

### Şirket Toplantısı Notları

26 Şubat 2025

Dün Alarko Holding'in Yatırımcı İlişkileri ekibi ile bir güncelleme toplantısı yaptık. En önemli çıkarımımız, kârlılığın 4Ç24 ve 2025'te daha düşük parasal kayıplar nedeniyle iyileşmesinin muhtemel olduğuydu.

**Enflasyon muhasebesinin etkisinin azalmasıyla 4Ç24 ve 2025'te daha iyi kar elde edilmesi muhtemel.** Alarko Holding 9A24'te 140mn TL konsolide net kar elde ederken, bu rakam temel olarak enflasyon muhasebesinden kaynaklanan 6,8 milyar TL'lik parasal zarar nedeniyle yıllık bazda %97 düşüş göstermiştir. Azalan parasal zararlar ve enerji işinin daha iyi karlılığı ile 4Ç24 net karının ise 2.5-3.0 milyar TL civarında olabileceğini hesaplıyoruz. 4Ç24 finansallarının 10 Mart'ta açıklanması bekleniyor. Alarko'nun operasyonel nakit akışı 9A24'te 2,2 milyar TL olarak gerçekleşti ve bize göre yılı yaklaşık 3,5 milyar TL ile kapatması muhtemel. %25'lik bir ödeme oranı varsayımıyla, 2024 yılı karından 1,5-1,8 TL/hisse brüt temettü dağıtılabileceğini düşünüyoruz ki bu da %2 civarında temettü verimine karşılık geliyor. Ayrıca, konsolide net kârın 2025 yılında, özellikle daha düşük parasal zararlar sayesinde, bir önceki yıla göre iki kattan fazla artarak 7,0-7,5 milyar TL civarında olabileceğini hesaplıyoruz.

**Yatırım planları hızlanıyor.** Alarko Holding, 2024 yılını 8 milyar TL'ye ulaşan kombine yatırım tutarı ile kapatmayı öngörmektedir. 2025 yılı içinse yatırım hedefi 20 milyar TL civarında olup, bunun yarısı tarıma, geri kalanı ise gayrimenkul (Bodrum Hillside) ve enerji dağıtımına ayrılmıştır.

**Yeni işlerle 2028 yılına kadar NAD'nin iki katına çıkarılması hedefleniyor.** Alarko Holding'in sunumuna göre 2,1 milyar doları olan mevcut NAD'nin %73'ünü enerji, %14'ünü GYO ve turizm, %4'ünü ALSER ve %10'unu diğer sektörler oluşturuyor. Şirket, tarım sektöründeki güçlü büyüme potansiyeli ile 2028 yılına kadar NAD'yi 4 milyar dolara çıkarmayı hedeflemektedir. Şirketin öngörülerine göre, enerjinin NAD'deki payı %40'a gerilerken, yeni iş kolları (tarım, havacılık ve enerji depolama) 2028 yılında NAD'nin %30'unu oluşturacak. Yeni işler arasında, tarımın NAD kompozisyonunda yaklaşık %27-28 ile aslan payını alacağını hesaplıyoruz. Öte yandan, GYO ve turizmin payı ise %10'a gerileyecektir.

**Hisse mevcut NAD'ye göre derin bir iskonto ile işlem görüyor.** Alarko Holding'in 2,1 milyar ABD\$'lık mevcut NAD'i, piyasa değerine göre %57 iskontoludur. Muhtemelen zayıf elektrik fiyatları ve enflasyon muhasebesinin olumsuz etkisi nedeniyle son 12 aydaki %44'lük düşüşün ardından (BIST'e göre %45), hisseler şu anda Doğan Holding'in 0,6x'ına benzer, ancak Koç Holding & Sabancı Holding'in 0,7x ve Anadolu Grubu Holding'in 0,8x'ından daha düşük olan 0,6x PD/DD'den işlem görmektedir.

