, net varlık büyüklüğü 135 milyon USD seviyesini geçerken, yatırımların büyük çoğunluğu Türkiye dışıdır. 2030 yılına kadar 4 kat portföy değer artışı ile 500 milyon USD'yi aşması beklenmektedir.

Seçili işkollarına ait ciro ve FAVÖK performansları (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

Seçili işkollarına ait net kar performansları (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket

Alarko Holding net aktif değer (NAD) tablosu özeti

- Alarko Holding'in 12-aylık hedef piyasa değerine ulaşırken Parçaların Toplamı değerleme yöntemini kullandık.
 - **Taahhüt:** Alsim'in defter değerinin 1 yıl ileri dönük değerini modelimize dahil ettik.
 - **Gayrimenkul:** Alarko GYO (ALGYO TI)'nın piyasa değeri, Holding'in sahip olduğu arazi portföyünün ise ekspertiz değerlerini 1 yıl ileri götürerek modelimize dahil ettik.
 - **Enerji:** Elektrik dağıtım işkolu için sektör çarpanı ile uyumlu olarak 4,0x FD/FAVÖK çarpanını baz aldık. Elektrik üretiminde ise santralleri MW başı 0,5 milyon USD seviyesinde değerledik.
 - **Sanayi ve ticaret:** Alarko Carrier (ALCAR TI)'ın piyasa değerinin 1 yıl ileri dönük değerini modelimize dahil ettik.
 - **Turizm:** ATTAŞ için için 10,0x FD/FAVÖK çarpanını baz aldık.
 - **Yatırım:** Holding'in yatırım portföy değeri olan 135 milyon USD'nin 1 yıl ileri dönük değerini modelimize dahil ettik.
 - **Tarım:** Alarko Tarım'ın defter değerinin 1 yıl ileri dönük değerini modelimize dahil ettik.

Elde ettiğimiz değere mevcut 138,8 milyar TL'lik solo net nakit pozisyonunu ekleyerek 141,9 milyar TL net aktif değere ulaştık. Sonuç olarak, bulunan net aktif değere %50 oranında holding iskontosu uygulamamızın ardından Alarko Holding için 170,00 TL seviyesinde 12-aylık hedef fiyata ulaşıyoruz. 12-aylık hedef fiyatımız, son kapanış fiyatına kıyasla %57 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Alarko Holding net aktif değer (NAD) tablosu

Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (mn TL)	Mevcut			Hedef		
				Holding Payı	mn TL	% of NAD	Holding Payı	mn TL	% of NAD
Taahhüt									
Alsim	Defter Değeri	1.0	3,989	99.99%	3,988	4.0%	99.99%	4,911	3.5%
TOPLAM					3,988	4.0%		4,911	3.5%
Gayrimenkul									
Alarko GYO	Piyasa Değeri	3.63	7,364	51.23%	3,772	3.7%	51.23%	4,949	3.6%
Gayrimenkul Portföyü (%30 iskonto)	Ekspertiz Değeri		5,538		3,877	3.9%		4,773	3.4%
TOPLAM					7,649	7.6%		9,722	7.0%
Enerji									
Almeram Elektrik Dağıtım	2026T FD/FAVÖK	4.00	61,196	100.00%	61,196	60.8%	100.00%	90,717	65.4%
ALTEK					3,215	3.2%		3,881	2.8%
Gönen HES	0.5 mn USD / MW	0.5	256	100.00%	256	0.3%	100.00%	309	0.2%
Karakuz HES	0.5 mn USD / MW	0.5	1,771	100.00%	1,771	1.8%	100.00%	2,138	1.5%
Panel GES	0.5 mn USD / MW	0.5	594	50.00%	1,188	1.2%	50.00%	1,434	1.0%
TOPLAM					64,411	64.0%		94,598	68.2%
Sanayi & Ticaret									
Alarko Carrier	Piyasa Değeri	696.00	7,517	42.03%	3,159	3.1%	42.03%	4,170	3.0%
TOPLAM					3,159	3.1%		4,170	3.0%
Turizm									
ATTAS	2026T FD/FAVÖK	10.0x	5,000	99.99%	5,001	5.0%	99.99%	5,334	3.8%
TOPLAM					5,001	5.0%		5,334	3.8%
Yatırım									
ALSER	Net Varlık Değeri	1.0	6,291	100.00%	6,291	6.3%	100.00%	7,594	5.5%
TOPLAM					6,291	6.3%		7,594	5.5%
Tarım									
Alarko Tarım	Defter Değeri	1.0	10,117	100.00%	10,117	10.1%	100.00%	12,457	9.0%
TOPLAM					10,117	10.1%		12,457	9.0%
TOPLAM					100,616			138,787	
Halka Açık					6,932	6.7%		9,119	6.4%
Halka Açık Olmayan					93,684	90.3%		129,668	91.4%
Solo Net Nakit					3,142	3.0%		3,142	2.2%
Net Aktif Değer (mn TL)					103,758			141,929	
Alarko Holding Piyasa Değeri (mn TL)					45,245			70,965	
İskonto/Prim					-56%			-50%	
Hisse Fiyatı					108.50			170.00	
Yükseliş Potansiyeli								57%	

