

Alarko Holding

AL

Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 105%

Tarım / elektrik projeksiyonlarındaki aşağı / yukarı yönlü revizyonlar

Şirketin tarım iş koluna yönelik ilk operasyonel yönlendirmesini ve elektrik dağıtım segmenti için revize edilen 2025 RAB tahminlerini takiben, değerlendirme modellerimizi gözden geçirdik. Tarım iş kolu için öngörülen % 23'lük FAVÖK marjı mevcut tahminlerimizin altında kalırken (2028'de %32), 2025YS beklenen RAB rakamı önceki tahminimiz olan 700 mn \$'dan daha yüksek. Bu değişiklikler, tarım işinin değerlemesinde aşağı yönlü revizyona ve dağıtım işinin tahmini değerinde yukarı yönlü revizyona neden oldu. Sonuç olarak Alarko Holding için hedef değerlememizi 174,09 TL'den 171,06 TL'ye revize ediyoruz.

Şirket tarım segmenti için %23 FAVÖK marjı öngörüyor. Asgari ücretteki yüksek kümülatif artışlar nedeniyle artan işçilik maliyetleri, TL'nin değer kazanması ve yasal izinlerin alınmasının beklenenden uzun sürmesi nedeniyle planlanan üretimdeki gecikmeler, marjlardaki aşağı yönlü revizyonun arkasındaki ana nedenler oldu. Buna ek olarak, gübre segmenti genel faaliyet marjları üzerinde seyreltici bir etkiye sahip olmakla birlikte, ciroya katkıda bulunmaktadır.

İzinlerin beklenenden daha uzun sürmesi nedeniyle erken üretim programında gecikmeler yaşandı. Başlangıçta, tarım segmentinin 2028 yılında tam kapasiteye ulaşacağını varsaymıştık. Şimdi ise bunu, şirketin Türkiye'deki jeotermal sahalarda yasal izinlerin çıkmasını beklediği 2029 yılına erteliyoruz. Gübre segmentinin katkısını ilk kez hesaba katarak, 2029 yılında tarım bölümünden 121 milyon dolar FAVÖK elde edileceğini tahmin ediyoruz. Temel varsayımlarımız arasında Türkiye'de 40 ton/1.000m² ve Kazakistan'da 30 ton/1.000m² verim ile 2029 yılında toplam üretimin 322 bin tona ulaşacağı ve 12 ton gübre kapasitesinin tam kapasite çalışacağı yer almaktadır. Satış fiyatlarının Türkiye için 1\$/kg, Kazakistan için 1,5\$/kg ve gübre için 2,5\$/kg olduğu varsayılmıştır.

Batarya ve uçak yatırımlarına ilişkin detaylar henüz açıklanmadı. Şirketin son sunumunda batarya veya uçak işleriyle ilgili daha fazla ayrıntı verilmedi. Şirket, elektrik depolama ünitelerine ilişkin olarak düzenleyici kurum tarafından yapılacak düzenlemeyi bekliyor. Bu arada şirket daha önce yeni işine başlangıç olarak kargoya dönüştürmek üzere ilk kullanılmış uçağını satın almayı planladığını duyurmuştu.

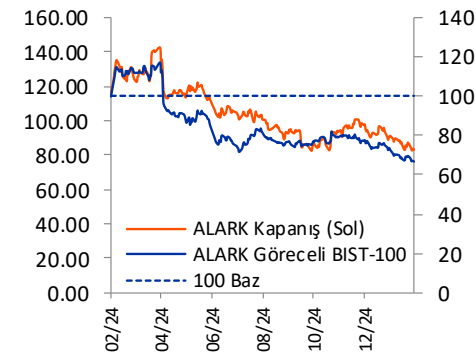
Dağıtım segmentinde güçlü RAB büyümesi ve elektrik üretiminde sağlam nakit üretimi. Tarım sektörünün tam katkısındaki gecikmelere rağmen, elektrik sektörü NAD ve işletme nakit akışının lokomotifine olmaya devam etmektedir. Şirket, nakit zengini üretim segmenti için (2025-2027 döneminde) yıllık ortalama 135 milyon dolar konsolide FAVÖK öngörüyor. Bu arada, önceki dönemlerde yapılan fazla harcamaların 2025 yılında telafi edilmesi beklentisi nedeniyle RAB'nin ilk tahminlerimizden 100 milyon dolar daha yüksek olan 800

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	83.35
12 Aylık Hedef Fiyat*	171.06
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	174.09
Piyasa Değeri (mn)	36,257
Halka Açık PD (mn)	13,455
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	643.3
Hisse sayısı (Adet mn)	435
Takas Saklama Oranı (%)	37
Yabancı Oranı (%)	10

