

2020 4.Ç Mali Tablo Analizi

Gerçekleşen ve Tahminler

Beklentileri oldukça altında (ISY tahmini: 174mn TL ve konsensüs: 219mn TL net kar), Tekfen Holding 4Ç19'da kaydettiği 20 milyon TL net zarara karşılık 4Ç20'de 191 milyon TL net zarar açıkladı. Zayıf sonuçlar ve tahminlerimizdeki sapma, bir kez daha taahhüt segmentinin bazı projelerde biriken maliyet artışlarının neden olduğu zararlardan kaynaklandı. Buna göre, taahhüt iş kolu, 2020 yılında Katar'da devam eden Stadyum Projesi ve Rusya'daki Kharampurskiy Gazprom Boru Hattı Projesi'nden toplam 895 milyon TL (98 milyon USD \$) zarar kaydetti. Beklentilerin altında, 4Ç20 konsolide satış gelirleri 3,37 milyar TL (yıllık %20 düşüş) gerçekleşirken, FAVÖK 4Ç19'da kaydedilen 122 milyon TL'ye karşı 82 milyon TL olarak gerçekleşti. Net nakit pozisyonu ise 3Ç20 itibarıyla bir önceki çeyreğe göre %18 artarak 983 milyon TL'ye ulaştı.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Taahhüt segmenti yüksek zarar açıkladı. Taahhüt segmenti 4Ç20'de yıllık bazda %12 düşüşle 2,01 milyar TL gelir elde etti. FAVÖK, bazı projelerde maliyetlerin beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle yazılan zararlar ve karlılığı düşük proje portföyü etkisiyle negatif 179 milyon TL gerçekleşti. Proje büyüklüğü geçen çeyreğe göre %11 düşerek 1.4 milyar USD gerçekleşti. Şirket yakın zamanda, 1Ç21'de portföye eklenmesini beklediğimiz Azerbaycan ve Kazakistan'da olmak üzere toplam 398 mn US\$ büyüklüğünde iki yeni proje aldığını duyurmuştu.

Gübre segmentlerinde güçlü büyüme. Kimya sanayi (gübre) iş kolu 4Ç20de yıllık bazda %36 büyüyerek 1096 milyon TL ciroya ulaştı. Toplam satış hacmi, yıllık bazda %8 artış gösterdi. USD bazında düşük gübre fiyatları ve TL değer kaybına yönelik beklentiler nedeniyle bayilerin 3Ç20'de erken alım yapması 4Ç20 hacim büyümesini sınırladı. Öte yandan, Hindistan ve Doğu Afrika'dan gelen artan talebe bağlı olarak ihracat hacimleri yıllık bazda %76 arttı. Ortalama gübre fiyatları dolar bazında yıllık %9 düştü. FAVÖK ise ham madde fiyatlarındaki düşüş, yüksek kapasite kullanım oranı ve düşük baz etkisi nedeniyle yıllık bazda üç katından fazla artış gösterdi ve 258 mn TL gerçekleşti. Böylece FAVÖK marjı yıllık %7.7'den %23.5'e yükseldi. Hizmet segmenti ise stabil bir performans gösterdi. Fiyatların artacağı beklentisi ile düşük fiyatlardan yararlanmak isteyen müşteriler petrol ürünlerine ve depolama hizmetine olan talebi artırırken, iyi hava koşulları ve 3Ç20'deki güçlü talep nedeniyle kömür ticareti düşüş gösterdi. Tarımsal üretim iş kolu zayıf performansını sürdürerek, negatif 17mn TL FAVÖK açıkladı.

Değerleme üzerindeki etki ve görünüm

2021 Beklentileri... Yönetim, 2021 yılında 14 milyar TL (yıllık +%20) konsolide gelire ve 459 milyon TL (yıllık +%172) FAVÖK'e ulaşmayı hedefliyor. Net kar beklentisi ise, 2020 yılında kaydedilen 67 milyon TL net zarara karşın 631 milyon TL seviyesinde. Taahhüt segmentinin güçlü proje teslimatları ve daha artan marjlar ile iyileşme göstermesi bekleniyor. Gübre ve hizmet segmentleri için yönetim, 2020'deki yüksek baz nedeniyle FAVÖK marjlarında bir normalleşme öngörüyor. Şirketin konsolide gelir ve FAVÖK beklentisi, 2021 için mevcut tahminlerimizden sırasıyla %17 ve %16 yukarıda, NI beklentisi ise %13 aşağıda.

