

Hedef Fiyat Revizyonu

Alarko GYO<ALGYO>

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

14 Mayıs 2025'te 4,29 TL (bedelsiz sermaye artırım ve temettü öncesi 30,12 TL) hedef fiyat ile yayımladığımız Alarko GYO (ALGYO)'yu **8,24 TL** hedef fiyat, **%55** getiri potansiyeli ile güncelliyor, coverage listemize tutmaya devam ediyoruz.

2026 Haziran sonunda faaliyete geçmesi hedeflenen Hillside Bodrum Otel'i'nin, şirketin Net Aktif Değerine anlamlı bir kaldıraç etkisi yaratmasını bekliyoruz. Hillside Bodrum Otel'i'nin 2026 Haziran sonu itibarıyla devreye girecek olması ile ALGYO'nun değerlendirme dinamikleri üzerinde yapısal bir kırılma olacağını düşünüyoruz. Bağımsız ekspertiz raporuna göre tamamlanmış proje değeri yaklaşık 10,9 milyar TL (KDV Hariç) seviyesinde olan bu varlık tek başına şirketin öngörülen Net Aktif Değeri içinde yüksek bir ağırlığa ulaşmakta ve portföy kompozisyonunu turizm lehine belirgin biçimde yeniden şekillendirmekte. Otelin ilk tam yılında yaklaşık 3 milyar TL düzeyinde gelir, 0,6 milyar TL civarında net nakit akışı, orta vadede ise 6–8 milyar TL bandına yükselen gelir ve 2–3 milyar TL aralığına yaklaşan yıllık net kira geliri elde etmesini beklemekteyiz. Bu profil, ALGYO'nun portföyünde hem büyüklük hem de nakit üretim kapasitesi açısından amiral gemi olma niteliğinde, döviz ağırlıklı ve yüksek marjlı bir turizm yatırımının oluşmasını sağlıyor. Bizim NAD bazlı değerlendirme yaklaşımımızda, şirket toplam NAD'nin yukarı yönlü revizyonu için başlıca katalizörlerden biri konumunda. Hillside Bodrum'un tam faaliyete geçmesiyle birlikte, portföyde yer alan düşük getirili, ofis ve arsa ağırlıklı varlıklardan; turizm odaklı, yüksek kira geliri ve işletme çarpanlarıyla değerlendirilen bir varlık setine doğru dönüşüm ivme kazanacaktır. Bu dönüşüm, Alarko GYO'nun NAD'ında anlamlı bir yukarı yönlü potansiyel yaratıyor.

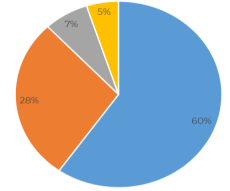
Turizm GYO'suna dönüş süreci 2026 yılında tamamlanacak. ALGYO'nun portföyünde bulunan kira geliri ve ROE'si düşük Şişhane iş merkezini elden çıkarmasının ardından, Haziran sonunda faaliyete geçmesi planlanan Hillside Bodrum Otel'i'nin de devreye girmesiyle, portföydeki turizm bazlı gayrimenkullerin payının %85 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Yatırımın büyüklüğü ve Hillside markasının sektördeki konumu dikkate alındığında, Hillside Bodrum'un yıllık bazda yaklaşık 11,5 milyon dolar gelir üretmesini bekliyoruz. Buna ek olarak, halihazırda faaliyette olan Hillside Fethiye net kira gelirinin yaklaşık 8,5 milyon dolar olacağını öngörüyoruz. Böylece, şirketin turizm bazlı gayrimenkullerinden toplam yıllık 20,5 milyon dolar olacağını projekte ediyoruz. Böylece, şirketin turizm bazlı gayrimenkullerinden toplam yıllık kira gelirinin yaklaşık 20,5 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Mevcut yüksek kira gelirli gayrimenkulleri ve turizm dışı varlıklardan çıkış stratejisi doğrultusunda şirketin önümüzdeki yıllarda da turizm odaklı gayrimenkul portföyünü arttırarak büyümesini sürdüreceğini değerlendiriyoruz.

