

Tekfen Holding

14/12/2021

Şirket Güncelleme

AL

Yükselme Potansiyeli 76%

TKFEN taahhüt iş kolunun bakiye siparişlerinin büyüklüğünün küçülmesi ve projelerde meydana gelen zararlar nedeniyle yılbaşından bu yana endeksin %26 altında performans gösterdi. Şirket, yakın zamanda Katar'da toplam sözleşme tutarı 400 milyon USD'nin üzerinde olması beklenen yeni bir proje ihalesi kazandıklarını açıkladı. Yeni proje şirket'in toplam bakiye sipariş büyüklüğünün (1.46 milyar USD) yaklaşık %26'sına tekabül ederken, bir süredir kazanılan en yüksek bedelli ihale olması ile öne çıkıyor. İlerleyen dönemde, pandemi sonrası özellikle petrol ve gaz ile ilgili sektörlerde yaşanan güçlü iyileşme, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve Türkiye'nin Körfez bölgesi ülkeleriyle artan işbirliğinin Tekfen için yeni proje kazanımlarının önünü açacağına inanıyoruz. Ayrıca, Tüpraş'ın yakın zamanda açıkladığı ve 2022-2050 dönemi için 10 milyar USD civarında yatırım öngören stratejik planının, Tekfen için yeni fırsatlar oluşturabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, taahhüt segmentinde uzun süredir beklenen bakiye sipariş büyümesi hisseye olan güveni arttırmış olsa da, değerlememizin sunduğu temel artış potansiyeli gübre faaliyetlerinden geliyor. Gübre segmentinin, 2022'deki daha zayıf satış hacimi ve marj görünümüne rağmen nominal FAVÖK büyümesi (2022'de dolar bazında yıllık +%3) açısından son on yılın en yüksek seviyesine ulaşan gübre fiyatlarından faydalanmasını bekliyoruz. **TKFEN için hisse başına hedef fiyatımızı i) önemli ölçüde daha yüksek USD/TRY öngören yeni makro tahminlerimiz, ii) bakiye sipariş büyüklüğündeki artış ve iii) gübre fiyatlarında son dönemde meydana gelen sert yükselişi yansıttığımız yeni beklentilerimiz ışığında önceki 19.58 TL'den 42.00 TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %76 oranında yüksek bir artış potansiyeline işaret etmekte. Holding'in güçlü nakit yaratan gübre operasyonları ve toplam 327 milyon ABD Doları tutarındaki konsolide net nakit pozisyonu ve uzun vadeli finansal yatırımları göz önüne alındığında hissenin fazla cezalandırıldığını düşünüyoruz. Hisse, 2022 2.4x FD/FAVÖK (finansal yatırımlar FD hesabına dahil edilmiştir) çarpanı ile takip listemizdeki en ucuz hisselerden biri olarak işlem görüyor.**

Gübre fiyatlarındaki artış eğilimi 4. çeyrekte ciddi oranda hızlandı. Doğal gaz fiyatlarındaki keskin artışın amonyak maliyetlerini yükseltmesi ve küresel arzı kısıması, aynı zamanda Çin, Rusya ve Türkiye'de dahil bazı ülkelerin gübre ihracatına kısıtlama getirmesi nedeniyle, dünya genelinde gübre fiyatlarında meydana gelen artış, özellikle yılın üçüncü çeyreğinden itibaren hızlanmaya başladı. Sonuç olarak, Tekfen'in ortalama yurt içi gübre satış fiyatları 3Ç21'de bir önceki yılın aynı dönemine göre dolar bazında %74 artış göstererek 471 USD/ton olarak gerçekleşti. Küresel gübre fiyatlarındaki sert yükseliş Ekim ayından itibaren tüm hızıyla devam ederek 2008-09 küresel mali krizinden bu yana görülmemiş seviyelere ulaştı (10.12.21 itibarıyla 700-900 USD/ton). Doğal gaz fiyatlarının kış boyunca yüksek kalacağı ve Çin'in (küresel DAP gübre ticaretinin 1/3'ü) ihracat kısıtlamalarının Haziran 2022'ye kadar yürürlükte kalacağı dikkate alındığında, fiyatların 2022'nin ilk yarısında yüksek kalması bekleniyor.