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-8.7	-9.4	-27.8
ABD \$	-10.5	-11.5	-38.6
BIST-100 Relatif	-7.8	-9.8	-32.4

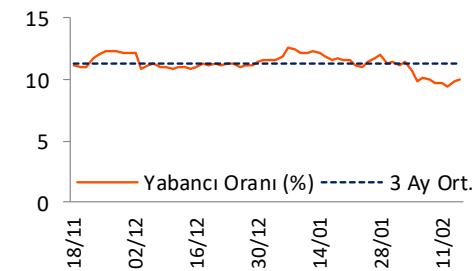
Çarpanlar (\$)	2023	2024	2025
F/K	3.7	2.5	2.4
PD/DD	0.6	0.7	0.6
FD/FAVÖK	500.4	40.5	38.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 82.70 142.83

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 10.06



Alihan Gürleyen

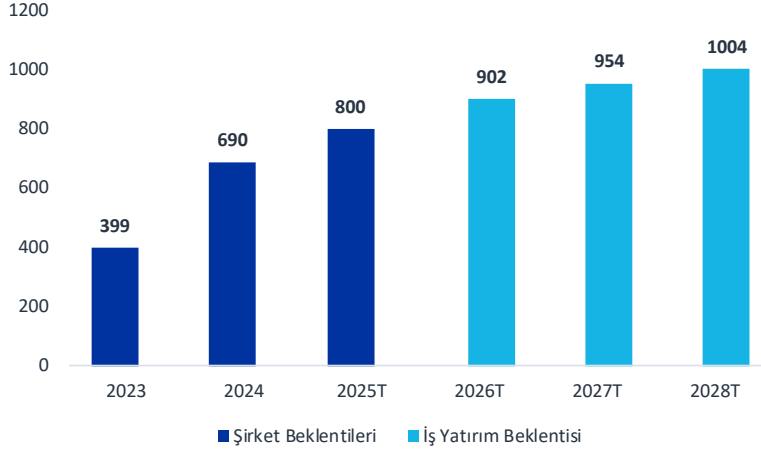
agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

milyon dolara ulaşması beklenmektedir. Dağıtım iş kolunun değer katısındaki revizyonlar, tarım iş kolunun değerlemesindeki aşağı yönlü revizyonu kısmen dengelemektedir.

Elektrik segmentinin 2025 yılında RAB büyümesi, bir miktar daha yukarıda elektrik fiyatları, daha az bakım günü nedeniyle artan üretim ve daha düşük parasal kayıplarla desteklenen beklenen güçlü performansının, kesin bir tahminimiz olmasa da, önemli bir karlılık büyümesi sağlaması muhtemeldir.

Şekil 1: DVT Şirket Beklentisi ve İş Yatırım Beklentisi



Tablo 1: Güncel Tarım Varsayımları

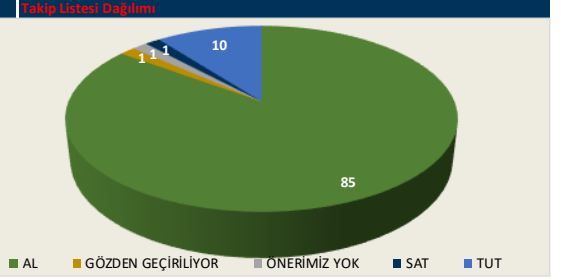
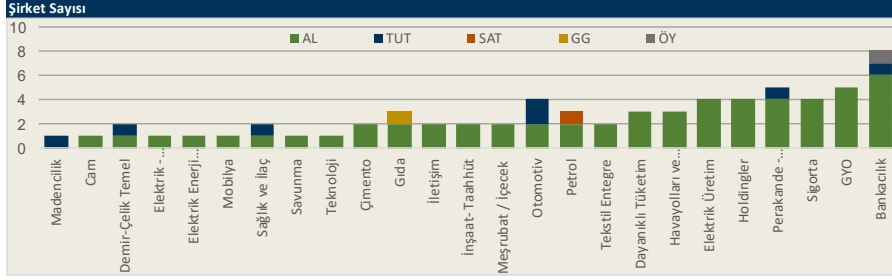
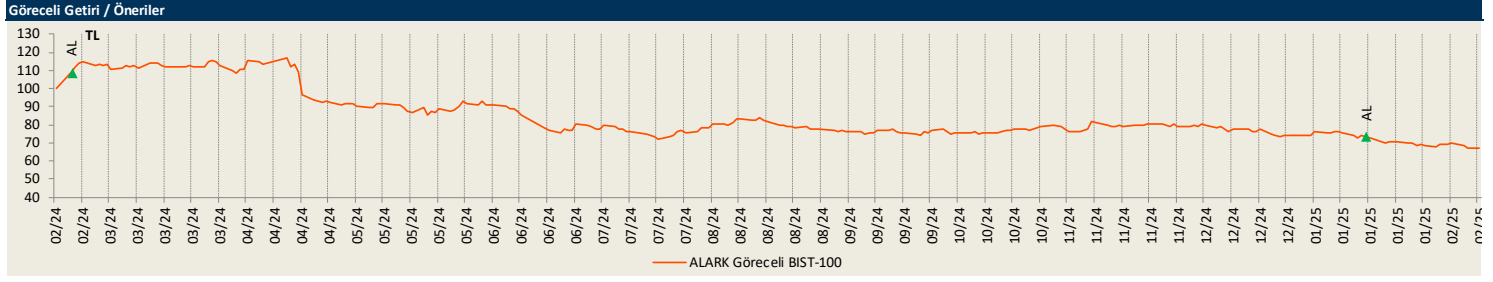
Güncel Tarım Varsayımları	
TR Satış Fiyatı (\$/kg)	1
KZ Satış Fiyatı (\$/kg)	1.5
Gübre Satış Fiyatı (\$/kg)	2.5
TR Ürün (ton/1000m2)	40
KZ Ürün (ton/1000m2)	30
Gübre Üretimi (ton)	12

