ÜNLÜ & Co

25 Kasım 2026

Alarko Holding

Meram konsolidasyonu sonrası HF yükseltildi. Al tavsiyemizi yineliyoruz.

- **Al tavsiyesi korunuyor, hedef fiyat TL174'e yükseltildi:** Alarko Holding için Al tavsiyemizi koruyor, 12 aylık hedef fiyatımızı TL153/pay'dan TL174/pay'a yükseltiyoruz. Alarko'nun Cenal payının Haziran 2026'da Meram'ın kalan %50'siyle takas edilmesi, şirkete regüle dağıtım ve perakendenin tam mülkiyetini kazandırdı ve ithal kömürle çalışan bir üreticinin yerine daha öngörülebilir bir kâr tabanı koydu. Hedef fiyat, TL102,7mlr hedef net aktif değere (NAD) %30 iskonto uyguluyor; hisse %60 iskontoyla işlem görüyor ve hedef fiyatımız 24 Kasım 2026 tarihli TL99,80 referans fiyata göre %74 getiri potansiyeli sunuyor.
- **Meram hedef NAD'ın %68'ini oluşturuyor (TL70,1mlr):** Düzenlemeye tabi varlık tabanı (DVT) Eylül 2026 sonunda USD1,04mlr'a ulaştı; yönetim, yıllık USD400mn'ın üzerindeki yatırımla 2030 sonunda yaklaşık USD1,6mlr hedefliyor. 2026–2030 çerçevesi, DVT'ye kabul edilen sermaye üzerindeki vergi öncesi reel makul getiri oranını %13,11'den %14,46'ya yükseltiyor ve yatırım anaparasını tarifeler yoluyla on yılda geri kazandırıyor. Yönetime göre Meram'ın 2026–2030 yatırım tahsisi önceki dönemin 2,3 katı; Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun (EPDK) sektör genelindeki yaklaşık 1,5 katlık tavanından ayrı. DVT büyümesi tekrarlayan kârı artırıyor; ancak yatırım harcaması geri ödenmeden önce yapılıyor. Yönetim, 2027–2030 döneminde ortalama yaklaşık USD350mn Meram FAVÖK'ü öngörüyor.
- **3Ç26, yeni kapsamdaki ilk çeyrek:** Ana ortaklık net kârı TL2,68mlr oldu; bu tutar TL1,02mlr tahminimizle ve TL1,05mlr konsensüsle karşılaştırılıyor (TL156mn işlem kazancı hariç yaklaşık TL2,52mlr). Meram'ın tam konsolidasyonuyla standart tanımımıza göre FAVÖK, 2Ç26'daki TL287mn zararın ardından TL5,52mlr'a ulaştı. Kombine FAVÖK yıllık %30 düşüşle TL6,98mlr oldu; ancak 3Ç25 bazı yaklaşık TL5,8mlr nakit dışı gerçeğe uygun değer kazancı içeriyordu. 2027T için, Meram'ın tam yıl konsolidasyonu nedeniyle konsolide FAVÖK'te %76 artış, Cenal çıkışı nedeniyle kombine FAVÖK'te %5 düşüş öngörüyoruz; dağıtım ve perakende FAVÖK'ü yükseliyor.
- **Değerleme:** Meram'ı TL70,1mlr olarak değerliyoruz: 2027T sonu TL74,0mlr DVT üzerinden 1,3x firma değeri (FD)/DVT (%30 ağırlık), yatırım harcamalarının geri ödemesini içeren faaliyet geliri üzerinden 2,5x FD/faaliyet geliri (%30) ve 2027T sonu defter değeri üzerinden 1,0x (%40) çarpanlarını harmanlıyoruz; FD yöntemlerinden 2027T sonu TL16,1mlr düzeltilmiş net borç düşülüyor. %30 hedef iskonto portföy bileşimindeki değişimi yansıtıyor: şirketin kendi NAD hesaplamasında dağıtım ve perakendenin payı takas öncesi %39'dan %76'ya yükseliyor; bizim hedef NAD'ımızda Meram'ın payı ise %68. 1,3x çarpanı ayrıca dağıtım lisansının Ağustos 2036'da sona ermesinde kalan sermayenin geri kazanılacağını varsayıyor.
- **Nakde dönüşüm bir sonraki dönüm noktası:** 9A26 faaliyet nakit akışı TL14,69mlr; bu tutar satın alınan Meram bakiyelerini ve vergi zamanlamasını içeriyor; konsolide serbest nakit akışının 2026–28T boyunca negatif kalmasını bekliyoruz (2027T: -TL4,3mlr). FAVÖK, TFRS Yorum 12 (Hizmet İmtiyaz Anlaşmaları) kapsamında imtiyaz sözleşmesine ilişkin finansal alacağa tahakkuk eden nakit dışı finansal geliri içeriyor; nakit tarifeler yoluyla yatırım harcamalarının geri ödemesi olarak tahsil edildiğinden FAVÖK'ün nakde dönüşümü sınırlı kalıyor ve bu gelir serbest nakit akışına ayrıca eklenmiyor. Holding solo net nakdi Eylül sonunda TL3,3mlr olurken kombine net borç TL20,1mlr; bunun TL17,1mlr'si tarımda. Meram'ın TL6,11mlr segment net nakdi, borç benzeri kabul ettiğimiz TL9,8mlr müşteri güvence bedeli ve ertelenmiş tarife gelirine karşılık geliyor.
- **Riskler:** Başlıca riskler aleyhte düzenleyici değişiklikler, tahakkuk eden imtiyaz geliri ile nakit tahsilat arasındaki farkın açılması, TL değer kaybının yurt içi enflasyonu aşması ve tarımda borç azaltımının yavaşlaması. Tam sahiplik varlık kalitesini artırıyor; bu değerin hissedarlara ulaşma yolu Meram temettüleridir.

Tavsiye: **AL** önceki: AL

Hedef Fiyat: TL174 (önceki: TL153)

Hisse tavsiyeleri BIST-100 endeksine göre relatif getiriye göre belirlenmiştir. Hedef fiyat 12 aylık dönem için geçerlidir. ÜNLÜ&Co'nun ürünüdür.

Hisse verileri	
Hisse kodu	ALARK.IS
Sektör	Holdingler
Fiyat	TL 99.80
Piyasa değeri (TLm)	41,617
Şirket değeri (TLm)	56,621
Piyasa değeri (USDm)	823
Şirket değeri (USDm)	1,120
Günlük ortalama işlem değeri (USDm)	7.78
Halka açıklık (%)	34

BIST 100'e göre fiyat



BIST 100'e göre geçmiş performans (%)			
Performans	1A	3A	12A
Mutlak (%)	-1.5	-4.0	10.0
Endekse göre (%)	-0.1	26.9	9.2

Kaynak: Rasyonet, ÜNLÜ & Co

Göreli fiyat grafiği 24 Kasım 2026 tarihinde 10,966 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksine karşı performansı ölçer.

Araştırma Analisti
Koray Pamir

Şirket Güncellemesi

ARAŞTIRMA | CEEMEA/Türkiye

Değerleme çarpanları *	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
F/K (x)	2.5	13.3	n.m.	4.4	4.9	3.6
FD/FAVÖK (x)	n.m.	n.m.	n.m.	6.7	4.0	3.2
FD/satış (x)	1.9	4.6	5.9	1.0	0.5	0.4
Temettü verimi (%)	1.1	2.4	3.5	4.2	4.8	5.4

Oran analizi	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Özkaynak kârlılığı (ROE) (%)	22.1	3.3	-1.5	8.9	7.5	9.5
Yatırılan sermaye getirisi (YSG, FVÖK temelli) (%)	-1.1	-2.3	-2.3	4.3	7.8	10.1
Brüt marj (%)	8.3	4.3	2.0	21.5	18.5	19.6
FAVÖK marjı (%)	0.6	-13.4	-13.5	14.2	11.2	12.3
FVÖK marjı (%)	-4.4	-23.3	-29.9	10.0	8.6	10.2
Net kâr marjı (%)	79.9	28.1	-14.1	14.6	5.9	6.7
Net borç/FAVÖK (x)	-76.8	n.m.	n.m.	1.4	1.0	0.9
FAVÖK/Finansman gideri (net) (x)	n.m.	n.m.	n.m.	3.3	3.8	4.2