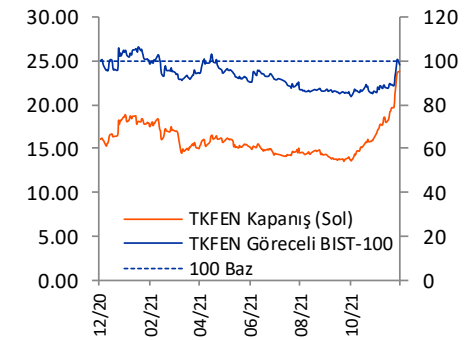
Sektörün üretimde ithalata bağımlılığı %80-85 civarında yüksek olmasına rağmen, çoğu sektör oyuncusunun maliyet artışlarının büyük bir kısmını fiyatlara yansıtması gerektiğinden Tekfen'in gübre operasyonlarının FAVÖK rakamının 2022'de USD bazında %3 oranında büyümesini bekliyoruz. Eylül ayında Türkiye, DAP, üre ve nitratlı gübreler dahil çoğu gübreye lisans şartı getirerek gübre ihracatını kısıtladı. Türkiye'nin en büyük gübre ihracatçılarından biri konumunda olan Tekfen'in 2020'de ihracatın toplam gübre satış hacmine oranı %26 seviyesinde gerçekleşmişti. Şirket'in pazar lideri konumu, geniş bayi ağı ve yerli üretici olarak ithalat yapan oyunculara karşı elinde tuttuğu avantaj göz önüne alındığında, şirket'in atıl kalan kapasitesinin bir kısmını iç pazara yönlendirebileceğini düşünüyoruz. Kısıtlamaların en azından 2022 yılının ilk yarısında da devam edeceği varsayımıyla varsayımıyla, 2022 için satış hacimlerinde yıllık bazda yaklaşık %9 hacim daralması tahmin ediyoruz. Maliyet baskılarını göz önünde bulundurarak, gübre işkolu için 2022'de 3,0 puan FAVÖK marjı düşüşü öngörüyoruz.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	23.82	1.67
12 Aylık Hedef Fiyat	42.00	3.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	19.58	2.06
Piyasa Değeri (mn)	8,813	618
Halka Açık PD (mn)	4,528	317
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	171.5	15.3
Hisse sayısı (Adet mn)		370
Takas Saklama Oranı (%)		51
Yabancı Oranı (%)		25

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	46.3	45.2	52.2
ABD \$	1.8	-24.4	-15.2
BIST-100 Relatif	14.1	2.1	-0.7

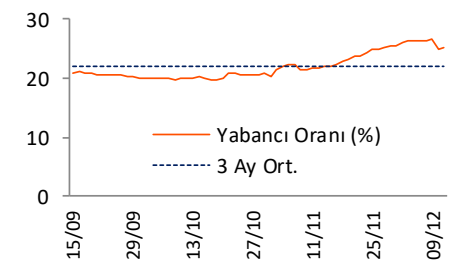
Çarpanlar	2020G	2021T	2022T
F/K	a.d	5.7	4.5
PD/DD	1.5	1.2	0.8
FD/FAVÖK	14.8	3.5	1.9

