

STRATEJİ



ŞİRKET ZİYARETİ

03 MAYIS 2002

ALARKO HOLDİNG (ALARK.IS)

Şirket : Ömer Çelik (Finansman Müdürü)
Analist : Onur Özyurt
Tarih : 01 Mayıs 2002

Ekonomik krizle birlikte kamu harcamalarının yavaşlaması taahhüt grubunun elindeki projelerin ağır ilerlemesine yol açarken, Anayasa Mahkemesi'nin İHD projelerini hazine garantisi kapsamı dışında bırakan kanun maddelerini iptaline karşın Tunçbilek Santrali'nin devir sözleşmesinin imzalanmaması söz konusu projenin üzerindeki belirsizliğin devamlılığına neden oluyor. Taahhüt grubunun yanısıra arazi geliştirme ve sanayi alanlarında da 2002 yılına ilişkin beklentilerin sınırlı olması dolayısıyla Alarko Holding için yatırım görüşümüz iskontolu fiyatına karşın "NÖTR"

Alarko Şirketler Grubu'nun taahhüt işlerini üstlenen Alsim Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizlerden olumsuz etkilendi. Tasarruf tedbirleri çerçevesinde yatırımların askıya alınması portföyünün tamamı büyük hacimli altyapı projelerinden oluşan Alsim'in faaliyetlerinde yavaşlamaya yol açtı.

Alsim'in devam eden yurtiçi projeleri İzmit ve Adana illerinde süren altyapı yatırımlarından oluşuyor.

- ***İzmit Atık Su Projesi:*** İller Bankası tarafından sağlanan bir sendikasyon kredisiyle finanse edilen proje 5 adet arıtma tesisinden oluşuyor. Toplam bedeli 40.5 milyon olan projenin %41'i Alsim tarafından üstlenilmiş durumda. 2003'te faaliyete geçirilmesi öngörülen tesisin %72'ü tamamlandı.
- ***Adana Metro su:*** Adana Belediyesi tarafından sağlanan ve Hazine garantisi kapsamındaki bir sendikasyon kredisiyle finanse edilen projenin toplam bedeli \$531.9 milyon. Alsim projedeki payı %45. Projenin %39'u tamamlandı.
- ***Melen Suyu Projesi:*** Bu proje Düzce – Kocaeli arasında kurulacak olan 70 km uzunluğundaki bir boru hattıyla temiz içme suyu taşınmasını amaçlıyor. Bu projenin finansmanı %89 oranında Japan Bank for International Cooperation'dan sağlanan bir krediyle karşılanırken, %11'i de Hazine Müsteşarlığı tarafından sağlanıyor. Proje Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ile Devlet Su İşleri tarafından yürütülüyor. Toplam bedeli 49.6 milyon'a ulaşan projenin tamamı Alsim tarafından üstlenilmiş durumda ve %2'si tamamlandı.

Alsim'in proje portföyünde yer alan ancak inşaat faaliyetlerine henüz başlamamış projeler ise şöyle:

- ***Kıbrıs Su Projesi:*** Kıbrıs'a içme suyu sağlamak amacıyla geliştirilen bu proje her iki ayağında birer baraj bulunan 78 km uzunluğundaki bir boru hattının yapılmasını öngörüyor. Alsim toplam bedeli USD290 milyon olan projenin %76'sını üstleniyor.
- ***Eskişehir – Ankara Demiryolu Rehabilitasyon Projesi:*** Ankara – Eskişehir demiryolunun hızlı trene uyumlu hale getirilmesi ve varolan demir yolunun bakım ve onarımını içeren proje Obrascon Huarte Lain SA. ve Agrupacion Guinovart Obras Y Services Hispanio SA. isimli iki İspanyol firmasıyla birlikte üstlenildi. Toplam bedeli USD398.4 milyon olan projenin finansmanı için İspanyol hükümeti "Development Aid Fund of Spanish Government" fonundan oldukça düşük faizli ve 34 yıl vadeli bir kredi sağladı. Alsim'in projedeki payı %45.