Kâr ve zarar (TLmn)	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net satışlar	**19,491**	**12,364**	**10,777**	**63,576**	**142,304**	**170,438**
Büyüme oranı (yıllık)	59%	-37%	-13%	490%	124%	20%
Brüt kâr	**1,617**	**528**	**217**	**13,654**	**26,262**	**33,335**
FAVÖK	**124**	**-1,660**	**-1,460**	**9,046**	**15,948**	**20,982**
Büyüme oranı (yıllık)	*-90%*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*76%*	*32%*
FVÖK	(857)	(2,876)	(3,220)	6,379	12,260	17,444
Büyüme oranı (yıllık)	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*92%*	*42%*
Diğer gelir/gider	24,846	13,097	6,731	10,868	5,315	5,868
Finansman geliri/gideri	(7,968)	(5,179)	(4,792)	(2,715)	(4,190)	(5,026)
Vergi öncesi kâr	16,020	5,042	(1,281)	14,532	13,385	18,286
Vergi	207	(1,022)	(669)	(5,186)	(4,777)	(6,525)
Efektif vergi oranı	*-1.3%*	*20.3%*	*-52.2%*	*35.7%*	*35.7%*	*35.7%*
Kontrol gücü olmayan paylar	(662)	(546)	430	(48)	(263)	(359)
Net kâr	**15,565**	**3,474**	**-1,521**	**9,299**	**8,346**	**11,401**
Büyüme oranı (yıllık)	*-7%*	*-78%*	*n.m.*	*n.m.*	*-10%*	*37%*
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (mn)	435	435	435	413	413	413
Hisse başı net kâr (TL)	35.78	7.99	-3.50	22.52	20.21	27.62
Hisse başı temettü (TL)	0.97	2.60	3.06	4.15	4.79	5.43
Temettü ödeme oranı	*2.7%*	*32.6%*	*-87.5%*	*18.4%*	*23.7%*	*19.7%*

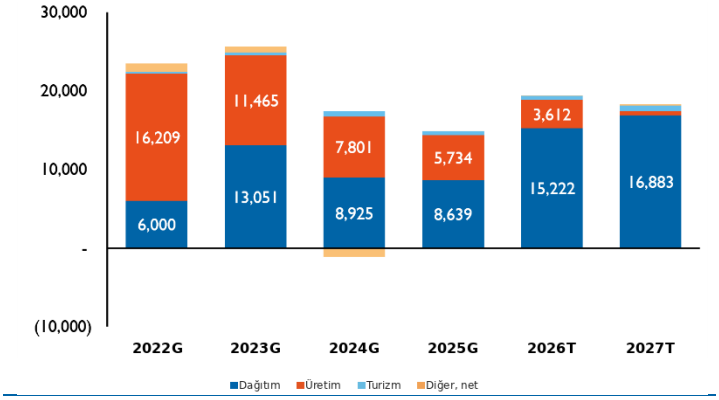
Nakit akışı (TLmn) *	2025G	2026T	2027T	2028T
FVÖK	(3,220)	6,379	12,260	17,444
Amortisman ve itfa giderleri	1,760	2,667	3,688	3,538
İşletme sermayesindeki değişim	(1,692)	(3,706)	0	0
Ödenen vergiler	(669)	(5,186)	(4,777)	(6,525)
Toplam yatırım harcaması	(16,867)	(11,925)	(15,501)	(17,554)
Yatırım harcamaları/FAVÖK (%)	*n.m.*	*131.8%*	*97.2%*	*83.7%*
Serbest nakit akışı	**(20,688)**	**(11,771)**	**(4,330)**	**(3,098)**
Serbest nakit akışı verimi	-54%	-29%	-11%	-8%
Ödenen temettüler	(1,131)	(1,330)	(1,714)	(1,976)
Temettü verimi	*3%*	*3%*	*4%*	*5%*
Temettü sonrası serbest nakit akışı	**(21,819)**	**(13,101)**	**(6,044)**	**(5,074)**
Net nakitte değişim	**(14,575)**	**5,495**	**(3,604)**	**(2,780)**

Bilanço (TLmn)	2025G	2026T	2027T	2028T
Nakit	16,591	25,703	22,099	19,319
Dönen varlıklar	27,144	57,016	53,412	50,632
Maddi duran varlıklar	36,884	44,193	41,363	38,813
Maddi olmayan duran varlıklar	1,900	7,266	7,266	7,266
Duran varlıklar	129,016	127,620	138,118	150,682
Toplam Varlıklar	**156,159**	**184,635**	**191,530**	**201,313**
Kısa vadeli yükümlülükler	32,990	51,867	51,867	51,867
Uzun vadeli yükümlülükler	23,212	24,317	24,317	24,317
Özkaynaklar	99,957	108,451	115,345	125,129
Toplam Kaynaklar	**156,159**	**184,635**	**191,530**	**201,313**
Net işletme sermayesi (TFRS Yorum 12 dahil)	3,023	56,471	71,114	87,680
Net nakit (borç)	(18,012)	(12,517)	(16,121)	(18,901)

*Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri. *2026T–28T için TL99,80 (24 Kasım 2026; piyasa değeri TL41,2mlr); 2023G–25G yıl sonu fiyatlarıyla.*
412,9mn hisse (geri alınmış paylar hariç). FD = piyasa değeri + konsolide net borç + kontrol gücü olmayan paylar. FAVÖK = FVÖK + amortisman ve itfa giderleri. YSG = yatırılan sermaye getirisi (ROIC). ROE = net kâr / ortalama toplam özkaynak (kontrol gücü olmayan paylar dahil).
2026T F/K, TL4,9mlr tutarındaki işletme birleşmesi kazancı hariç tutulduğunda 9,4x'tir. NAD bazında 2027T FD/FAVÖK 4,5x'tir.
2026T net nakitteki değişim (TL5,5mlr), Meram'ın konsolidasyonu nedeniyle temettü sonrası serbest nakit akışını (-TL13,1mlr) aşıyor; fark faaliyetlerden yaratılan nakit değil, kapsam değişikliğidir. Ödenen temettüler nakit bazında, ödendikleri yılda gösterilir: yönetimin belirttiği USD30mn'lik yıllık hissedar temettüsünün (yaklaşık TL1,7mlr) 2Ç27'de ödenmesini varsayıyoruz; tutar yönetim kurulu kararı değildir.

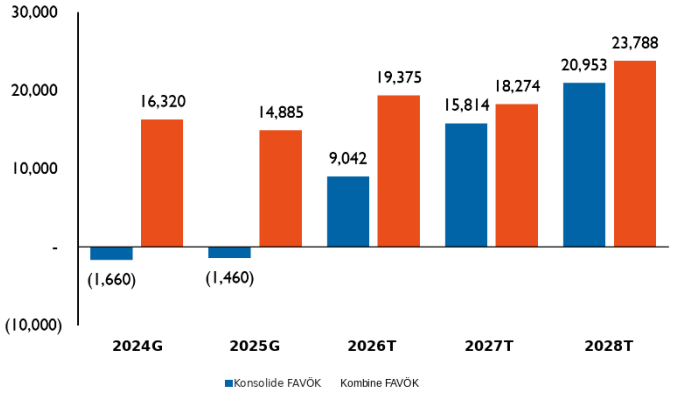
Öne Çıkan Grafikler

Grafik 1: Segmentler bazında kombine FAVÖK (TLmn)



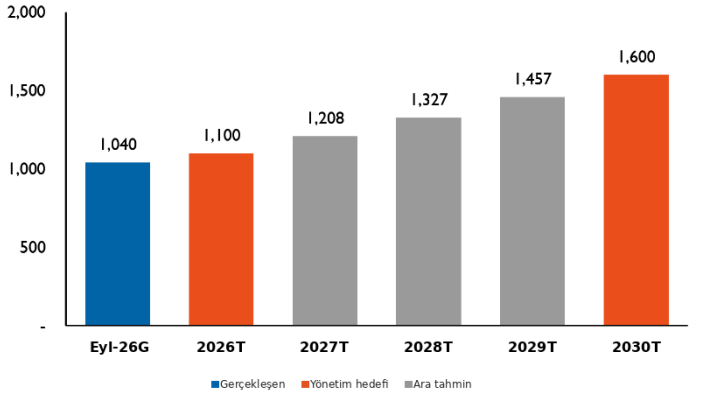
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri.

Grafik 2: Konsolide ve kombine FAVÖK karşılaştırması (TLmn)



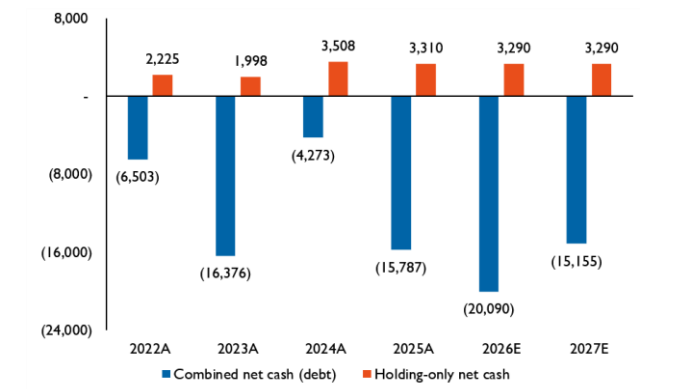
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri. Konsolide FAVÖK ÜNLÜ & Co standart tanımına, kombine FAVÖK eliminasyon sonrası sahiplik oranlarına göre hesaplanmıştır. 2024G–25G TMS 29'a göre düzeltilmiş, tahminler nominaldir.