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 13.54 23.82

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 25.11

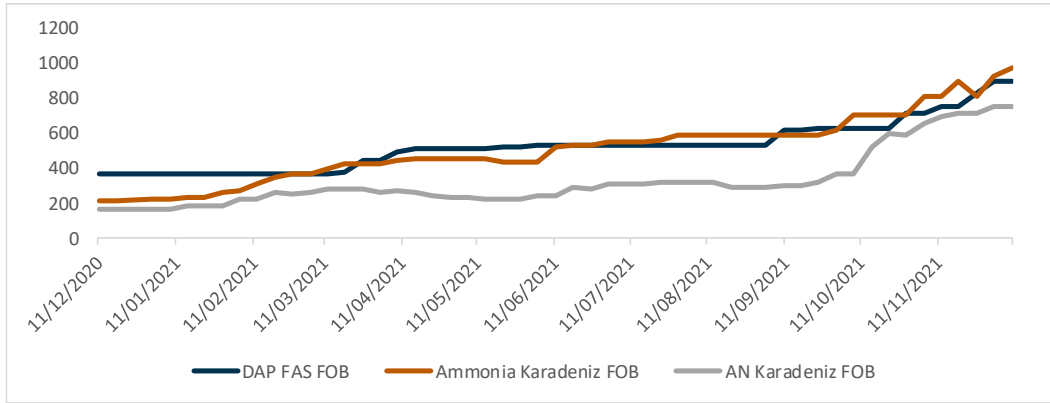


Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

Figür 1: Spot Fiyatlar USD/ton



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Mevcut taahhüt projelerindeki zararların bir kısmı telafi edilebilir. Son iki yılda, daralan bakiye sipariş büyüklüğü, maliyet aşırımları, olumsuz hava koşulları, erteleme talepleri, inşaat malzemesi tedarikinde yaşanan sorunlar, kur dalgalanmaları ve devam eden bazı projelerin hakediş ödemelerindeki gecikmeler taahhüt segmenti için negatif nakit akışlarına yol açtı. Şirket 3Ç21 sonunda 176 milyon USD net borç pozisyonuna sahiptir (2019 yıl sonu: 263mn USD net nakit pozisyonu). Potansiyel maliyet aşırımlarının belirli bir ölçüde devam edebileceğini düşünsek de, bazı kayıpların tazmini konusunda devam eden müzakerelerden elde edilen olumlu sonuçlar, orta vadede karlılığı ve nakit akışlarını destekleyebilir.

Değerleme

Parçaların toplamı metodolojisini kullandığımız değerlememiz Tekfen Holding %77 artış potansiyeli sunan 42,00 TL hisse başı hedef fiyata işaret ediyor. Mühendislik ve Taahhüt, Kimya Sanayii (gübre) ve Hizmet iş kolları için ayrı INA modelleri kullandığımız değerlememizde dolar bazında %7 risksiz faiz oranı ve %6 risk primi kullandık. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerini ise portföyündeki varlıkların ekspertiz değerlerini %60 indirim uygulanarak değerlememize dahil ettik. Holding'in borsaya işlem gören ve görmeyen varlıklardaki paylarını ve türev enstrümanlarını içeren uzun vadeli finansal yatırımları da değerlememize ekledik. Özkaynaklar altında değerlendirilen iştirakler de (Azfen hariç) defter değerleri üzerinden değerlememize dahil edilmiştir. Değerlememizin sonucunda bulduğumuz hedef NAD'ne %25 holding indirimi uyguladıktan sonra Tekfen Holding için 1,01 milyar dolarlık hedef piyasa değerine ulaşıyoruz.

Riskler

Riskler: i) zayıf yeni proje edinimleri veya yeni kazanımlar için karlılıktan feragat edilmesi, ii) mevcut müteahhitlik projelerinde beklenenden fazla maliyet aşırımları, iii) faaliyet gösterdiği ülkelerdeki ekonomik veya siyasi çalkantılar, iv) amonyak/gübre spreadlerinde daralma, v) gübre segmentinde maliyete dayalı fiyat artışlarının yansıtılmaması ve vi) Şirket'in 2022 için zayıf beklenti açıklaması.

Figür 2: NAD Kırılımı (USD)