Değişen Vergi Mevzuatına Hazırlanan Portföy. 2024 Ağustos ayında değişen vergi mevzuatı uyarınca, karının en az %50'sini temettü olarak dağıtmayan GYO'ların %30'luk kurumlar vergisi istisnasından yararlanamayacak olması, düzenli nakit akışı yaratmakta güçlük çekmeyen GYO'ları ön plana çıkardı. Bu bağlamda, özellikle Haziran ayında Bodrum Hillside otelinin tamamlanması ve portföyde yer alan Eyüp Topçular fabrikası, Maslak ve Büyükkçekmece arsaları gibi görece düşük kaliteli gayrimenkullerin elden çıkarılmasıyla birlikte, hem şirketin net borcunda bir azalma takip edeceğimizi öngörüyor hem de şirketin düzenli temettü ödeyen GYO'lar arasına gireceğini öngörüyoruz.

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	ALGYO
Hedef Fiyat (TL)	8,24
Hedef Getiri	55%
Hisse Fiyatı (TL)	5,31
STY En Yüksek	5,82
STY En Düşük	2,41
Hisse Adedi (mn)	2.029
HAO	48%
Piyasa Değeri (TL mn)	10.772
Piyasa Değeri (USD mn)	249
Finansal Borç (TL mn)	2.741
Finansal Borç (USD mn)	66
3AOIH (USD mn)	3,00
3AOIH/HA Piyasa Değ.	2,50%
F / K	
Güncel	23,19
6 Aylık Ortalama	15,14
1 Yıllık Ortalama	13,40
PD/DD	
Güncel	0,62
6 Aylık Ortalama	0,37
1 Yıllık Ortalama	0,37

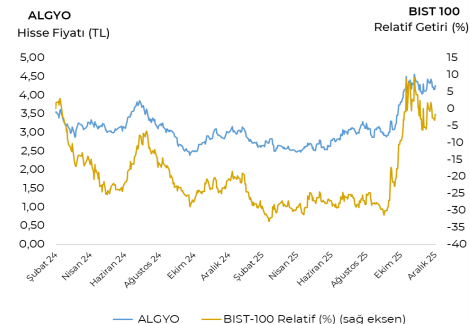
Ortaklık Yapısı



* ALKİM ALARKO SANAYİ TİCARET ANKARA ŞİRKETİ * ALARKO HOLDİNG A.Ş. * DİÖER * HİSSE DİRİ ALKİM

Özet Finansallar

ALGYO (mn TL)	2023	2024	2024/09	2025/09
Net Satışlar	593	465	459	510
FAVÖK	462	297	330	335
Net Kar	2.335	559	336	354
Özkaynaklar	19.478	16.711	19.728	17.264



Info Yatırım Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700- 26 25
arastirma@infoyatirim.com.tr

Şirket Tarihçesi

Alarko GYO, 1996 yılında kurulmuş olup, Türkiye'de halka açılan ilk GYO unvanına sahip şirketti. Alarko Holding'in (ALARK) gayrimenkul geliştirme alanındaki iştiraki olan şirket, portföyünde yer alan taşınmazlardan elde ettiği kira gelirleriyle yatırımcılarına düzenli getiri sağlarken, aynı zamanda, geliştirme potansiyeli taşıyan değerli arsaları da portföyünde bulunduruyor. Zaman içerisinde gayrimenkullerinin değer kazanması ve Şirketin ana pay sahipleri %100 ALARK iştiraki olan ALSİM ve ALARK'tır.

Ortaklık Yapısı

ALGYO'nun ortaklık yapısı, ağırlıklı olarak Alarko Grubu şirketlerinin kontrolünde olup, kalan kısmı Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık paylardan oluşmakta. Şirket sermayesinde hakim pay, ALARK ve bağlı/ilişkili grup şirketleri ile grup ortaklarının elinde. Bu sayede yönetim kontrolü büyük ölçüde Alarko Grubu'nda bulunuyor.

Yatırım Teması

ALGYO için yatırım tezimizin temel dayanaklarından biri Ağustos 2024'te GYO'lara ilişkin mevzuatta yapılan değişiklikten oluşuyor. Yeni düzenlemeye göre, değerlendirme kaynaklı karlar hariç olmak üzere elde ettikleri dönem karının en az %50'sini temettü olarak dağıtmayan GYO'lar, %30 oranında kurumlar vergisine tabi olacak. Bu kapsamda, portföyünde Hillside Bodrum ve Hillside Fethiye gibi yüksek doluluk oranına ve güçlü nakit yaratma kapasitesine sahip turizm odaklı yatırım amaçlı gayrimenkuller bulunduran şirketin, düzenli ve öngörülebilir kira gelirlerini temettüye dönüştürme motivasyonunun belirgin şekilde artacağını düşünüyoruz. Hillside Bodrum'un devreye girmesiyle birlikte döviz bazlı kira ve işletme gelirlerinin güçlenmesi, mevzuatın zorunlu kıldığı asgari temettü dağıtım oranı ile birleştiğinde ALGYO'yu düzenli temettü verimi sunan, temettü politikası daha öngörülebilir bir GYO profiline dönüşmekte.. Ayrıca, GYO ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonları'nda temettü dağıtımı üzerinden stopaj uygulanmaması, şirketin bu kira gelirlerini vergi kesintisine tabi olmaksızın doğrudan yatırımcıya aktarabilmesini sağlayarak, özellikle nakit temettü odaklı uzun vadeli yatırımcılar açısından ALGYO hisselerini cazip kılan önemli bir unsur olarak öne çıkıyor. Böylece, turizm odaklı, yüksek dolum oranı ve döviz ağırlıklı gelir üreten portföy yapısı ile yeni vergi/temettü düzenlemesi arasındaki uyum, ALGYO'nun orta uzun vadeli toplam getiri profilinde anlamlı bir etkide bulunacağını ön görüyoruz.