Grafik 3: Meram DVT (USDmn)



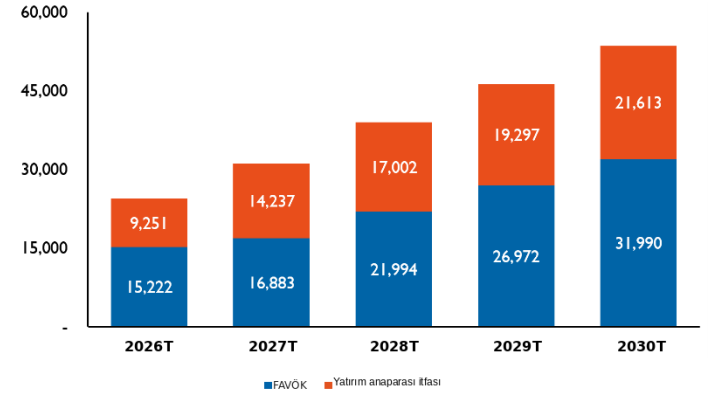
Kaynak: Şirket verileri (2026T ve 2030T yönetim beklentileri), ÜNLÜ & Co'nun 2027T–29T için yıllık %9,8 sabit büyüme oranıyla enterpolasyonu (2027T sonu USD1,21mlr; değerlememizde kullanılan yol, modelimizin regülasyon bazlı DVT büyümesi USD1,30mlr ile daha yüksek).

Grafik 4: Kombine net borç ve holding solo net nakdi (TLmn; 2027T)



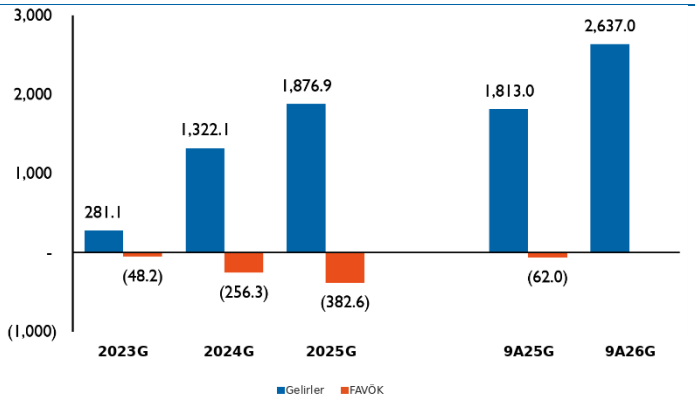
Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri. 2026T kombine net borcu, 30 Eylül 2026 açıklamasının yıl sonunda sabit tutulmasıyla hesaplandı; 2027T'de Meram net nakdi yönetim beklentilerine göre öngörülmüştür. Holding solo net nakdi 2026T için 30 Eylül 2026 bakiyesinde sabittir.

Grafik 5: Dağıtım ve perakende FAVÖK'ü ile yatırım harcamalarının geri ödemesi



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co tahminleri. Dağıtım ve perakende, Alarko'nun payı üzerinden gösterilmiştir: 2026T, 1Y26'da %50 ve sonrasında %100 sahipliği yansıtır; yatırım harcamalarının geri ödemesi tarifeler yoluyla tahsil edilen nakittir. FAVÖK, Enerjisa sunumuyla tutarlı olarak TFRS Yorum 12 finansal gelirini içerir.

Grafik 6: Tarım gelirleri ve FAVÖK (TLmn)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. Yıllık rakamlar tarihsel bazda, 9A rakamları 30 Eylül 2026 satın alma gücüne göre (TMS 29); doğrudan karşılaştırılamaz.

Elektrik dağıtım ve perakende

2026–2030 tarife uygulama dönemi, DVT'ye kabul edilen şebeke yatırımlarının getirisini artırıyor: Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) vergi öncesi reel makul getiri oranını %13,11'den %14,46'ya; karşılaştırılabilir yıl ortası yönteminde ise %12,30'dan %13,49'a çıkardı. Bu iki oran alternatif hesaplama yöntemleridir, toplanamaz. Uygun yatırımların ana parası tarifeler üzerinden on yılda geri ödenmeye devam ediyor. Daha yüksek makul getiri oranı, DVT'ye kabul edilen yatırımlar açısından Meram için olumlu. Perakende satış hizmetine ilişkin %2,38 net kâr marjı parametresi 2026–2030 için değişmedi.

Makul getiri satılan elektriğe değil, sermayeye uygulanıyor: Meram'ın dağıtım şirketi MEDAŞ, DVT'ye kabul edilen sermaye üzerinden getiri, yatırım harcamalarının geri ödemesi ve işletme giderleri için tanınan gelir elde ediyor; kayıp-kaçak, kalite ve gelir tavanı düzeltmeleri de uygulanıyor. DVT getirisi henüz geri kazanılmamış sermayenin karşılığı, yatırım harcamalarının geri ödemesi ise bu sermayenin tarifeler yoluyla geri kazanılmasıdır. Perakende tedarik şirketi MEPAŞ ve diğer tedarik faaliyetleri ise elektrik alım maliyeti, dengeleme, tahsil edilemeyen alacaklar ve müşteri karmasından etkileniyor. Dolayısıyla dağıtım kârlılığı, tarifeler veya dağıtılan hacimden çok DVT'ye kabul edilen varlık tabanını izliyor; Meram kâr tahminlerimiz ve değerlememiz de buna dayanıyor. Sabit Ekim 2025 fiyatlarıyla Meram'ın DVT'si 2020'de TL14,8mlr iken 2025'te TL32,4mlr'a yükselmiş, yani reel %119 büyümüştür.

Grafik 7: 2026–2030 regülasyon çerçevesi ve değerlemeye etkileri

Değişken	Düzenleyici çerçeve	Meram açısından etkisi
Dağıtım getirisi	%14,46 reel vergi öncesi (önceki %13,11); yıl ortası bazında %13,49 (önceki %12,30)	Uygun DVT üzerinden kazanılır; yıl ortası ve mevzuatta tanımlı getiriler alternatiftir
Yatırımın geri kazanımı	10 yıl; değişmedi	Sermaye getirisi ve yatırım harcamalarının geri ödemesi ayrı kazanç kalemleridir
Yatırım tavanı	Sektör tavanı, önceki dönemin reel olarak yaklaşık 1,5 katı	Sektör düzeyinde tavan; Meram'ın kendi tahsisi önceki dönemin 2,3 katı (yönetim)
Kayıp-kaçak / kalite	Hedefe bağlı teşvik veya ceza	Olası ilave getiri; tahminlerimize dahil değil
Perakende regüle marjı	%2,38 parametre; değişmedi	Regülasyon formülü girdisi; toplam fatura üzerinden marj değil
2027 SKTT tüketim limiti	4.000'den 3.000 kWh/yıla düşüyor	Perakende fırsatı; otomatik ek marj yok

Kaynak: EPDK 14013, 14048 ve 15005 sayılı kararlar; şirket verileri. Yıl ortası ve mevzuatta tanımlı getiriler alternatif zamanlama yöntemleridir.

Sermayenin DVT'ye kabulü ve tarife tahsilatı nakde dönüşümü belirliyor: Süreç, nakden ödenen yatırım harcaması, yatırımın enflasyona endeksli DVT'ye kabulü, ortalama DVT üzerinden getiri ve planlanan yatırım harcamalarının geri ödemesinden oluşuyor. Onaylanan sektör yatırım tavanı da nominal DVT büyümesi de tek başına yeni reel sermayeyi göstermez. Büyüyen şebekede yatırım ödemeleri DVT'ye kabul ve nakit geri kazanımından önce gerçekleştiğinden kısa vadeli finansman ihtiyacını yatırımın, gelir tavanı düzeltmelerinin, nakit verginin ve finansman maliyetlerinin zamanlaması belirliyor.

Kayıp-kaçak oranı ve hizmet sürekliliği operasyonel fırsat alanları: MEDAŞ'ın 2024 kayıp-kaçak oranı %5,71 ile EPDK'nın %6,74 hedef oranının 1,03 puan altında gerçekleşti. Dağıtım şirketleri derneği ELDER, aynı yıl müşteri başına 951,8 dakika kesinti bildirdi. Tahminlerimize kayıp-kaçak veya kalite teşviki dahil etmiyoruz; bu nedenle 2026–2030 hedeflerine karşı devam eden üstün performans ilave yukarı yönlü potansiyel yaratabilir. Yönetim, Meram'ın 2026–2030 yatırım tahsisinin önceki düzenleme dönemine göre 2,3 kat olduğunu belirtiyor; bu şirkete özgü bir tahsistir ve EPDK'nın sektör genelinde reel bazda önceki dönemin yaklaşık 1,5 katı olan yatırım tavanıyla doğrudan karşılaştırılamaz. DVT'ye kabul edildikçe daha yüksek tahsis, dönem boyunca DVT büyümesinin ve tekrarlayan regüle kârın ana belirleyicisidir.

Perakende ilave fırsat sunuyor: EPDK'nın %2,38 regüle net kâr marjı parametresi, dağıtım bedelleri ve vergileri içeren toplam faturaya değil, ilgili elektrik tedarik maliyeti tabanına uygulanıyor. Mesken abone grubu için son kaynak tedarik tarifesi (SKTT) kapsamındaki yıllık tüketim limiti 2026'daki 4.000 kWh'den 2027'de 3.000 kWh'ye iniyor. EPDK ülke genelinde yaklaşık 6,5 milyon hanenin kapsama girmesini bekliyor; bu, MEPAŞ'a özgü yeni müşteri sayısı değil, ulusal potansiyel müşteri tabanı. Meram'a katkı, MWh başına net tedarik ve dengeleme katkısına, müşteri sadakatinin korunmasına, tahsilat kayıplarına ve işletme sermayesine bağlı.