İş Kolu	TKFEN	Mevcut	Mevcut	TKFEN	Mevcut	Hedef	Hedef	TKFEN	Hedef
	Payı	Değerleme Metodu	EV	Payı	Payı(%)	Değerleme Metodu	FD	Payı	NAD Payı(%)
Kimya Sanayi & Tarımsal Üretim	100%	INA	574	574	47%	INA	650	650	49%
Mühendislik & Taahhüt	100%	INA	186	186	15%	INA	212	212	16%
Hizmet	100%	INA	97	97	8%	INA	109	109	8%
Gayrimenkul Portföyü	100%	Ekspertiz Değeri @60% disc.	29	29	2%	Ekspertiz Değeri @60%*(1+CoE)	32	32	2%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (Azfen hariç)		Defter Değeri	2	2	0%	Defter Değeri *(1+CoE)	2	2	0%
İştiraklerden Gelen Toplam FD				888	73%	İştiraklerden Gelen Toplam FD		1,006	75%
Konsolide Net Nakit (Borç)				128	11%	Konsolide Net Nakit (Borç)		128	10%
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar				200	16%	Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar		200	15%
		Mevcut NAD		1,215		Hedef NAD		1,333	
		% Mevcut NAD İskontosu		-48.0%		% Hedef NAD İskontosu		-52.6%	
		Tarihsel iskonto (üç yıl)		-38.5%		Tarihsel İskonto		-40.0%	
		Mevcut Piyasa Değeri		632		Hedef Piyasa Değeri*		1,000	
						Hedef Fiyat (US\$)		2.70	
<i>Net Nakit (Borç), 3Ç21</i>						Hedef Fiyat (TRY)		42.00	
<i>* %25 holding iskontosu uygulandıktan sonra</i>						Artış Potansiyeli		77%	

Kaynak: İş Yatırım

Tekfen Holding

Faaliyet Konusu
Holding Faaliyeti

Ortaklık Yapısı (%)	
Diğer	53.8
Feyyaz Berker	17.4
Ali Nihat Gökyiğit Yatırım Holding Anonim Şirketi	9.1
Ali Nihat Gökyiğit	8.1

Gelir Tablosu (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Net Satış Gelirleri	14,603	11,730	18,039	33,011	31,563
Brüt Kar (Zarar)	2,402	914	2,401	4,531	4,265
Operasyonel Giderler	774	786	1,168	2,208	2,032
Esas Faaliyet Karı	1,627	128	1,233	2,323	2,233
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-29	-143	-200	-100	-99
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	5	60	100	80	90
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-57	4	400	50	50
Net Finansman Gelir (Gideri)	231	225	339	82	83
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,777	229	1,872	2,435	2,357
Vergi Giderleri (Gelirleri)	362	297	337	487	471
Azınlık Payları	-6	-7	-7	-7	-7
Net Kar	1,421	-60	1,541	1,955	1,893
Düzeltilmiş Net Kar	1,421	-67	1,541	1,955	1,893
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,265	-169	896	1,836	1,762
FAVÖK	1,917	459	1,699	3,142	3,033

Büyümler & Opr. Perf.	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Büyümler					
Net Satışlar	20.2%	-19.7%	53.8%	83.0%	-4.4%
Faaliyet Karı	27.2%	-92.1%	860.6%	88.4%	-3.9%
FAVÖK	30.4%	-76.1%	270.1%	85.0%	-3.5%
Net Kar	n.a	n.a	n.m	26.8%	-3.2%

Operasyonel Performans	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Brüt Marj	16.4%	7.8%	13.3%	13.7%	13.5%
Faaliyet Kar Marjı	11.1%	1.1%	6.8%	7.0%	7.1%
FAVÖK Marjı	13.1%	3.9%	9.4%	9.5%	9.6%
Efektif Vergi Oranı	20.4%	108.1%	20.0%	20.0%	20.0%
Net Kar Marjı	9.7%	-0.5%	8.5%	5.9%	6.0%
Özkaynak Karlılığı	29.0%	a.d	23.1%	21.7%	16.8%
Aktif Karlılığı	11.5%	a.d	9.9%	9.1%	7.1%

Rasyo Analizi	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Düzeltilmiş F / K (x)	6.2	a.d	5.7	4.5	4.7
FD / FAVÖK (x)	3.1	12.8	3.5	1.9	1.9
FD / Satışlar (x)	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
PD / Defter Değeri (x)	1.6	1.5	1.2	0.8	0.7
Hisse Başı Kazanç (₺)	3.84	n.m	4.17	5.28	5.12
Hisse Başı Temettü (₺)	1.14	0.96	0.19	1.04	1.58
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.8%	4.4%	6.7%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	-3,271	-983	-1,797	-2,936	-3,136
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d

