

ALARKO HOLDİNG

Endeksin Üzerinde Getiri Holding

11 Şubat 2014

Hakan Deprem , Göksel Şişmanlar
hakan.deprem@akyatirim.com.tr,
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

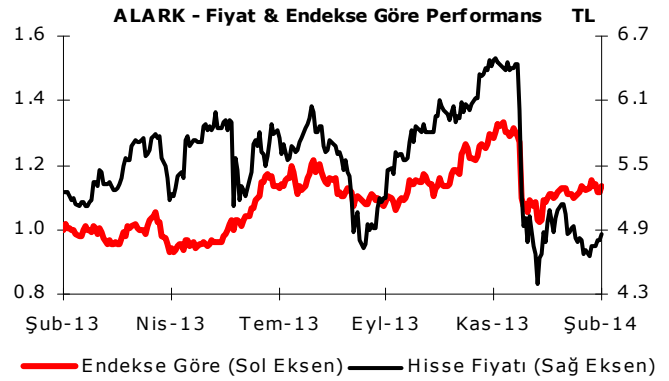
Kazakistan'daki devalüasyonun etkisi

- Alarko Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 7.06TL (önceki 7.36TL) seviyesine indiriyoruz. Kazakistan'ta yaşanan devalüasyon sonrasında, Kazakistan'daki operasyonlardan sağlanan katkının azalacağı yönündeki beklentimiz, hedef fiyatımızdaki aşağı revizyonun arkasındaki ana etken. Şirket için 2014 ve 2015 net kar tahminlerimizi de aşağı yönde revize ettik. Buna göre 2014 için 70 milyon TL(önceki 89 milyon TL), 2015 için ise 86 milyon TL (önceki 106 milyon TL) net kar beklentimiz bulunuyor.
- Kazakistan Merkez Bankası, Kazak para birimini dolar karşısında %19 düşürdü.** Alarko'nun Kazakistan'daki taahhüt projesinin toplamı 500 milyon dolar civarında bulunurken, bu değer Alarko'nun birikmiş iş hacminin yaklaşık %86'sına karşılık geliyor. Bozshakol bakır cevheri tesisi projesinin dolar bazında (120 milyon dolar) olması nedeniyle devalüasyonda olumsuz etkilenmesini beklemezken, devalüasyonun diğer projelere kısmi olumsuz etkisi olacağını düşünüyoruz. Aktau-Manasha otoyol projesinin %70 dolar bazlı iken, %30'luk kısmı Kazak Tenge'si cinsinden. Kazak Tenge'si kısmı için fiyat ayarlaması söz konusu olabilecek. Diğer taraftan Taldykol su arıtma projesi için ise anlaşmada dolar ve enflasyona bağlı olarak fiyat farkı şartı bulunuyor. Dolayısıyla bu proje için de fiyat ayarlaması olası. Gelişmeler paralelinde Şirket için müteahhitlik geliri tahminimizi de aşağı yönde revize ederek 2014 ve 2015 için sırasıyla 250 milyon dolar (önceki 300 milyon dolar), 225 milyon dolar (300 milyon dolar) seviyesine indiriyoruz. Taahhüt segmenti için ortalama VAFÖK marjı tahminimizi 2014 ve 2015 için %2 düşürerek %6 'ya 2016 için ise %1 düşürerek %7'ye indiriyoruz.
- Karabigaya ilişkin önemli bir risk yok.** Çanakkale Karabiga'da ithal kömüre dayalı, 1.320MW toplam kurulu güce sahip enerji santralinin toplam planlanan yatırım maliyeti 1 milyar 200 milyon dolar ve projenin 2016 sonuna kadar tamamlanması bekleniyor. Projenin finansmanının %25 özsermaye, %75 borçlanmayla sağlanması öngörülüyor. Proje ile ilgili ilk sendikasyon 200 milyon dolar olarak 2Ç13'te sağlanmıştı. Geri kalan 660 milyon dolarlık kredinin yakında sağlanması hedefleniyor. Şirket Karabiga Termik Santrali için ÇED olumlu raporunu aldı. Devam eden davanın projenin programında ciddi bir sapma yaratmasını beklemiyoruz.
- Riskler.** Beklenmeyen gecikmeler veya müteahhitlik segmentindeki maliyet artışları, yeni projelerdeki aksamalar, enerji segmenti kaynaklı zayıf marjlar Holding için risk oluşturmaktadır.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	4,86 / 2,18
12 Ay Hedef Fiyat (TL/US\$)	7,36 / 3,31
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	6,62 / 4,05
Hisse Sayısı (bin)	223.467
Piyasa Değeri (TLmn)	1.086
Net Nakit* (2013/09, TLmn)	197
Halka Açıklık	%26
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	3,7
Kod (Reuters, Bloomberg)	ALARK.IS, ALARK TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	64.050 / 28.790

* Sadece Holding şirketine ait net nakit



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%2,5	-%2,8	-%20,1	-%7,5
Endekse Göre	-%1,3	%3,1	-%7,8	%13,7

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

	2011	2012	2013T	2014T
Net Satış	1.619	964	644	735
VAFÖK	64	112	54	87
Net Kar	76	175	70	86
FD/Satış	0,5	0,8	1,2	1,1
FD/VAFÖK	12,4	7,1	14,6	9,1
F/K	14,3	6,2	15,4	12,6

Ortaklık Yapısı

Alaton Ailesi	%35
Garihi Ailesi	%34
Diğer	%3
Halka Açık	%28