- **Şişhane – Yenikapı Metro Projesi** : İstanbul Belediyesi tarafından kullanılan ve Hazine garantili bir sendikasyon kredisiyle finanse edilen projenin %44'ü Alsim tarafından üstlenilmiş durumda.

Alsim'in yurtdışı taahhüt portföyüne de 2002 yılında yeni bir proje eklendi. Projeler şunlar:

- **Moskova Onkoloji Hastanesi, Rusya Federasyonu:** Hastane'nin tam anlamıyla inşaatını kapsayan bu projenin toplam bedeli USD90 milyon ve proje tamamen Alsim tarafından üstlenildi. Türk Eximbank'ı ve Rus Hükümeti tarafından finanse edilen proje 2000 Mayıs ayından bu yana durdurulmuş bulunuyor.
- **Polipropilen Fabrikası, Türkmenistan:** Toplam bedeli USD69 milyon'a ulaşan projede Alsim'in %50 payı bulunuyor. Proje Japanese Overseas Economic Cooperation Fund tarafından finanse ediliyor.
- **Astana Uluslararası Havaalanı, Kazakistan:** JBIC (Japan Bank for International Cooperation) tarafından finanse edilen proje Astana Havaalanı'nın inşaatının tamamlanmasını ve modernizasyonunu içeriyor. Toplam yatırım bedeli USD170 milyon olan projede Alarko'nun payı %95.

15 Nisan 2002 itibariyle, Alsim'in üstlendiği ve yürütmekte olduğu yurtiçi ve yurtdışı projelerin kendi payına düşen tamamlanmamış bölümü yaklaşık USD1,244 milyon tutarında.

Alsim'in %50 payına sahip olduğu Altem A.Ş.'nin 20 yıl süreyle işletmek üzere ihalesini kazandığı Tunçbilek Termik Santrali'nin devir işlemleri belirsizliğini koruyor. Bu nedenle Tunçbilek Santrali'nin İHD'ini Alsim değerlememiz içine katmadık.

Anayasa Mahkemesi'nin İHD projelerini hazine garantisi kapsamı dışında bırakan kanun maddelerini iptaline karşın Tunçbilek Santrali'nin devir sözleşmesinin imzalanmamış olması projenin ileride gerçekleştirilmesi üzerindeki şüphelerimizi güçlendiriyor. Nitekim Enerji Bakanlığı'nın Anayasa Mahkemesi'nin iptal kararının ardından Çatalağzı Elektrik Üretim A.Ş.'ye gönderdiği yazıda "Anayasa Mahkemesi'nin iptal kararının İHD projelerinin hukuki dayanağını ortadan kaldırdığı ve söz konusu devir işlemlerinin gerçekleştirilemeyeceği"ni belirtti.

Enerji Grubu Yabancı Ortakla Yurtdışında Proje Geliştirme Çabasında

Altek halen faaliyet göstermekte olan 3 hidroelektrik santralına sahip ve anayasa Mahkemesi'nin YİD projelerine verilen hazine garantileri üzerindeki kısıtlamaları iptal kararıyla önünde engel kalmayan Kırklareli Doğalgaz Çevirim Santrali'nin inşaatına başladı. Hazine garantisi kapsamındaki 29 Yap-İşlet-Devret projesinden biri olan bu santral 75 MW kurulu gücünde ve 2002 yılsonunda faaliyete geçirilmesi planlanıyor.

Bu santral dışında yurtiçinde herhangi bir proje geliştirme planı olmayan Şirket, yabancı ortağı SNET'in uzmanlık alanı olan kömür santrali yapımı ve işletilmesi amacıyla Kuzey Afrika ülkelerinde çalışmalar yürütüyor.