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

NAD İskonto oranı	40%	45%	50%	55%	60%
12-aylık hedef fiyat	204.00	187.00	170.00	153.00	136.00
Yükseliş potansiyeli	88%	72%	57%	41%	25%

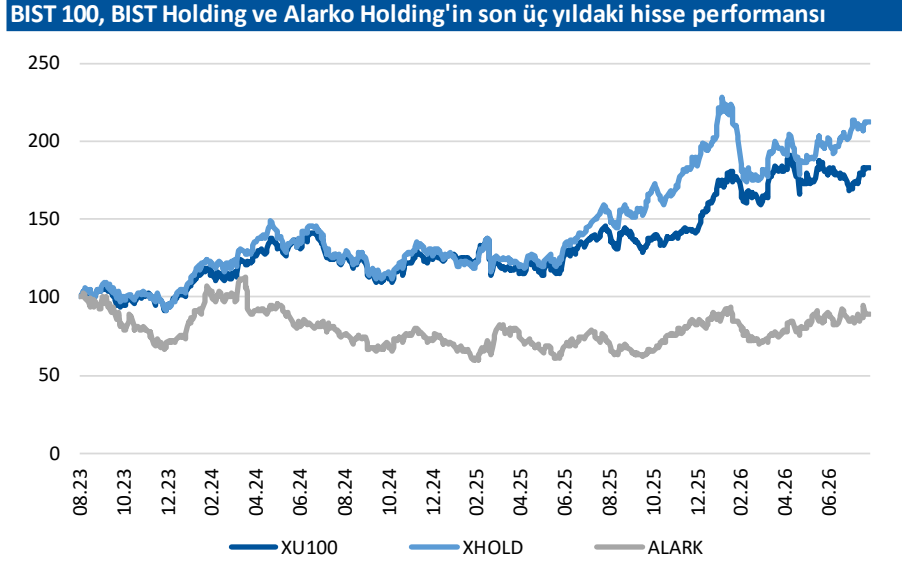
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

2026 yılının ilk yarısı nasıl geçti?

- Şirket'in konsolide satış geliri 2Ç26'da yıllık bazda %11 artarak 3.362 milyon TL olarak gerçekleşti. Kombine satış geliri ise yıllık %14 artışla 18.315 milyon TL oldu. Kombine satış gelirlerinin artmasında elektrik dağıtım ve tarım işkollarındaki büyüme etkili oldu. 1Y26 döneminde ise konsolide satış geliri yıllık %16 büyüme ile 5.580 milyon TL, kombine satış geliri de yıllık %18 büyüme ile 32.277 milyon TL oldu.
- Şirket, 2Ç26'da hem bizim beklentimizin hem de piyasa beklentisinin aksine, 4.195 milyon TL net kar kaydetti. Yatırım faaliyetlerinden gelir kalemi altında kaydedilen ve enerji işkolundaki takas kaynaklı 4.490 milyon TL'lik işletme birleşmesinden elde edilen kazanç ve 677 milyon TL'lik maddi duran varlık satış karı tahminlerin aksine net kar açıklanmasında etkili oldu. 1Y26 döneminde ise 4.359 milyon TL konsolide net kar (1Y25: 4.025 milyon TL net zarar) açıklandı.
- 1Y26'da 1.954 milyon TL seviyesindeki net finansman gideri net karı baskımlarken, 2.721 milyon TL seviyesindeki parasal kazanç net karı destekledi.
- Şirket'in solo net nakit pozisyonu Mart 2026 sonunda 2,9 milyar TL iken Haziran 2026 sonunda 3,1 milyar TL oldu.