Meram elektrik dağıtım ve perakende

Geniş bir regüle şebekede tam sahiplik: Alarko, Cenal'deki payı ve Meram'daki önceki dolaylı %50 payını nakit bedel ödemeden tam sahiplikle takas ederek 30 Haziran 2026'da Meram'ın kontrolünü aldı. MEDAŞ, Konya, Karaman, Aksaray, Niğde, Nevşehir ve Kırşehir'de, Türkiye yüzölçümünün yaklaşık onda birine karşılık gelen 76.932 km² alanda faaliyet gösteriyor. Şebeke 2025'te 135.011 km hat ve 71.975 transformatör üzerinden 12,9 TWh elektrik dağıtarak yaklaşık 2,51 milyon dağıtım abonesine hizmet verdi. MEPAŞ'ın 9A26 perakende müşteri sayısı yaklaşık 2,3 milyon; iki gösterge farklı müşteri kapsamlarını ifade ediyor.

Grafik 8: Meram operasyonel ve finansal görünüm

Gösterge	Son açıklanan	Değerleme açısından önemi
Ortaklık yapısı	30 Haziran 2026'dan itibaren %100	İlk tam kontrol çeyreği: 3Ç26
Şebeke bölgesi	Altı il; 76.932 km²	Geniş kırsal alan, sulama kaynaklı talep zirveleri
Şebekeden dağıtılan enerji	2025'te 12,9 TWh	Regüle FAVÖK için doğrudan gösterge değil
Dağıtım abone sayısı	2025'te 2,509mn	MEPAŞ perakende müşterilerinden farklı
Düzenlemeye tabi varlık tabanı	USD1,04mlr, Eyl 2026	Raporlanan baz: kurla yaklaşık TL50,87mlr; yönetimin TL52mlr üzeri göstergesi mutabık değil
Yıllık yatırım hedefi	USD400mn üzeri	DVT büyümesini ve regüle getiriyi belirler
2030 DVT hedefi	Yaklaşık USD1,6mlr	Yönetim beklentisi; bizim 2030T tahminimiz değil
MEDAŞ lisans bitişi	Ağustos 2036 (şirket sunumu)	Yenileme / kalan değerin geri kazanım koşulları doğrulanmadı

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. TL50,87mlr, şirketin 30 Eylül 2026 kuru olan TL48,9131/USD üzerinden çevrilen USD1,04mlr tutarıdır. Müşteri sayıları farklı kapsamları ifade ediyor.

2026 işlemi nakit bedelsiz konsolidasyon kapsamı değişikliği yarattı: İşletme birleşmesi dipnotunda Almeram'ın tamamının gerçeğe uygun değeri TL64,60mlr, tanımlanabilir net varlıkları TL64,48mlr olarak belirlendi; geçici şerefiye TL129mn. Daha önce elde tutulan %50 payın gerçeğe uygun değerle yeniden ölçümü TL64mn kazanç yarattı. Bunlar TFRS 3 kapsamında geçici olarak muhasebeleştirilen tutarlardır; satın alma bedelinin dağıtımı, edinme tarihi olan 30 Haziran 2026'dan itibaren en fazla on iki ay süren ölçme dönemi içinde kesinleşecek. Eylül konsolide finansallarında Meram'ın %100'ü zaten bulunduğundan NAD hesabımıza ayrıca eklemiyoruz.

Çeyreklik FAVÖK, gerçeğe uygun değer etkileriyle birlikte değerlendirilmeli: Alarko'nun iştirak payıyla ağırlıklandırılmış kombine bazında dağıtım ve perakende FAVÖK'ü 3Ç26'da TL5,42mlr, 3Ç25'te TL7,09mlr oldu; baz dönemde şirketin sahipliği yalnızca %50'ydi. Karşılaştırmada baz yılın tek seferlik gerçeğe uygun değer kazançları belirleyici: 3Ç25'te yaklaşık TL5,8mlr, 3Ç26'da TL0,97mlr. Üçüncü çeyrek kârını veya yıllık FAVÖK değişimini yıllıklandırmıyoruz. TL8,94mlr faaliyet gelirleri, TL5,42mlr FAVÖK ile TL3,52mlr yatırım harcamalarının geri ödemesinin toplamı. Şirket tanımlı 9A26 FAVÖK'ü TL13,45mlr ve faaliyet gelirleri TL20,92mlr, 1Y26'yı %100 sahiplikle yansıtıyor; raporlanan 9A26 kombine FAVÖK ise TL11,92mlr.

Raporlanan üç tutar farklı kavramları ölçüyor: Eylül sonunda düzenlemeye tabi varlık tabanı USD1,04mlr; şirketin 30 Eylül kuru TL48,9131/USD üzerinden yaklaşık TL50,87mlr'a karşılık geliyor. Bu, USD varlık değil, TL cinsinden ve enflasyona endeksli bir regülasyon ölçüsü. Konsolide bilançoda TFRS Yorum 12 kapsamında imtiyaz sözleşmesine ilişkin finansal alacak TL45,99mlr; TL64,60mlr ise Meram özkaynağının tamamına ilişkin edinme tarihindeki geçici gerçeğe uygun değer.

3Ç26 imtiyaz geliri büyük ölçüde enflasyon düzeltmesiyle dengelendi: İmtiyaz sözleşmesine ilişkin finansal alacak edinme tarihinde TL44,34mlr iken 30 Eylül'de TL45,99mlr'a yükseldi. Tamamlanan yatırımlar TL6,83mlr, kaydedilen faiz TL2,74mlr katkı yaptı; tarife üzerinden itfa TL5,57mlr, TMS 29 enflasyon düzeltmesi TL2,34mlr azalttı. TL6,83mlr kayda alınan yatırım muhasebesel bir ölçüdür; nakden ödenen yatırım harcaması ve DVT'ye kabul edilen yatırım tutarlarıyla aynı değildir.

Meram'ın TL6,11mlr net nakdi müşteri ve tarife yükümlülükleri taşıyor: Eylül sonunda dağıtım segmentinde TL6,11mlr kombine net nakit bulunmakla birlikte MEDAŞ'ın TL5,10mlr iade edilebilir müşteri güvence bedeli ve TL4,68mlr tarife gelir tavanı düzeltmesine bağlı ertelenmiş geliri var. Değerlememizde iki kalemin tamamını muhafazakâr bir düzeltme olarak borç benzeri kabul ediyoruz; bu, TL3,67mlr düzeltilmiş net borç anlamına geliyor.

Tarım

Tarım, NAD'ın ikincil bileşeni olmaya devam ediyor: Alarko'nun tarım grubu, teknolojik seracılık, tohum, gübre ve gıdaya yönelik üretim yatırımlarıyla 2023 başında faaliyete geçti. Şirket, jeotermal ısıtmalı seracılıkta dünyanın önde gelen kurumsal yatırımcılarından biri olmayı hedefliyor. Tarımı uzun vadede potansiyel taşıyan bir yatırım olarak görüyoruz; ancak kapasite artışı ilk planlanandan daha uzun sürüyor ve daha fazla finansman gerektiriyor.

Tarımda üretim altyapısı oluştu: Alsera, Aralık 2025 itibarıyla Türkiye'de faal 1.062 dekar ve Kazakistan'da ilk fazda 400 dekar üretim alanıyla Türkiye'nin en büyük modern sera üreticisi. Palmira Agro'nun Çankırı'daki USD20mn yatırımlı mikrogranül gübre tesisinin yıllık kapasitesi 12.000 ton; ihracata yönelik CE belgelendirmesi tamamlandı. Genseed'in yaklaşık 3.600 domates ve 552 biber ıslah hattı, Eskişehir ve Antalya'da 200 dekar ıslah serası var.

3Ç26, FAVÖK'ün belirgin biçimde pozitife döndüğü ilk çeyrek oldu: Kombine gelir yıllık %21 artışla TL700mn'a yükselirken FAVÖK, 3Ç25'teki TL104mn ve 2Ç26'daki TL158mn zarardan TL223mn'a çıktı. Yönetim iyileşmeyi daha sıkı maliyet kontrolü, üretim süreçlerinin standardizasyonu, kalite sertifikasyonu ve daha yüksek katma değerli ürünlere geçişe bağlıyor. 9A26'da TL2,64mlr gelirle (+%45 yıllık) FAVÖK başabaşa ulaştı; üçüncü çeyrek ilk yarı zararlarını telafi etti. Şirket, daha yüksek ürün fiyatlarıyla 4Ç'de daha güçlü bir sonuç bekliyor.

Grafik 9: Tarım temel finansalları (TLmn)

Kombine baz *	**3Ç25**	**3Ç26**	**9A25**	**9A26**
Gelirler	578	700	1.813	2.637
FAVÖK	(104)	223	(62)	0
FAVÖK marjı (%)	-18,0%	31,9%	-3,4%	0,0%
Net kâr	(638)	(126)	(1.708)	787
Net borç (dönem sonu)	14.552	17.141	14.552	17.141
Konsolide segment notu **				
Net finansman gideri	a.d.	a.d.	(6.376)	(5.038)
Net parasal pozisyon kazancı (TMS 29)	a.d.	a.d.	2.231	4.029
Net kâr	a.d.	a.d.	(3.318)	(1.561)

*Kaynak: Şirket verileri (3Ç26 finansal özeti; 30 Eylül 2026 ara dönem konsolide finansalları, Not 4). Rakamlar 30 Eylül 2026 satın alma gücüne göre (TMS 29). * Eliminasyon sonrası Alarko'nun ortak girişim payı. ** Grup içi eliminasyonlar öncesi; çeyreklik kırılım açıklanmadı.*

Borç azaltımı bir sonraki aşama: Tarımın kombine net borcu Eylül 2026 sonunda TL17,1mlr'a ulaştı; bir yıl önce TL14,6mlr'dı ve grup kombine net borcu TL20,1mlr'ın %85'ini oluşturuyor. Konsolide finansalların segment notunda 9A26 net finansman gideri TL5,04mlr ile segment dış gelirinin yaklaşık iki katı. TMS 29 kaynaklı TL4,03mlr net parasal pozisyon kazancı finansman giderinin büyük kısmını dengeledi, ancak net parasal yükümlülüklerin yüksek enflasyon altında taşınmasını yansıttığı için nakit değil. Grup içi eliminasyonlar öncesinde net zarar 9A25'teki TL3,32mlr'dan TL1,56mlr'a gerilediği; şirketin eliminasyon sonrası kombine bazında ise tarım 9A26'da TL787mn net kâr açıkladı (9A25: TL1,71mlr zarar). Yönetim, tarım borcunun kademeli gerilemesini bekliyor; borç azaltımının yolu kalıcı FAVÖK artışından geçiyor.

Yeniden fiyatlama katalistleri: Tarımın yatırım tezinde yeniden öne çıkması için pozitif FAVÖK'ün 2027 sezonu boyunca korunması ve segment net borcunun TL17,1mlr'dan gerilemeye başlaması gerekiyor. Hedef NAD içindeki %2,0 (TL2,0mlr) payı nedeniyle tarımın toplam yatırım tezine etkisi sınırlı.

Riskler

Başlıca yukarı yönlü riskler; DVT'nin öngörülenden daha hızlı büyümesi, Meram'ın finansal borçlarını geri ödemesinin ardından nakit dağıtımının beklenenden erken başlaması, tarımda kalıcı toparlanma ve Alarko Capital'in yurt dışı yatırımlarının nakde çevrilmesidir. Başlıca aşağı yönlü riskler; 2026–2030 tarife uygulama dönemi parametrelerinde aleyhte değişiklikler, tahakkuk eden imtiyaz geliri ile nakit tahsilat arasında açılan fark, TL değer kaybının yurt içi enflasyonu aşarak USD bazlı DVT ve FAVÖK hedeflerini ve değerlememizi aşındırması, tarım ve taahhütte projelerin hayata geçirilmesinde gecikmeler ve borç azaltımının beklenenden yavaş ilerlemesi, imtiyaz ve enflasyon muhasebesinden kaynaklanan çeyreklik kâr oynaklığının sürmesi ve Alarko Carrier'daki yeniden yapılanma maliyetleridir.

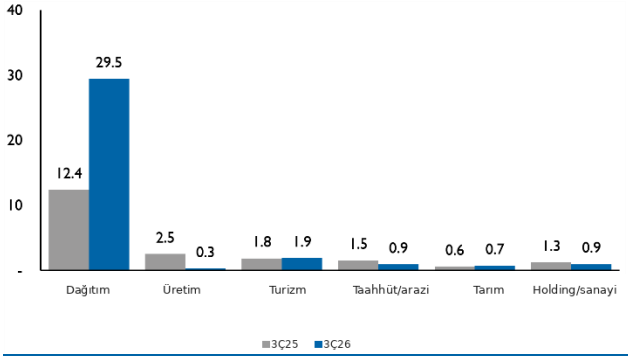
3Ç26 Sonuç Değerlendirmesi

Alarko Holding 3Ç26'da TL2,68mlr ana ortaklık net kârı açıkladı (yıllık -%37, çeyreklik -%40; konsensüs TL1,05mlr, ÜNLÜ tahmini TL1,02mlr); gerçekleşme iki tahminin de iki katından fazla. Haziran yeniden yapılanmasının ardından Meram dağıtım ve perakendesinin ilk tam konsolidasyonu ile gelirler TL33,18mlr'a (yıllık +%733, çeyreklik +%835), standart tanımımıza göre FAVÖK TL5,52mlr'a (yıllık +%606) yükseldi; 2Ç26 FAVÖK'ü TL287mn zarardı. 3Ç25 karşılaştırma tabanı model çeyrek bazındadır (hasılat TL3,98mlr); şirketin raporladığı 30 Eylül 2026 satın alma gücü bazında (TL2,36mlr) hasılat artışı yıllık +%1.306 olurdu. Yeni konsolidasyon kapsamı karşılaştırma bazını değiştiriyor: Şirket tanımlı kombine FAVÖK yıllık %30 düşüşle TL6,98mlr oldu; bu büyük ölçüde Meram'ın 3Ç25'te regüle finansal varlıklarda kaydettiği yaklaşık TL5,8mlr nakit dışı gerçeğe uygun değer kazançlarından ve kapsam değişiminden kaynaklandı. Kombine net borç 2Ç26'daki TL21,0mlr'dan TL20,1mlr'a gerilerken tarım yeniden pozitif FAVÖK'e geçti. Sonuçları olumlu değerlendiriyoruz; Meram takası yatırım tezinin yönünü teyit ediyor. Başlıca gelişmeler:

Konsolide FAVÖK yeni kapsamla pozitife döndü: Standart tanımımıza göre FAVÖK 3Ç25'te TL782mn, 2Ç26'da TL287mn zarara karşılık TL5,52mlr'a ulaştı. Marj %16,6 (yıllık -3,0 puan, çeyreklik +24,7 puan). Raporlanan faaliyet kârı 3Ç25'teki TL680mn'dan TL7,93mlr'a yükseldi. Şirketin kendi konsolide FAVÖK hesabı TL8,80mlr; TL3,28mlr farkın büyük bölümü, dağıtım imtiyaz sözleşmesine ilişkin finansal alacaklardan TL2,74mlr faiz gelirini de içeren TL3,34mlr net diğer faaliyet gelirlerinden kaynaklanıyor. Karşılaştırılabilirlik için standart tanımımızı koruyoruz. Artış, değerlememizin esas aldığı yeni konsolidasyon kapsamını yansıtıyor.

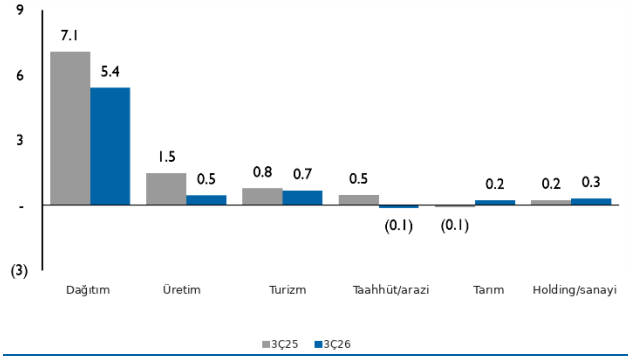
Nakit dışı karşılaştırma etkisiyle kombine FAVÖK yıllık geriledi: Alarko'nun eliminasyon sonrası iştirak paylarını da içeren şirket tanımlı kombine bazda gelir, dağıtım ve perakendedeki sahiplik artışıyla yıllık %70 yükselerek TL34,20mlr'a çıktı. FAVÖK TL9,97mlr'dan TL6,98mlr'a (%30 düşüş), marj 29,2 puan gerileyerek %20,4'e indi; ancak 2Ç26'nın enflasyona göre düzeltilmiş TL3,12mlr düzeyine kıyasla çeyreklik %123 arttı. 9A26 kombine gelir %40 artışla TL68,28mlr, FAVÖK yaklaşık yatay seyirle TL15,36mlr ve marj %22,5 (yıllık -9,0 puan) oldu. Yıllık gerileme esas olarak önceki yılın gerçeğe uygun değer kazançları ve konsolidasyon kapsamı değişiminden kaynaklanıyor (bkz. Telekonferans Notları); temel operasyonel performanstaki düşüşü yansıtmıyor.

Grafik 10: Segment bazında kombine gelir, 3Ç26 ve 3Ç25 (TLmlr)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. Şirket tanımlı kombine baz; 3Ç25 Meram'ın %50'sini, 3Ç26 %100'ünü yansıtır.

Grafik 11: Segment bazında kombine FAVÖK, 3Ç26 ve 3Ç25 (TLmlr)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co. 3Ç25 dağıtım FAVÖK'ü Meram'ın yaklaşık TL5,8mlr gerçeğe uygun değer kazancı içerir (3Ç26: TL972mn).

Grubun ana kâr kaynağı artık dağıtım ve perakende: Enerjinin kombine gelirdeki payı 3Ç25'te %74 iken %87'ye çıktı. Dağıtım ve perakende gelirleri tam sahiplik, 2026–2030 regülasyon parametreleri kapsamındaki tarife ayarlamaları ve mevsimsel tarımsal sulama talebinin desteğiyle yıllık %138 artarak TL29,47mlr'a yükseldi. Segment FAVÖK'ü yıllık %24 düşüşle TL5,42mlr'a indi; marj önceki %57,1'e karşılık %18,4. Karşılaştırma sahiplik değişimi ve önceki yılın gerçeğe uygun değer kazançlarından etkileniyor. TL3,52mlr yatırım harcamalarının geri ödemesi eklendiğinde şirketin faaliyet gelirleri TL8,94mlr'a ulaştı. Segment net kârı TL2,69mlr net parasal pozisyon kaybına rağmen yıllık %47 artışla TL3,35mlr oldu. DVT Eylül sonunda USD1,04mlr'a ulaştı.

Net kâr sürprizi işlem kazancından kaynaklanmadı: TL2,68mlr ana ortaklık net kârı ÜNLÜ/konsensüs tahminleri olan TL1,02mlr/TL1,05mlr ile karşılaştırılıyor.

Çeyreklik düşüş, enflasyon düzeltmesi öncesi 2Ç26'da kaydedilen tek seferlik TL4,49mlr yeniden yapılanma kazancını yansıtıyor. 3Ç26'da TL7,93mlr faaliyet kârını; özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlardan TL272mn zarar, TL672mn net finansman gideri, TL2,24mlr TMS 29 net parasal pozisyon kaybı ve TL2,15mlr vergi gideri (TL3,05mlr cari vergi, kısmen TL899mn ertelenmiş vergi geliriyle dengelendi) sınırladı. Yatırım gelirleri enerji birleşmesinden ilave TL156mn kazanç içeriyor; vergi etkileri öncesinde bu kalem hariç net kâr yaklaşık TL2,52mlr ile iki tahminin de üzerinde. Dokuz aylık tutar tek seferlik kazançlar içeriyor: TL7,28mlr 9A26 ana ortaklık net kârının TL4,90mlr'ı işletme birleşmesi kazançları; buna daha önce elde tutulan %50 payın yeniden ölçümünden TL64mn da dahil. TL9,3mlr 2026T net kâr tahminimiz üzerindeki 4,4x F/K, sürdürülebilir kâr üzerinden hesaplanacak çarpandan düşük; 9A26'daki TL4,90mlr birleşme kazancının tamamı hariç tutulduğunda çarpan 9,4x.

Cenal çıkışı sonrası üretim küçüldü, hidroelektrik güçlendi: Şirket tanımlı üretim FAVÖK'ü başlıca Cenal'in portföyden çıkması nedeniyle yıllık %70 düşüşle TL452mn oldu. Cenal hariç üretim, hidroelektrikteki artışla yıllık %146 büyüdü. Karakuz HES 3Ç25'te 6 MWh'ye karşılık 48.300 MWh, Gönen HES 11.460 MWh (+%169 yıllık) üretti; güneş üretimi %7 gerileyerek 29.983 MWh oldu. Ortalama satış fiyatı 2Ç26'daki TL1.096/MWh ve USD24/MWh'den TL2.854/MWh ve USD60/MWh'ye toparlandı; yıllık bazda ise TL'de %2, USD'de %16 geride. Grubun üretim şirketi ALTEK'in FAVÖK'ü 3Ç25'teki TL46mn zarardan TL436mn'a çıktı. Üretim artık daha küçük ancak iyileşen bir katkı sağlıyor.

Tarım pozitif FAVÖK'e döndü: Tarım gelirleri yıllık %21 artarak TL700mn'a yükseldi; maliyet disiplini ve üretim verimliliği sayesinde FAVÖK 3Ç25'teki TL104mn ve 2Ç26'daki TL158mn zarardan TL223mn'a çıktı. Segment, önceki yılın TL638mn zararına karşılık TL126mn net zarar açıkladı; şirket ürün fiyatlarının artmasıyla 4Ç'de daha güçlü sonuç bekliyor. Turizm gelirleri yıllık yaklaşık yatay (+%1) seyirle TL1,86mlr, FAVÖK %11 düşüşle TL694mn, net kâr TL627mn oldu (3Ç25: TL619mn). Taahhüt, 3Ç25'teki TL189mn FAVÖK ve TL212mn net kârdan TL85mn FAVÖK zararı ve TL220mn net zarara döndü. Arazi geliştirme TL302mn net zarar açıkladı (3Ç25: TL147mn kâr); sanayi ise TL10mn FAVÖK zararı ve TL155mn net zarar kaydetti. Enerji dışında en belirgin iyileşme tarımda.

Kombine net borç geriledi: Holding solo net nakdi 2Ç26'daki TL3,1mlr'dan TL3,3mlr'a yükselirken kombine net borç, ilgili raporlama bazlarında TL21,0mlr'dan TL20,1mlr'a indi. Konsolide nakit ve kısa vadeli finansal yatırımlar TL26,92mlr, brüt borçlanmalar TL41,92mlr olduğundan konsolide net borç TL15,0mlr. 9A26 faaliyet nakit akışı 9A25'teki yaklaşık TL1,7mlr'dan (çeyreklik veri sağlayıcı rakamlarının toplamı) TL14,69mlr'a çıktı. TL14,02mlr yatırım ilavesinin TL8,39mlr'ı 30 Haziran 2026'da Meram'la edinilen nakit dışı varlıklardan oluşuyor; organik ilaveler yaklaşık TL5,64mlr (hesabımız). Nakit akış tablosu Meram'ın bilançoya getirdiği TL10,46mlr nakit için ayrı bir satır içermiyor. Diğer işletme sermayesi kalemlerinden TL55,3mlr giriş, edinilen imtiyaz sözleşmesine ilişkin finansal alacağı da içeren ticari alacaklardaki TL54,2mlr artışa yakın; edinilen bakiyelerin faaliyet nakit akışına yansıdığını düşünüyoruz. Faaliyet nakit akışı vergi ödeme zamanlamasından ve ertelenmiş gelirde TL5,27mlr artıştan da yararlandı. Kombine net borç yıllık bazda TL17,8mlr'dan arttı: arazi geliştirmenin net borcu TL2,3mlr'dan TL8,1mlr'a yükselirken taahhüdün net borcu TL14,0mlr'dan TL11,3mlr'a indi.

Telekonferans Notları

Yönetim, Meram için 2027–30 döneminde yaklaşık USD350mn yıllık ortalama FAVÖK bekliyor ve kalan finansal borçların ödenmesinin ardından önümüzdeki dört yılda en az USD400mn nakit birikimi öngörüyor. Daha ayrıntılı segment raporlaması ve 2027 beklentilerinin bir sonraki sonuç telekonferansında paylaşılması planlanıyor. Öne çıkan noktalar şöyle:

Meram'ın DVT'si USD1mlr'ı aştı: Düzenlemeye tabi varlık tabanı Eylül sonunda TL52mlr'ı ve USD1mlr'ı aşarak Haziran sonundaki yaklaşık USD864mn'dan yükseldi. Yönetim 2026 sonu yaklaşık USD1,1mlr, 2030 sonu yaklaşık USD1,6mlr DVT bekliyor; önceki USD1,5mlr üzeri hedefinden bir miktar yüksek. Tarife dönemi boyunca yıllık USD400mn üzeri yatırım öngörülüyor.

Dağıtım FAVÖK'ündeki düşüş nakit dışı baz etkisini yansıtıyor: Meram'ın finansal varlık gerçeğe uygun değer kazancı 3Ç25'te yaklaşık TL5,8mlr, 3Ç26'da TL972mn oldu. Önceki yılın kazancı, gerçekleşen enflasyonun regüle finansal varlıkların değerlemesinde kullanılan varsayımları aşmasından kaynaklandı. Yönetim baz senaryoda bu kalemin katkısını sıfır alıyor; enflasyon varsayımlarındaki değişiklikler kazanç veya zarar yaratabilir.

Grup borcu tarım ve taahhütte yoğunlaşıyor: Eylül sonu kombine net borç yaklaşık TL20,1mlr (Haziran sonu: TL21,0mlr). Yönetim, borç ağırlıklı iş kolları olarak tarım ve taahhüt şirketi Alsim'i işaret ederek borçlanmaların sırasıyla yaklaşık TL17mlr ve TL11mlr olduğunu belirtti. Taahhüt faaliyetleri küçülürken Alsim'in kalan borçlarının yakın vadede büyük ölçüde ödenmesi, tarım borcunun ise daha kademeli düşmesi bekleniyor.

Tarım toparlanması planla uyumlu: Pozitif FAVÖK'e dönüş, yönetimin 2026 ikinci yarısına ilişkin önceki beklentisiyle uyumlu. Bir sonraki aşama kârlılığın sürdürülmesi ve segment borcunun azaltılması (bkz. Tarım).

Alarko Carrier tam kontrole ilerliyor: 13 Kasım tarihli KAP özel durum açıklaması, Carrier'ın %42,03 payı için zorunlu pay alım teklifi fiyatına göre düzeltilebilen USD16,81mn anlaşma bedelini doğruluyor. Kapanışta Alarko Holding'in payı, kalan %15,94 için zorunlu pay alım teklifi öncesinde %84,06'ya çıkacak. NAD, pay alım teklifinin tamamının kabul edilmesini varsayıyor ve tahmini satın alma bedelini holding nakdinden düşüyor. Gebze'deki geçiş yaklaşık 183 çalışanı kapsıyor; açıklanan kıdem ve ihbar tazminatı gideri TL293mn.

Diğer yatırımlar enerjiye göre ikincil: Portekiz'de uçak dönüştürme faaliyetleri tamamlanma aşamasında; sertifikasyon bekleniyor. Gotion batarya yatırımı, yönetimin koşullarını karşılayacak teşvikler bulunana kadar askıda. Alarko Capital'in portföy NAD'ı Eylül sonunda USD158mn'a ulaştı; USD115mn'ı uluslararası yatırımlardan oluşuyor. Yönetim, yaklaşık USD5mn doğrudan Anthropic payı dahil Bending Spoons ve Anthropic yatırımlarının nakde çevrilmesi potansiyeline işaret etti.

Ekler

Grafik 12: Meram ve Enerjisa karşılaştırması (ENJSA)

Gösterge (birim / dönem)	Meram / ALARK	ENJSA	ENJSA / Meram
SAHİPLİK VE İMTİYAZ			
Borsada işlem gören hisse	ALARK TI	ENJSA TI	
Ekonomik pay, Eyl 2026 (%)	100,00%	100,00%	1,0
Dağıtım bölgeleri (adet)	1	3	3,0
Hizmet verilen iller (adet)	6	14	2,3
Dağıtım imtiyazının bitişi	Ağu 2036	Başkent 2036; diğerleri 2042	
ŞEBEKE ÖLÇEĞİ — 2024			
Dağıtım sistemi kullanıcıları, 2024 (mn)	2,465	12,257	5,0
Dağıtıma bağlı faturalı enerji, 2024 (TWh)	11,96	50,44	4,2
Toplam bölgesel faturalı enerji, 2024 (TWh)	15,24	74,51	4,9
Dağıtım şebekesi, 2024 (km)	131.211	333.783	2,5
Havai hat uzunluğu, 2024 (km)	100.937	239.384	2,4
Yeraltı hat uzunluğu, 2024 (km)	30.274	94.399	3,1
Yeraltı hat oranı, 2024 (%)	23,07%	28,28%	1,2
Kullanıcı başına şebeke, 2024 (m)	53,2	27,2	0,5
Trafo sayısı, 2024 (adet)	69.953	98.728	1,4
Trafo kapasitesi, 2024 (MVA)	15.858	52.636	3,3
Kullanıcı başına trafo kapasitesi, 2024 (kVA)	6,43	4,29	0,7
YATIRIM VE HİZMET KALİTESİ — 2024			
Şebeke yatırımı, 2024 (TLmlr)	5,08	9,84	1,9
Kullanıcı başına yatırım, 2024 (TL)	2.061	803	0,4
Şebeke km başına yatırım, 2024 (TL)	38.716	29.480	0,8
Kullanıcı başına kesinti, 2024 (adet/yıl)	27,8	20,8	0,7
Kesinti süresi, 2024 (dk/yıl)	952	1.939	2,0
DAĞITIM KAYIPLARI — 2024			
Gerçekleşen kayıp-kaçak oranı, 2024 (%)	5,71%	5,05 / 4,36 / 9,09	
EPDK hedef kayıp-kaçak oranı, 2024 (%)	6,74%	6,85 / 6,53 / 11,41	
Kayıp hedefi aşımı, 2024 (yp)	1,03	1,80 / 2,17 / 2,32	
Kayıp-kaçak oranında yıllık değişim, 2024 (yp)	-0,06	-0,55 / -0,38 / -2,97	
REGÜLASYON VE DVT			
Regülasyon dönemi	2026–2030	2026–2030	
Vergi öncesi reel makul getiri oranı (%)	14,46%	14,46%	1,0
Yıl ortası düzeltmeli reel getiri (%)[2]	13,49%	13,49%	1,0
Yatırım itfası (yıl)	10	10	1,0
DVT, Eyl 2026 (USDmlr)	1,04	2,28	2,2
DVT, Eyl 2026 (TLmlr)[3]	50,87	111,53	2,2
2024 kullanıcısı başına DVT, Eyl 2026 (TL)	20.637	9.099	0,4
2024 şebeke km başına DVT, Eyl 2026 (TL)	387.693	334.130	0,9
FİNANSAL PERFORMANS — 9A26			
Gelirler, 9A26 (TLmlr)	50,377	199,365	4,0
Raporlanan FAVÖK, 9A26 (TLmlr)	11,917	41,259	3,5
Faaliyet gelirleri köprüsündeki FAVÖK, 9A26 (TLmlr)	13,454	41,259	3,1
Kazanç köprüsünde yatırım harcamalarının geri ödemesi, 9A26 (TLmlr)	7,463	20,878	2,8
Faaliyet gelirleri, 9A26 (TLmlr)	20,917	62,137	3,0
Raporlanan net kâr, 9A26 (TLmlr)	6,292	6,681	1,1

Kaynaklar: ELDER 2024 elektrik dağıtım sektör raporu; Şirket verileri; ENJSA 9A26 KAP faaliyet raporu ve faaliyet gelirleri köprüsü; EPDK Kurul Kararı 14013. Notlar: [1] ENJSA'nın ELDER bölgesel verileriyle hesaplanmış 2024 müşteri ağırlıklı ölçütü. [2] Yıl ortasına göre düzeltilmiş getiri ortak regülasyon eşdeğeridir. [3] Meram USD1,04mlr, 30 Eylül 2026'da USD/TL 48,9131 ile çevrildi (şirket 3Ç26 finansal özeti); ENJSA TL DVT'dan çevrildi. Meram 9A26 gelir, raporlanan FAVÖK ve net kârı, şirketin kombine bazındadır (1Y26'da Alarko'nun %50 payı, 3Ç26'da %100); faaliyet gelirleri köprüsü satırları ise 1Y26'da %100 sahipliği içerir. Dolayısıyla 9A26 ENJSA/Meram oranları tam sahiplik bazında büyüklük farkını olduğundan yüksek gösteriyor. Yuvarlama nedeniyle bileşenler toplamlarla tam örtüşmeyebilir.

Grafik 13: Segment bazında kombine gelir, FAVÖK ve FAVÖK marjı (TLmn; Alarko payıyla orantılı)

	1Y25	3Ç25	9A25	1Y26	3Ç26	9A26	3Ç26 y/y	9A26 y/y
Gelirler (TLmn)								
Holding	169	175	344	458	97	556	(44,3%)	61,7%
Tarım	1.236	578	1.813	1.937	700	2.637	21,1%	45,4%
Turizm	1.073	1.838	2.911	1.040	1.861	2.901	1,2%	(0,3%)
Sanayi	1.937	1.075	3.012	1.703	848	2.552	(21,1%)	(15,3%)
Dağıtım ve perakende (Meram)	15.347	12.405	27.752	20.911	29.467	50.377	137,5%	81,5%
Elektrik üretimi	6.322	2.504	8.825	5.794	298	6.092	(88,1%)	(31,0%)
Cenal payı (30 Haziran 2026'da çıkıldı)	*5.939*	*2.486*	*8.425*	*5.158*	-	*5.158*	*(100,0%)*	*(38,8%)*
Altek payı	*383*	*18*	*401*	*637*	*271*	*907*	*a.d.*	*126,4%*
Diğer üretim payı	-	-	-	-	*27*	*26*	*a.d.*	*a.d.*
Taahhüt	2.611	1.471	4.081	2.129	905	3.034	(38,5%)	(25,7%)
Arazi geliştirme	133	51	184	102	27	129	(47,0%)	(29,9%)
Kombine gelirler	**28.826**	**20.097**	**48.922**	**34.075**	**34.203**	**68.277**	**70,2%**	**39,6%**
FAVÖK (TLmn)								
Holding	(80)	203	123	(69)	324	254	59,1%	106,8%
Tarım	42	(104)	(62)	(223)	223	-	a.d.	a.d.
Turizm	(114)	782	668	(160)	694	534	(11,2%)	(20,0%)
Sanayi	139	34	173	(1)	(10)	(11)	a.d.	a.d.
Dağıtım ve perakende (Meram)	2.423	7.085	9.509	6.498	5.419	11.917	(23,5%)	25,3%
Elektrik üretimi	3.261	1.491	4.751	2.056	452	2.508	(69,7%)	(47,2%)
Cenal payı	*2.738*	*1.497*	*4.236*	*1.487*	-	*1.487*	*(100,0%)*	*(64,9%)*
Altek payı	*351*	*(46)*	*305*	*540*	*436*	*976*	*a.d.*	*220,5%*
Diğer üretim payı	*172*	*39*	*211*	*29*	*16*	*45*	*(59,9%)*	*(78,6%)*
Taahhüt	(527)	189	(337)	216	(85)	131	a.d.	a.d.
Arazi geliştirme	272	286	558	59	(37)	22	a.d.	(96,1%)
Kombine FAVÖK	**5.416**	**9.966**	**15.382**	**8.375**	**6.980**	**15.355**	**(30,0%)**	**(0,2%)**
FAVÖK marjı (%)								
Holding	(47,7%)	a.d.	35,8%	(15,1%)	a.d.	45,8%	a.d.	10,0yp
Tarım	3,4%	(18,0%)	(3,4%)	(11,5%)	31,9%	-	49,9yp	3,4yp
Turizm	(10,6%)	42,5%	22,9%	(15,3%)	37,3%	18,4%	(5,2yp)	(4,5yp)
Sanayi	7,2%	3,2%	5,7%	(0,1%)	(1,2%)	(0,4%)	(4,4yp)	(6,2yp)
Dağıtım ve perakende (Meram)	15,8%	57,1%	34,3%	31,1%	18,4%	23,7%	(38,7yp)	(10,6yp)
Elektrik üretimi	51,6%	59,5%	53,8%	35,5%	a.d.	41,2%	a.d.	(12,7yp)
Taahhüt	(20,2%)	12,9%	(8,3%)	10,2%	(9,4%)	4,3%	(22,2yp)	12,6yp
Arazi geliştirme	a.d.	a.d.	a.d.	57,7%	a.d.	17,0%	a.d.	a.d.
Kombine FAVÖK marjı	18,8%	49,6%	31,4%	24,6%	20,4%	22,5%	(29,2yp)	(9,0yp)