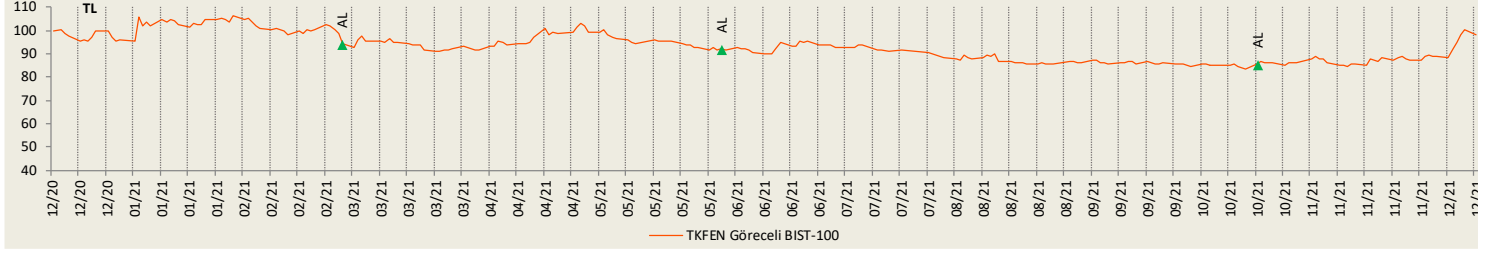
Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
Dönen Varlıklar	9,217	9,013	11,658	17,742	18,160
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,095	3,259	3,689	4,821	5,692
Ticari Alacaklar	1,953	2,039	2,706	4,952	4,734
Stoklar	1,449	2,034	2,815	3,987	3,822
Diğer Dönen Varlıklar	1,708	1,600	2,448	3,982	3,912
Duran Varlıklar	3,446	4,904	5,709	8,001	9,229
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	104	116	146	226	316
Maddi Duran Varlıklar	2,135	2,577	2,745	2,885	3,030
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	45	44	44	44	44
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	848	1,873	2,549	4,639	5,641
Toplam Varlıklar	12,663	13,917	17,367	25,743	27,389
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,645	7,475	8,818	14,561	14,529
Finansal Borçlar	620	2,086	1,620	1,784	2,454
Ticari Borçlar	3,330	3,418	4,692	8,544	8,189
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,694	1,971	2,507	4,233	3,886
Uzun Vadeli Yükümlülükler	521	632	763	635	607
Finansal Borçlar	215	273	273	101	102
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	228	292	394	357	335
Özkaynaklar	5,497	5,811	7,705	10,465	12,172
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,429	5,730	7,624	10,384	12,091
Ödenmiş Sermaye	370	370	370	370	370
Rezerv ve Diğer Kalemler	3,638	5,420	5,793	8,141	9,910
Dönem Net Karı (Zararı)	1,421	-60	1,541	1,955	1,893
Azınlık Payları	68	81	81	81	81
Toplam Kaynaklar	12,663	13,917	17,367	25,743	27,389

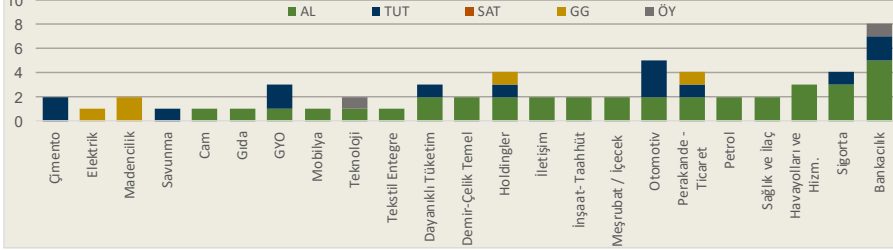
Nakit Akım (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T	2023T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	772	-1,089	1,284	1,947	1,210
Düzeltilme Öncesi Kar	1,415	-67	1,541	1,955	1,893
Amortisman & İtfa Payları	289	315	466	819	800
İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,060	-1,236	-258	1,282	-454
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	127	-101	-465	-2,109	-1,029
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-393	-1,250	-616	-852	-789
Sabit Sermaye Yatırımları	-236	-537	-181	-278	-284
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-157	-713	-435	-574	-505
Serbest Nakit Akım	378	-2,339	668	1,095	422
Finansman Faal. Kay. Nakit	-865	1,504	-581	-437	42
Finansal Borçlardaki Değişim	-442	1,328	-466	-8	671
Temettü Ödemeleri	-451	-385	-71	-385	-586
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-53	-44	-44	-44	-44
Net Nakit Değişimi	-568	-1,440	87	658	464