	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil			TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	
Seçilmiş Kalemler	2Ç26	1Ç26	2Ç25	Çeyreksele Değişim	Yıllık Değişim	6A26	6A25	Yıllık Değişim
Satışlar (mio TL)	3,362	2,218	3,034	52%	11%	5,580	4,791	16%
Net Kar (mio TL)	4,195	164	-950	2461%	a.d.	4,359	-4,025	a.d.
Özsermaye Karlılığı (yıllık)	7.6%	2.0%	1.6%	5.5 puan	6 puan	7.6%	1.6%	6 puan
Aktif Karlılık (yıllık)	4.1%	1.2%	1.0%	2.9 puan	3.2 puan	4.1%	1.0%	3.2 puan

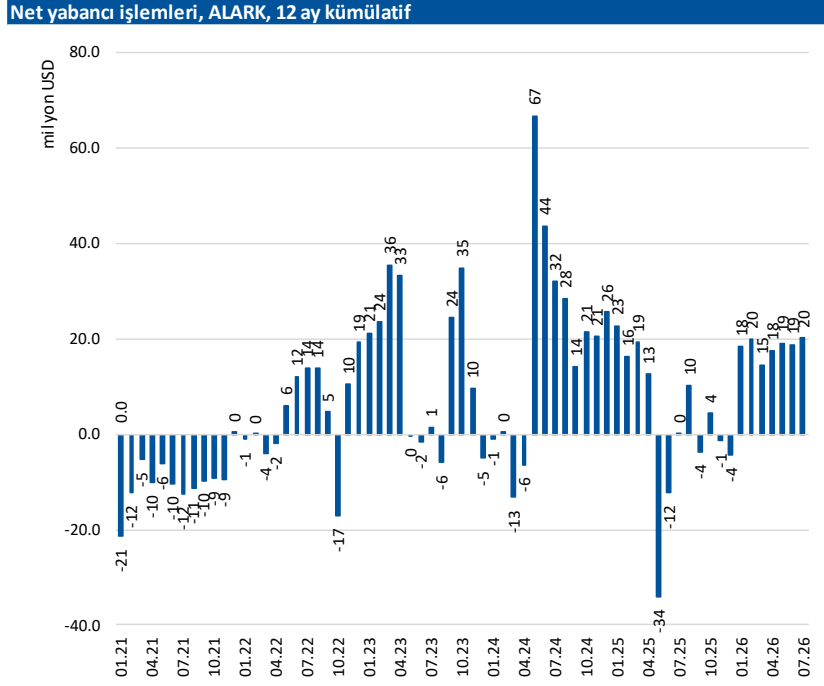
XU100, XHOLD ve Alarko Holding performansları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

- Yukarıda yer alan grafikten de görülebildiği üzere, son 3 yıllık dönemde, TL bazında, BIST 100 endeksi %85 ve BIST Holding ve Yatırım endeksi %106 performanslar ile karşımıza çıkarken; ALARK %9 ile şekillenmektedir. USD bazında ise BIST 100 endeksi %2, BIST Holding ve Yatırım endeksi %14, ALARK %-50 performansla karşımıza çıkıyor.

ALARK yabancı işlemleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

- Borsa İstanbul (BIST) tarafından açıklanan net yabancı işlemlerine baktığımızda (son veriler ışığında), son 12 ay kümülatifte, **ALARK hissesinde +20 milyon dolar pozisyonlanma söz konusudur.**

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirmede bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmektedirler.