



Tekfen Holding

Şirket Raporu

(Genel Yatırım Tavsiyesi)

23 Haziran 2022

Endeks Üzeri Getiri

Tekfen yönetimi en kötünün geride kaldığını düşünüyor. Tekfen'in yeni CEO'su Sn. Ali Pandır bu hafta bir analist toplantısı düzenleyerek şirketin görünümü ve planları hakkında bilgilendirmede bulundu. Toplantıdaki mesajlar genel olarak olumlu yönde olup, inşaat iş kolunda artık yeni zarar üreten proje beklenmediği, geçmiş yıllardaki zararların müşterilerden tahsilatı konusunda umutlu olduklarının altı çizildi. Yeni yönetim ayrıca grup içindeki verimsizlikleri azaltmak ve daha esnek, sürdürülebilir ve teknoloji odaklı bir holding yapısı oluşturmanın önemli hedefleri arasında yer aldığını belirtti.

İnşaat: Maliyet artışlarına yönelik tazminat talepleri net karlılığa önemli katkı yapabilir. Tekfen son 2 yılda inşaat kolunda temel olarak 3 projeden kaynaklanan (Katar'da stadyum projesi, Rusya ve S.Arabistan'da boru hattı projeleri) beklenmedik maliyet artışları ile karşılaşmış, bunun sonucunda 2020-21 döneminde yaklaşık 170 milyon dolar FAVÖK seviyesinde toplam zarar kaydedilmiştir. Şirket toplam 250 milyon dolara kadar maliyet artışlarını müşterilerden tahsil etmeye tazminat talepleri bulunduğunu ve bunları almak için umutlu olduklarını belirtmektedir. Bahsedilen tazminatların büyüklüğü Tekfen'in piyasa değerinin yaklaşık yüzde 50'sine denk gelmekte olup, kısmi olarak zararların tahsil edilmesi durumunda bile hisse için olumlu olacağını düşünüyoruz. Diğer yandan yeni projeler konusunda şirket yönetimi karlı projelere odaklanılacağını, backlog'un agresif büyütülerek 3 milyar dolara çıkarılmasını istemediklerini, yeni enerji güvenliği ortamında doğal gaz üretim ve boru hattı projelerinde fırsatlar olabileceğini belirtmektedir. Özellikle Qatar'da 30 milyar dolar büyüklüğündeki North Field Expansion projesinin, şirket için yeni iş potansiyeli oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Gübre: Güçlü nakit akışı devam ediyor, Toros Tarım'da olası hisse satışı değerlendirilebilir. Gübre iş kolunda 2021 yılında artan fiyatlar ve güçlü marjlar sayesinde FAVÖK performansı 200 milyon doların üzerine çıkmıştı. 2022 yılı için yüksek fiyatların iç talepte daralmaya yol açması ve artan hammadde maliyetleri nedeniyle marjlarda bir miktar baskı öngörsek bile, tahminimiz 150 milyon dolar civarında FAVÖK elde edilmesi yönündedir. Şirket gübre ihracatına Eylül ayına kadar tekrar izin verilmesini olumlu bir gelişme olarak değerlendirmektedir. Yönetimin açıklamalarına göre Tekfen gübre iş kolunda potansiyel stratejik yatırımcılara hisse satışını değerlendirebilir. Özellikle yurtdışı pazarlarda büyüme fırsatı getirebilecek bir ortaklığın şirket için olumlu olacağını düşünüyoruz. Bizim değerlememize göre Toros Tarım'ın yüzde 50 hissesinin satılması durumunda, Tekfen'in 400 milyon dolar üzerinde bir gelir elde etmesi mümkün. Diğer yandan, şirket yeni bir sektöre yatırım yapmak üzere çalışmaların sürdüğünü, yeni iş kolunun teknoloji odaklı olmasının beklendiğini belirtmektedir. Örnek olarak düşük maliyetli atık kimyasal/plastiklerin dönüştürülerek yüksek katma değerli ürünlerin üretimi gibi projeler üzerinde çalışıldığı şirket tarafından aktarılmıştır.

Hedef fiyatımızı 46.0 TL olarak revize ediyoruz. Net Aktif Değer tahminlerimizi güncelliyor ve artan döviz kurlarının iştirak değerlemeleri üzerindeki etkisiyle Tekfen için hedef fiyatımızı 36.50 TL'den 46.00 TL'ye revize ediyoruz. 2022 tahminlerimize göre 2.9x F/K ve 2.4x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem gören hisse için Endeks Üzeri Getiri beklentimizi ve tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

Önceki: Endeks Üzeri Getiri

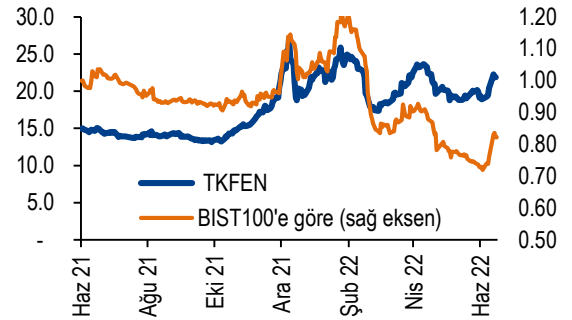
Hedef Fiyat	TL46.00
Hisse Fiyatı (23-06-2022)	TL21.88
Getiri potansiyeli	110%
Bloomberg Hisse Kodu	TKFEN TI
Piyasa Değeri (TLmn)	8,096
Halka Açıklık Oranı	48%
Hisse adedi (mn)	370
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	331

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	16%	12%	45%
Nominal (USD)	6%	-4%	-27%
BIST100'e göre	7%	-6%	-21%

Tahminler (TLmn)	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	16,223	29,678	36,732
FAVÖK	728	3,489	4,825
Net Kar	839	2,751	3,820

Değerleme	2021	2022T	2023T
F/K	9.6x	2.9x	2.1x
FD/FAVÖK	11.5x	2.4x	1.7x
F/DD	1.1x	0.8x	0.6x
Temettü verimi	3.2%	6.8%	9.4%

Fiyat Grafiği



Tekfen Holding: Net Aktif Değeri

	FAVÖK (Milyon USD)					Değerleme arpanı	Net Nakit (Milyon USD)	Değerleme (Milyon USD)	
	'19	'20	'21	'22T	'23T			FD	Sermaye Değeri
Taahhüt	255	-49	-120	44	93	4.0x FD/FAVÖK (*)	-225	350	125
Gübre ve Tarım									
Gübre	81	105	202	149	135	5.0x FD/FAVÖK (**)	104	711	815
Tarımsal Üretim	-2	-4	-5	0	0		-18	0	-18
Servisler (Terminal)	20	25	19	17	20	5.0x FD/FAVÖK (**)	9	92	101
Holding faaliyet giderleri						Bugünkü değer (%8 yıllık büyüme)			-80
Holding nakit pozisyonu							175		175
Diğer varlıklar (gayrimenkul, finansal yatırımlar)						Defter Değeri %8 kira verimi			198
Net Varlık Değeri (Milyon USD)									1316
Piyasa Değeri									467
Mevcut iskonto									-65%
Deęerlemede varsayılan holding iskontosu									-30%
Hedef Fiyat (TL/hisse)									46.00
Hisse Fiyatı									21.88
Yükseliş Potansiyeli									110%

(*) 75 milyon USD ortalama FAVÖK tahminine göre; 50 milyon USD tazminat geliri dahil

(**) 2022 ve 2023 ortalama FAVÖK tahminlerine göre

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yrd. levent.durusoy@vf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya Müdür serhat.kaya@yf.com.tr +90 (212) 334 98 36

Erol Gürçan Ekonomist erol.gurcan@vf.com.tr +90 (212) 334 98 37

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04