Kaynak: Şirket verileri (3Ç26 finansal özeti, sonuç açıklaması; SPK 9A26 konsolide finansalları), ÜNLÜ & Co hesaplamaları. Notlar: Şirketin raporladığı eliminasyon sonrası, ortak girişimlerin Alarko sahiplik payıyla orantılı baz; Meram 30 Haziran 2026'ya kadar %50, 1 Temmuz'dan itibaren %100. 1Y = 9A eksi 3Ç.

Grafik 14: Meram öncesi ve sonrası grup — Meram hariç, raporlanan ve %100 pro forma (TLmn; kombine baz)

	1Y25	3Ç25	9A25	1Y26	3Ç26	9A26	3Ç26 y/y	9A26 y/y
Alarko'nun Meram payı (%)	50,0%	50,0%		50,0%	100,0%			
Gelirler (TLmn)								
Meram hariç grup	13.479	7.691	21.171	13.164	4.736	17.900	(38,4%)	(15,5%)
Raporlanan Meram	15.347	12.405	27.752	20.911	29.467	50.377	137,5%	81,5%
Raporlanan grup	28.826	20.097	48.922	34.075	34.203	68.277	70,2%	39,6%
%100 Meram	30.693	24.810	55.503	41.822	29.467	71.288	18,8%	28,4%
Proforma grup	**44.172**	**32.502**	**76.674**	**54.985**	**34.203**	**89.188**	**5,2%**	**16,3%**
Raporlanan Meram payı	53,2%	61,7%	56,7%	61,4%	86,2%	73,8%	24,4yp	17,1yp
Proforma Meram payı	69,5%	76,3%	72,4%	76,1%	86,2%	79,9%	9,8yp	7,5yp
FAVÖK (TLmn)								
Meram hariç grup	2.993	2.881	5.874	1.877	1.561	3.438	(45,8%)	(41,5%)
Raporlanan Meram	2.423	7.085	9.509	6.498	5.419	11.917	(23,5%)	25,3%
Raporlanan grup	5.416	9.966	15.382	8.375	6.980	15.355	(30,0%)	(0,2%)
%100 Meram '	4.847	14.171	19.017	8.035	5.419	13.454	(61,8%)	(29,3%)
Proforma grup '	**7.839**	**17.052**	**24.891**	**9.912**	**6.980**	**16.892**	**(59,1%)**	**(32,1%)**
Raporlanan Meram payı	44,7%	71,1%	61,8%	77,6%	77,6%	77,6%	6,5yp	15,8yp
Proforma Meram payı '	61,8%	83,1%	76,4%	81,1%	77,6%	79,6%	(5,5yp)	3,2yp
Meram hariç FAVÖK marjı	22,2%	37,5%	27,7%	14,3%	33,0%	19,2%	(4,5yp)	(8,5yp)
Proforma FAVÖK marjı '	17,7%	52,5%	32,5%	18,0%	20,4%	18,9%	(32,1yp)	(13,5yp)
Net kâr (TLmn)								
Meram hariç grup	(3.329)	2.059	(1.270)	1.562	(590)	972	a.d.	a.d.
Raporlanan Meram	(1.033)	2.274	1.240	2.940	3.352	6.292	47,4%	407,2%
Raporlanan grup	(4.362)	4.333	(29)	4.502	2.762	7.264	(36,2%)	a.d.
%100 Meram	(2.066)	4.547	2.481	5.880	3.352	9.232	(26,3%)	272,1%
Proforma grup	**(5.395)**	**6.606**	**1.211**	**7.442**	**2.762**	**10.204**	**(58,2%)**	**a.d.**
Raporlanan Meram payı	a.d.	52,5%	a.d.	65,3%	121,4%	86,6%	68,9yp	a.d.
Proforma Meram payı	a.d.	68,8%	204,8%	79,0%	121,4%	90,5%	52,5yp	(114,4yp)
Net nakit / (borç) (TLmn)								
Meram hariç grup		(19.522)	(19.522)		(26.201)	(26.201)	(6.679)	(6.679)
Raporlanan Meram		1.688	1.688		6.111	6.111	4.423	4.423
Raporlanan grup		(17.834)	(17.834)		(20.090)	(20.090)	(2.256)	(2.256)
%100 Meram		3.377	3.377		6.111	6.111	2.734	2.734
Proforma grup		**(16.145)**	**(16.145)**		**(20.090)**	**(20.090)**	**(3.945)**	**(3.945)**

Kaynak: Şirket verileri (3Ç26 finansal özeti, sonuç açıklaması; SPK 9A26 konsolide finansalları), ÜNLÜ & Co hesaplamaları. Notlar: Meram 30 Haziran 2026'ya kadar %50 ortak girişim, 1 Temmuz'dan sonra %100 sahiplik altındaydı. '%100 baz' 2025 ve 1Y26'yı Alarko'nun %50 payından %100'e yükseltir; 3Ç26 %100 raporlanmıştır. ' 1Y26 Meram'ın %100 baz FAVÖK'ü şirketin %100 baz açıklamasını izler (9A26 TL13.454mn eksi 3Ç26 TL5.419mn = TL8.035mn); kombine segment tablosunun iki katı değildir. Net nakit 30 Eylül bakiyesidir. Paylar ve marjlar %, yıllık değişimleri yüzde puandır. a.d. = anlamlı değil veya yıllık değişim ±%500'ü aşıyor.

Bahsi geçen şirketler
Alarko Holding <ALARK TI, Al >
Enerjisa Enerji <ENJSA TI, Tut>

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

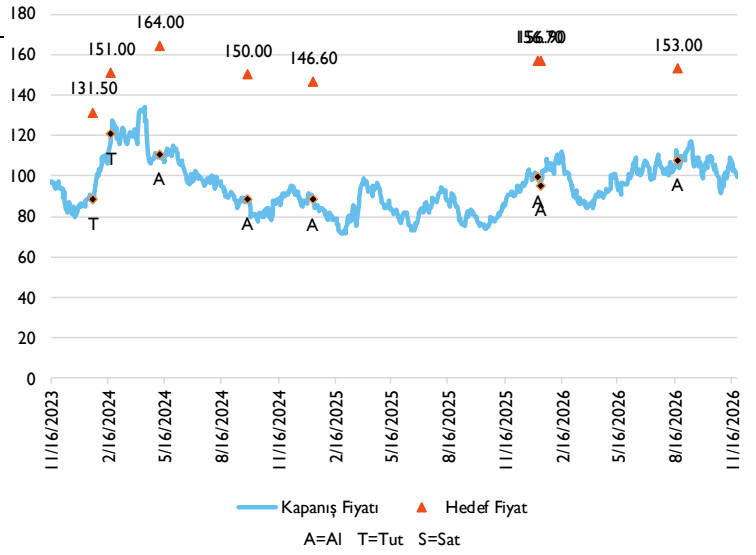
Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUResearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Koray Pamir işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (I) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ALARK.IS

ALARK.IS Tarih	Kapanış Fiyatı	Hedef Fiyat	Tavsiye
1/22/2024	88.62	**131.50**	**TUT**
2/20/2024	120.71	**151.00**	**TUT**
5/8/2024	110.91	**164.00**	**AL**
9/27/2024	88.68	**150.00**	**AL**
1/10/2025	88.35	**146.60**	**AL**
1/8/2026	99.67	**156.70**	**AL**
1/12/2026	95.46	**156.90**	**AL**
8/20/2026	107.70	**153.00**	**AL**



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	71	29	0	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

Al (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççıyı kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef fiyat: TL174/hisse (12 aylık dönem sonu)

Değerleme metodu: Hedef Net Aktif Değer
Riskler: Başlıca riskler aleyhte düzenleyici değişiklikler, tahakkuk eden imtiyaz geliri ile nakit tahsilat arasındaki farkın açılması, TL değer kaybının yurt içi enflasyonu aşması ve tarımda borç azaltımının yavaşlaması. Tam sahiplik varlık kalitesini artırıyor; bu değerin hissedarlara ulaşma yolu Meram temettüleridir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş ("BIST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Alarko Holding	Yoktur
Enerjisa Enerji	D (Şirket, ÜNLÜ & Co'nun müşterisidir)

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından

yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler sağlayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.