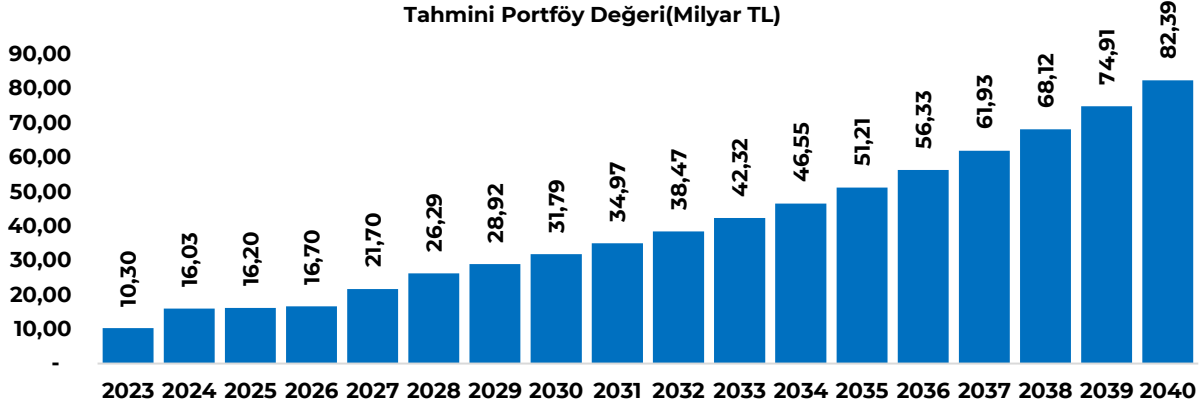
Bu satışlar sonrasında serbest kalan kaynaklar, özellikle Hillside Fethiye başta olmak üzere turizm odaklı portföy varlıklarına yönelik CAPEX harcamalarının artırılmasını sağlamış, renovasyon, kapasite optimizasyonu ve hizmet kalitesi yatırımlarını hızlandırdı. Böylece, hem Hillside markasının gelir ve karlılık potansiyeli desteklenmekte, hem de şirketin turizm gelirlerinin döviz bazlı ve yüksek marjlı yapısı güçlenmekte. Düşük getirili ofis ve karma kullanımlı ticari alanlardan çıkış stratejisi, portföy risk-getiri profilini turizm lehine yeniden şekillendirirken, şirketi daha odaklı bir "turizm GYO'su" konumuna taşıyor. Bu dönüşüm, gerek Net Aktif Değer (NAD) büyümesi gerekse iskontonun daralma potansiyeli açısından ALGYO'nun değerlendirme çarpanlarının yeniden derecelenmesini mümkün kılacak nitelikte. Sonuç olarak, portföy sadeleşmesi ile artan CAPEX disiplininin birleşimi, ALGYO'nun turizm odaklı ölçek büyümesini hızlandırmakta ve orta-uzun vadeli sürdürülebilir temettü kapasitesini desteklemektedir.

Değerleme Yöntemi

ALGYO'yu **8,24** hedef fiyat ve %55 getiri potansiyeli ile coverage listemizde tutmaya devam ediyoruz. Değerlememizde, ALGYO'nun varlık portföyünü; gayrimenkullerin kira gelirleri ile güncel ekspertiz raporlarında yer alan gayrimenkul değerlerini dikkate alarak İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemiyle hesapladık. Yaptığımız çalışma sonucunda, şirketin toplam varlık değerini 2026 yıl sonu itibarıyla yaklaşık 19,8 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Bu değerden, bilançoya yansımaları beklediğimiz yükümlülükleri çıkardığımızda Net Aktif Değeri (NAD) 16,7 milyar TL olarak tahmin etmekteyiz. Mevcut piyasa değeriyle karşılaştırıldığında, modelimiz ALGYO'nun %55 potansiyeline işaret ediyor.