Arazi Geliştirme Grubu Durgunluğun Aşılmasını Bekliyor

Alarko GYO geçen yıl faaliyetleri devam eden tek projesi olan Alkent 2000'in 2.Fazını oluşturan Eken projesi'ni tamamladı ve sahiplerine teslim aşamasına geldi. Halihazırda Alarko GYO'nun devam eden projesi bulunmuyor. Projelerini yapım aşamasından önce satışa çıkararak Şirket ekonomik durgunluğun aşılmasıyla birlikte faaliyetlerine yeniden başlayacak. 4000 adet konuttan oluşacak ve tamamlanması 10-15 yıl sürecek Al-Riva projesi de ekonomik koşulların düzelmesini bekliyor.

Daha önce Konut A.Ş. tarafından yürütülen ve Konut A.Ş.'nin Alarko GYO ile birleşmesinden sonra Alarko GYO'nun portföyüne geçen 90 adet Golf Evi projesinin inşaatına (Alkent 2000 3. Faz) 2001 yılı ikinci yarısında başlanması planlanıyordu ancak krizin etkilerinin uzun sürmesi nedeniyle proje 2002 yılının sonuna ertelendi. Piyasa şartlarının olgunlaşmaması durumunda 2003'e ertelenmesi de olası.

Değerleme

Alarko Holding 1 Mayıs 2002 itibariyle hedef net aktif değerimize oranla %37 iskontolu işlem görmekte olsa da, Holding'in temel faaliyet alanları olan taahhüt, arazi geliştirme, sanayi ve enerji sektörlerinde 2002 yılına ilişkin beklentilerinin sınırlı olması nedeniyle yatırım görüşümüz "NÖTR".

Alarko Holding Net Aktif Değeri (Milyon US\$)

Şirket	Alarko Holding İştirak Payı (%)	Değerleme Yöntemi	Değer	Alarko Holding İştirak Payı Değeri
Alsim	96.7	İNAA	305.6	295.5
Alarko Carrier	42.0	Piyasa Değeri	55.2	23.2
Alarko GYO	15.5	Piyasa Değeri	31.3	4.9
Altek	36.9	SNET Satış Değeri	65.0	24.0
Toplam				347.5
31 Mart 2002 itibariyle Net Nakit				47.8
Net Aktif Değeri				395.3
Piyasa Değeri				249.7
İskonto(-)/Prim(+)				-37%

**Piyasa Değerleri 2 Mayıs 2002 kapanış fiyatları baz alınarak hesaplanmıştır*

Ek 1: 15 Nisan 2002 İtibariyle Alsim Proje Defteri

Yurtiçi Projeleri	Yatırım Bedeli (Milyon US\$)	Alarko'nun Payı (%)	Tamamlan. Oranı (%)	Başlama Tarihi	Bitiş Tarihi	Kalan
İzmit Su Arıtma Tesisi	40.5	41	72	2000	2003	4.6
Adana Metrosu	531.9	57	39	1997	2005	184.9
Kıbrıs Barış Suyu Projesi	290	76	0	2002	2007	220.4
Melen Suyu Projesi	49.6	100	2	2001	2004	48.6
Eskişehir - Ankara Demiryolu Rehabilitasyonu	398.4	45	0	2002	2004	179.3
Şişhane - Yenikapı Metrosu	225.0	44	0	2002	2005	99.0
Kırklareli Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	6.7	100	4	2002	2002	6.4
Ara Toplam	1542.1					743.3
Yurtdışı Projeleri						
Astana Uluslararası Havaalanı	170.0	95	0	2002	2004	161.5
Moskova Onkoloji Hastanesi	90.0	100	55	1995		40.5
Buhara Terminal Binası Modernizasyonu	8.4	100	1	2001	2003	8.3
Ara Toplam	268.4					210.3
Arazi Geliştirme						
Alkent 2000 (3.Faz/1.Bölüm)	90.0	100	0	2002	2004	90.0
Al-Riva (1.Faz)	200.0	100	0			200.0
Ara Toplam	290.0					290.0
Genel Toplam	2100.5					1243.6
Alarko'nun Payı	1425.4					

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayıdır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.Ş.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2002 Strateji Menkul Değerler A.Ş.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.