| TL mn          | 2023/09 | 2024/09 | Δ         | 3Ç23  | 1Ç23   | 2Ç24  | 3Ç24  | Δ (y/y)  | Δ (ç/ç)  |
|----------------|---------|---------|-----------|-------|--------|-------|-------|----------|----------|
| Net Satışlar   | 9,519   | 6,748   | -29.1%    | 3,454 | 1,942  | 2,521 | 2,285 | -33.8%   | -9.4%    |
| Brüt Kâr       | 1,057   | 1,240   | 17.2%     | 530   | 2      | 458   | 779   | 47.1%    | 70.0%    |
| Faaliyet Karı  | 382     | -201    | -         | 420   | -411   | 22    | 188   | -55.3%   | 739.2%   |
| FAVÖK          | 836     | 316     | -62.2%    | 595   | -259   | 208   | 368   | -38.2%   | 77.2%    |
| Net Kâr        | 4,194   | 140     | -96.7%    | 141   | -1,506 | 219   | 1,427 | 911.3%   | 551.2%   |
| Brüt Kar Marjı | 11.1%   | 18.4%   | 726 bps   | 15.3% | 0.1%   | 18.2% | 34.1% | 1875 bps | 1591 bps |
| Faaliyet Marjı | 4.0%    | -3.0%   | -         | 12.1% | -21.2% | 0.9%  | 8.2%  | -394 bps | 733 bps  |
| FAVÖK Marjı    | 8.8%    | 4.7%    | -410 bps  | 17.2% | -13.3% | 8.2%  | 16.1% | -114 bps | 786 bps  |
| Net Kâr Marjı  | 44.1%   | 2.1%    | -4198 bps | 4.1%  | -77.6% | 8.7%  | 62.4% | 5835 bps | 5375 bps |

Kaynak : Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonel  
Enflasyona Göre Düzeltilmiş (30.09.2024)

### ÖNERİ YOK

#### Şirket Raporu

##### Hisse Bilgileri

|                                   |                     |
|-----------------------------------|---------------------|
| Sektör                            | İNŞAAT, TAAHHÜT     |
| Bloomberg / Reuters Kodu          | ALARK.TI / ALARK.IS |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 75.80               |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | Öneri Yok           |
| Potansiyel Getiri (%)             | Öneri Yok           |
| 52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)    | 75,80-142,83        |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 32,973              |
| Firma Değeri (milyon TL)          | 35,743              |
| Fili Dolaşım PD (milyon TL)       | 12,200              |
| Ödenmiş Sermaye (milyon TL)       | 435                 |
| Dolaşımdaki Paylar                | %37                 |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                     |
| En Son                            | %77.49              |
| 3 Ay Önce                         | %80.74              |

| İşlem Hacmi                  | 1H          | 1A          | 3A      | 1Y      |
|------------------------------|-------------|-------------|---------|---------|
| Ortalama İşlem Miktarı (000) | 6,822       | 5,910       | 4,707   | 5,759   |
| Ortalama İşlem Hacmi (000TL) | 547,517     | 496,526     | 424,177 | 614,748 |
| Fiyat Aralığı (TL/hisse)     | 75,80-83,15 | 75,80-89,75 | 101,00  | 142,83  |

| Hisse Performansı              | 1A   | 3A   | 6A   | 12A  |
|--------------------------------|------|------|------|------|
| Nominal Getiri                 | -%16 | -%22 | -%21 | -%44 |
| BIST-100'e Göre Rölatif Getiri | -%10 | -%21 | -%19 | -%45 |

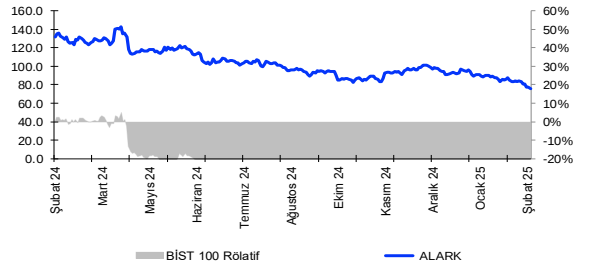
| Ortaklık Yapısı    | Sermayedeki Payı (%) |
|--------------------|----------------------|
| DALIA GARIH        | 13.04                |
| Others             | 40.24                |
| İZZET GARIH        | 17.68                |
| LEYLA ALATON       | 14.77                |
| VEDAT AKSEL ALATON | 14.27                |

#### Şirket Özeti

Alarko Holding bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabi ortaklıkları ve iştirakleri arasında taahhüt, inşaat, arazi geliştirme, sanayi, ticaret, turizm ve enerji alanlarında faaliyet gösteren şirketler bulunmaktadır.

#### Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 25/02/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Umut Öztürk

Araştırma Müdürü

umut.ozturk@gedik.com

+90 212 385 42 00

**ALARKO HOLDİNG**  
**NET AKTİF DEĞER (NAD) TABLOSU**

| Segment/Şirket                          | Değerleme Metodu  | Hisse Fiyatı/<br>Çarpan Değeri | Toplam Değer<br>TLmn | Holding'in Payı<br>% | Cari Değer<br>TLmn | NAD'in %'si |
|-----------------------------------------|-------------------|--------------------------------|----------------------|----------------------|--------------------|-------------|
| <b>Taahhüt</b>                          |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| Alsim                                   | 2024T FD/Satışlar | 3x                             | 8,158                | 99.91                | 8,151              | 10.5        |
| <b>Toplam</b>                           |                   |                                |                      |                      | <b>8,151</b>       | <b>10.5</b> |
| <b>Gayrimenkul</b>                      |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| Alarko GYO                              | Piyasa Değeri     | 18.51                          | 1,192                | 51.20                | 610                | 0.8         |
| Gayrimenkul Portföyü                    | Ekspertiz Değeri  | 1.00                           | 4,289                | 100.00               | 4,289              | 5.5         |
| <b>Toplam</b>                           |                   |                                |                      |                      | <b>4,899</b>       | <b>6.3</b>  |
| <b>Enerji</b>                           |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| <b>ALCEN</b>                            |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| Karabiga Santrali                       | 2024T FD/FAVÖK    | 10.5x                          | 56,953               | 50.00                | 28476              | 36.7        |
| Meram                                   | 2024T FD/FAVÖK    | 4x                             | 34,567               | 50.00                | 17284              | 22.2        |
| Panel Enerji                            | Benzer Çarpanlar  | US\$0.3mn/MW                   | 536                  | 50.00                | 268                | 0.3         |
| <b>Toplam</b>                           |                   |                                |                      |                      | <b>46,028</b>      | <b>59.2</b> |
| <b>ALTEK</b>                            |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| Karakuz HES                             | Benzer Çarpanlar  | US\$0.3mn/MW                   | 798                  | 100.00               | 798                | 1.0         |
| Gönen HES                               | Benzer Çarpanlar  | US\$0.3mn/MW                   | 116                  | 100.00               | 116                | 0.1         |
| <b>Toplam</b>                           |                   |                                |                      |                      | <b>914</b>         | <b>1.2</b>  |
| <b>Sanayi ve Ticaret</b>                |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| Alarko Carrier                          | 2024T FD/FAVÖK    | 6.5x                           | 127                  | 43.19                | 55                 | 0.1         |
| <b>Toplam</b>                           |                   |                                |                      |                      | <b>55</b>          | <b>0.1</b>  |
| <b>Turizm</b>                           |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| ATTAS                                   | 2024T FD/FAVÖK    | 10x                            | 13,055               | 99.91                | 13,043             | 16.8        |
| <b>Toplam</b>                           |                   |                                |                      |                      | <b>13,043</b>      | <b>16.8</b> |
| <b>Tarım</b>                            |                   |                                |                      |                      |                    |             |
| Alarko Tarım                            | 2026T FD/FAVÖK    | 10x                            | 1,834                | 100                  | 1,834              | 2.4         |
| <b>Toplam İştirakler</b>                |                   |                                |                      |                      | <b>74,923</b>      | <b>96.4</b> |
| Halka Açık                              |                   |                                |                      |                      | 665                | 0.9         |
| Halka Açık Olmayan                      |                   |                                |                      |                      | 74,258             | 95.6        |
| Net Nakit - Holding Solo                |                   |                                |                      |                      | 2,774              | 3.6         |
| <b>TOPLAM NET AKTİF DEĞERİ</b>          |                   |                                |                      |                      | <b>77,697</b>      |             |
| <b>ALARKO HOLDİNG Piyasa Değeri</b>     |                   |                                |                      |                      | <b>33,278</b>      |             |
| <b>NAD'e göre İskonto (-) veya Prim</b> |                   |                                |                      |                      | <b>-57%</b>        |             |

Kaynak: Gedik Yatırım

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.