Net Aktif Değeri (NAD) TL	Hedef Değer (TL)
Oteller	17.903.542.000
İş Merkezleri	315.550.000
Araziler	2.389.020.000
Dükkanlar & Fabrika	3.104.553.000
Tahmini Net Aktif Değer	20.652.597.383
Net Borç	3.060.067.617
1 Yıl Sonra Tahmini Piyasa Değeri	16.798.430.880
12 Ay Sonrası Hedef Fiyat (TL)	8,24
Hedef Getiri %	%55

Gayrimenkul (TL)	2025	2026 (T)	2027 (T)	2028 (T)
Maslak Arsası	1.122.930.000	1.392.433.200	1.531.676.520	1.684.844.172
Büyükçekmece Arsası	1.266.090.000	1.569.951.600	1.726.946.760	1.899.641.436
Hillside Beach Club	10.030.000.000	12.437.200.000	13.680.920.000	15.049.012.000
Hillside Bodrum	7.873.542.000	11.813.765.200	12.995.141.720	14.294.655.892
Eyüp Topçular Fabrika	822.000.000	878.208.920	966.029.812	1.062.632.793
Büyükçekmece Alkent 2000 - Dükkanlar	135.840.000	168.441.600	185.285.760	203.814.336
Etiler Alkent Sitesi Dükkanlar	708.233.000	878.208.920	966.029.812	1.062.632.793
Karaköy İş Merkezi	224.270.000	278.094.800	305.904.280	336.494.708
Ankara Çankaya İş Merkezi	91.280.000	113.187.200	124.505.920	136.956.512



Riskler

ALGYO açısından temel riskleri, makroekonomik koşullar, turizm dinamikleri ve bilanço yapısı ekseninde gruplayarak değerlendiriyoruz. Türkiye'de politika faizlerinin ve uzun vadeli piyasa faizlerinin beklediğimiz hızda düşürülemediği durumunda, hem GYO'ların iskonto oranları yüksek kalmaya devam edecek hem de gayrimenkul değerlemelerinde kullanılan indirgeme oranları yukarı yönlü baskı altında olabilir. Bu senaryo ALGYO'nun NAD büyüme potansiyelini sınırlayabileceği gibi, iskontonun daralmasını da geciktirebilir.

TL'nin reel olarak değerli seyrettiği veya hızlı değer kazandığı dönemlerde Türkiye, rakip turizm destinasyonlarına kıyasla görece pahalı hale gelmekte; bu da hem ziyaretçi sayıları hem de kişi başı harcamalar üzerinde baskı yaratarak turizm istatistiklerinin öngördüğümüz seviyelerin altında kalmasına neden olabilmektedir.

Turizm talebinin jeopolitik riskler, küresel büyüme dinamikleri veya güçlü TL politikası nedeniyle beklediğimiz ölçüde artmaması, ziyaretçi sayıları ve kişi başı harcamaların senaryomuzun altında kalması, Hillside Bodrum ve Hillside Fethiye özelinde doluluk oranları ve oda başı gelir (RevPAR) artışını sınırlayarak, turizm GYO'suna dönüşüm tezimizin nakit akışı tarafında aşağı yönlü sapma riski yaratmaktadır. Buna ek olarak, ALGYO'nun portföy

dönüşümünü finanse etmek amacıyla kullandığı euro bazlı krediler, bilançoda kur riski kaynaklı oynaklığı artırmaktadır. Kurun öngörülerimizin üzerinde değer kaybetmesi, finansman giderlerini yükselterek karlılık üzerinde baskı yaratabilir ve NAD büyümesini sınırlayabilir. Faizlerin yüksek seyrinin, güçlü TL'nin turizm rekabetçiliğini törpülediği ve euro bazlı borçluluğun finansman maliyetini artırdığı birleşik bir senaryoda, hem iskontonun kapanma sürecinin uzaması hem de hedef değerimiz üzerinde aşağı yönlü revizyon riskinin artması olasıdır.

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi değerlendirme yorum istatistiki ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İNFO Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup, alım satım kararını destekleyecek bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uymayan sonuçlar doğurmayabilir Üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan veya dolaylı zararlardan ötürü İNFO Yatırım menkul Değerler A.Ş işe bağlı kuruluşları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.