Yorum: Beklenenden kötü sonuçlara karşı ilk piyasa tepkisinin olumsuz olmasını bekliyoruz. 4Ç20 sonuçları ve 2021 beklentileri sonrasında, tahminlerimizdeki yukarı yönlü revizyon, makro varsayımlarımızdaki değişiklikler ve INA değerlememizi üç ay ileriye taşımamız nedeniyle TKFEN için hedef fiyatımızı 19,05 TL/hisse'den 21,18 TL/hisse'ye yükselttik. AL tavsiyemizi koruyoruz. Yönetim bugün saat 16: 00'da (yerel saat) sonuçların üzerinden geçmek için bir telekonferans çağrısı yapacak.

AL

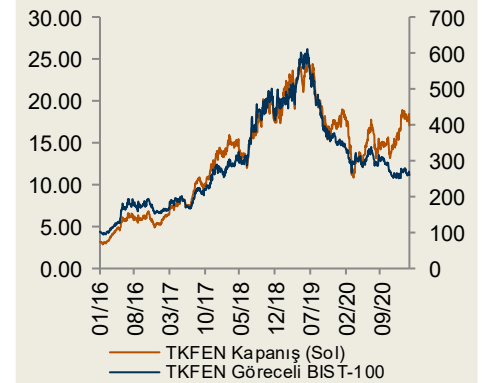
Yükselme Potansiyeli 25%

Kodu	TKFEN	TL (₺)	ABD \$
Fiyat Bilgileri			
Kapanış		17.00	2.36
12 Aylık Hedef Fiyat		21.18	2.72
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat		19.05	2.33
Piyasa Değeri (mn)		6,290	873
Halka Açık PD (mn)		3,187	442
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		341.6	45.4
Hisse sayısı (Adet mn)			370
Takas Saklama Oranı (%)			51

Çarpanlar	2019G	2020G	2021T
F/K	4.4	17.7	8.6
PD/DD	1.2	1.3	1.1
FD/FAVÖK	2.0	8.4	3.3

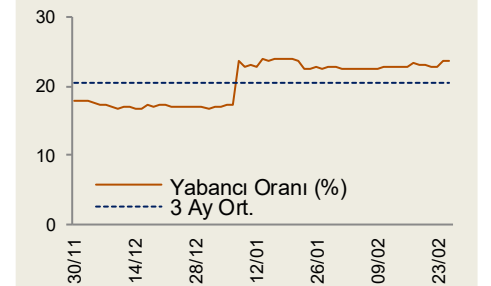
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıliçi	12 Ay
TL (₺)	-5.6	3.7	9.0
ABD \$	-3.2	6.8	-6.8
BIST-100 Relatif	-4.9	2.9	-15.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 10.78 18.88

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 24



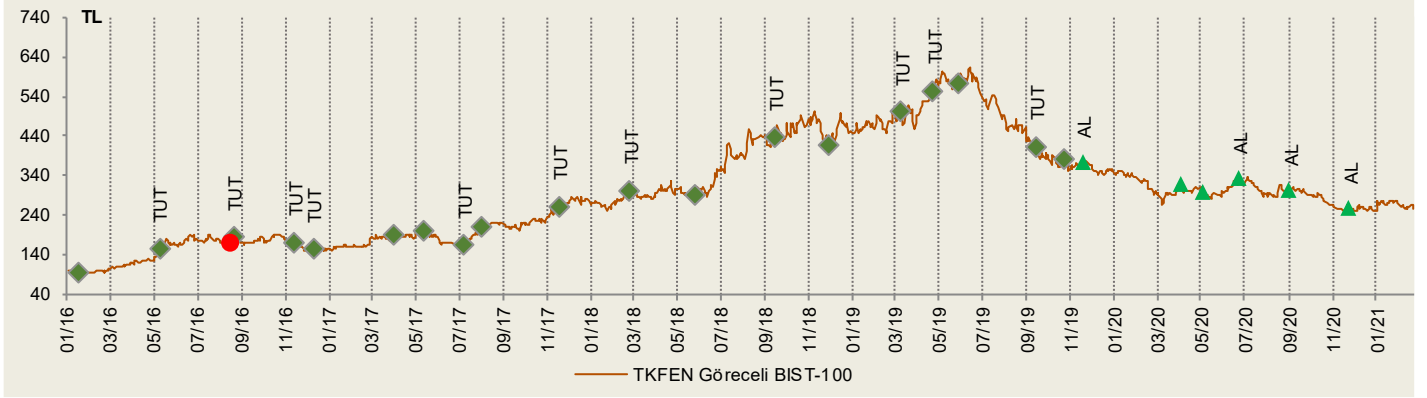
Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