Tekfen Holding

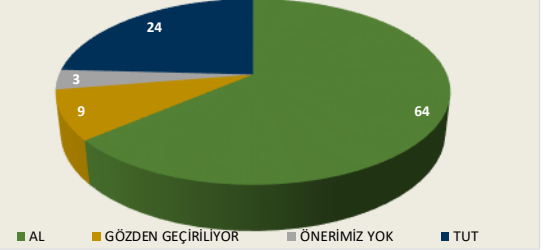
Göreceli Getiri / Öneriler



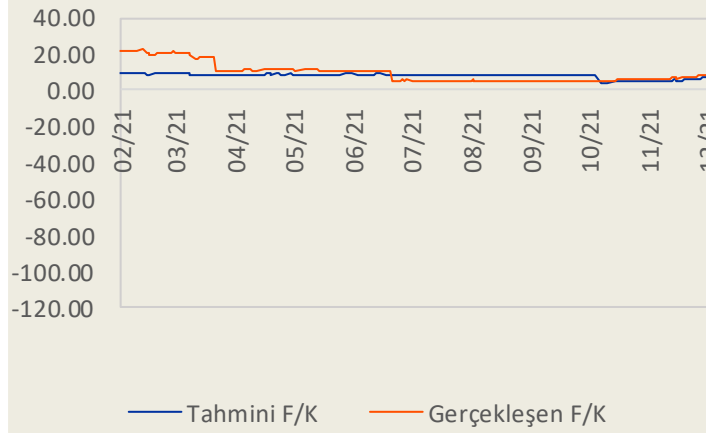
Şirket Sayısı



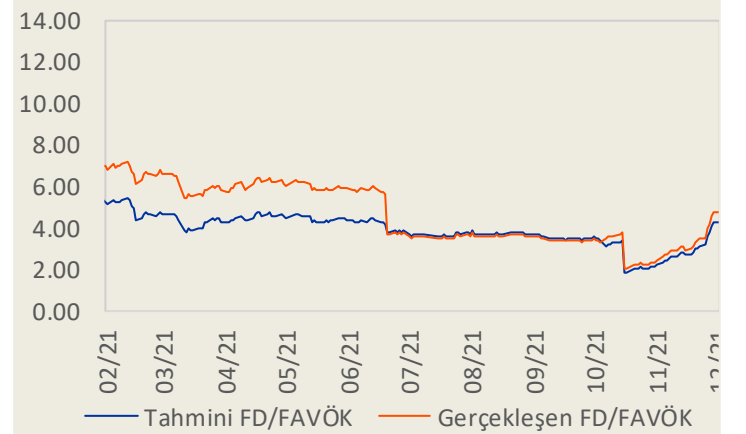
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



This report has been prepared by "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş." (İş Investment) solely for the information of clients of İş Investment. Opinions and estimates contained in this material are not under the scope of investment advisory services. Investment advisory services are given according to the investment advisory contract, signed between the intermediary institutions, portfolio management companies, investment banks and the clients. Opinions and recommendations contained in this report reflect the personal views of the analysts who supplied them. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Investors must make their decisions based on their specific investment objectives and financial positions and with the assistance of independent advisors, as they believe necessary.

The information presented in this report has been obtained from public institutions, such as Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Market Board of Turkey (CMB), Republic of Turkey, Prime Ministry State Institute of Statistics (SIS), Central Bank of the Republic of Turkey (CBT); various media institutions, and other sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed.

All information in these pages remains the property of İş Investment and as such may not be disseminated, copied, altered or changed in any way, nor may this information be printed for distribution purposes or forwarded as electronic attachments without the prior written permission of İş Investment. (www.isinvestment.com)