Şekil 2: Revizeler Sonrası Hedef NAD \$2,654 milyardan \$2,608 milyara geriledi

Alarko Holding NAD Kırılımı (Milyon Dolar)

Sektörler/Şirketler	Kod	ALARK'ın Payı	Cari Değerleme Metodu	Cari Değer	ALARK'ın Payı	NAD Payı	Hedef Değerleme Metodu	Hedef Değer	ALARK'ın Payı	NAD Payı
Taahhüt				6	6	0%		6	6	0%
Alsim		100.0%	Defter Değeri	6	6	0%	Defter Değeri	6	6	0%
Enerji				2838	1501	38%		3130	1700	65%
Meram (Perakende ve Dağıtım)		49.9%	İNA	1468	733	31%	İNA	1565	781	30%
Altek (Karakuz+Gönen)		100.0%	İNA	165	165	7%	İNA	189	189	7%
Cenal (Karabiga)		50.0%	İNA	1205	603	26%	İNA	1376	688	26%
Panel Enerji (Solar)		50.0%	İNA	73	37	2%	İNA	84	42	2%
Tarım				350	350	15%		406	406	16%
		100.0%	İNA	350	350	15%	İNA	406	406	16%
Arazi Geliştirme				222	147	3%		227	149	6%
Alarko REIT	ALGYO	51.0%	Mevcut Piyasa Değeri	153	78	3%	Mevcut Piyasa Değeri*(1+Özsermaye Maliyeti)	158	81	3%
Holding Arsası		100.0%	%35 İskontolu Ekspertiz Değeri	69	69	3%	%35 İskontolu Ekspertiz Değeri	69	69	3%
Yatırım				70	70	3%		70	70	3%
ALSER		100.0%		70	70	3%		70	70	3%
Sanayi ve Ticaret				266	114	5%		274	118	5%
Alarko Carrier	ALCAR	43.0%	Mevcut Piyasa Değeri	266	114	5%	Mevcut Piyasa Değeri*(1+Özsermaye Maliyeti)	274	118	5%
Turizm				70	70	3%		82	82	3%
Attas		100.0%	@ 13.75x 1YF FD/FAVÖK	70	70	3%	@ 13.75x 1YF FD/FAVÖK	82	82	3%
Toplam İştirak Değeri				2,258	100%	Toplam İştirak Değeri		2,531	100%	
Halka Açık				192	9%	Halka Açık		199	8%	
Diğer				2,065	91%	Diğer		2,332	92%	
Holding Solo Net Nakit				77	3%	Holding Solo Net Nakit		77	3%	
Cari NAD				2,334	Hedef NAD		2,608			
Cari NAD İskontosu				-57.1%	Hedef NAD İskontosu		-35.0%			
Tarihsel Ortalama İskontosu (1 yıl)				n.a.	Tarihsel Ortalama İskontosu (1 yıl)		n.a.			
Mevcut Piyasa Değeri				1,002	**Hedef Piyasa Değeri		1,725			
				1	Hedef Hisse Fiyatı (US\$)		3.97			
					Hedef Hisse Fiyatı (TL)		171.06			
					Getiri Potansiyeli		105.2%			

Alarko Holding



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 iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.