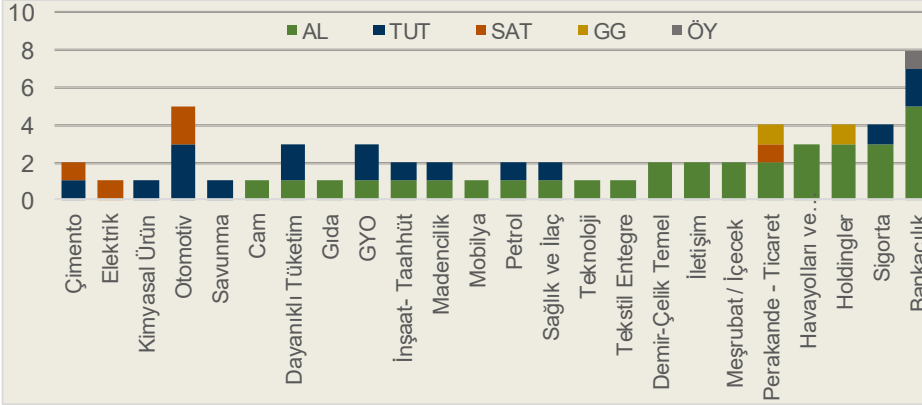
+90 212 350 25 86

Tekfen Holding

Göreceli Getiri / Öneriler



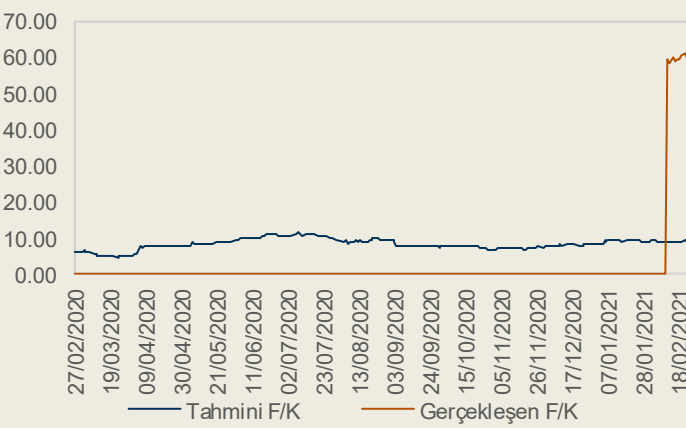
Şirket Sayısı



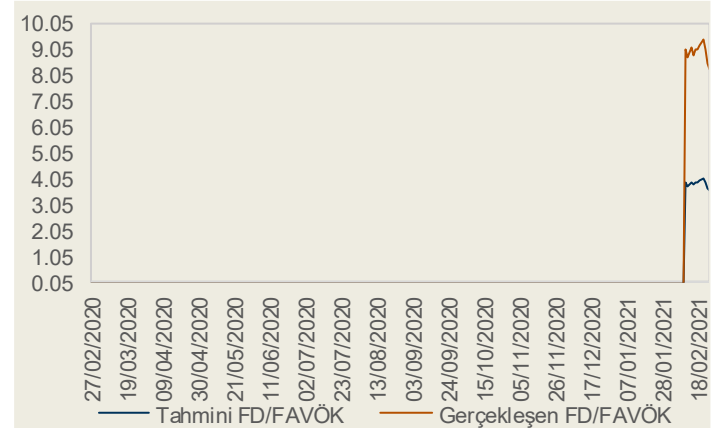
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.