

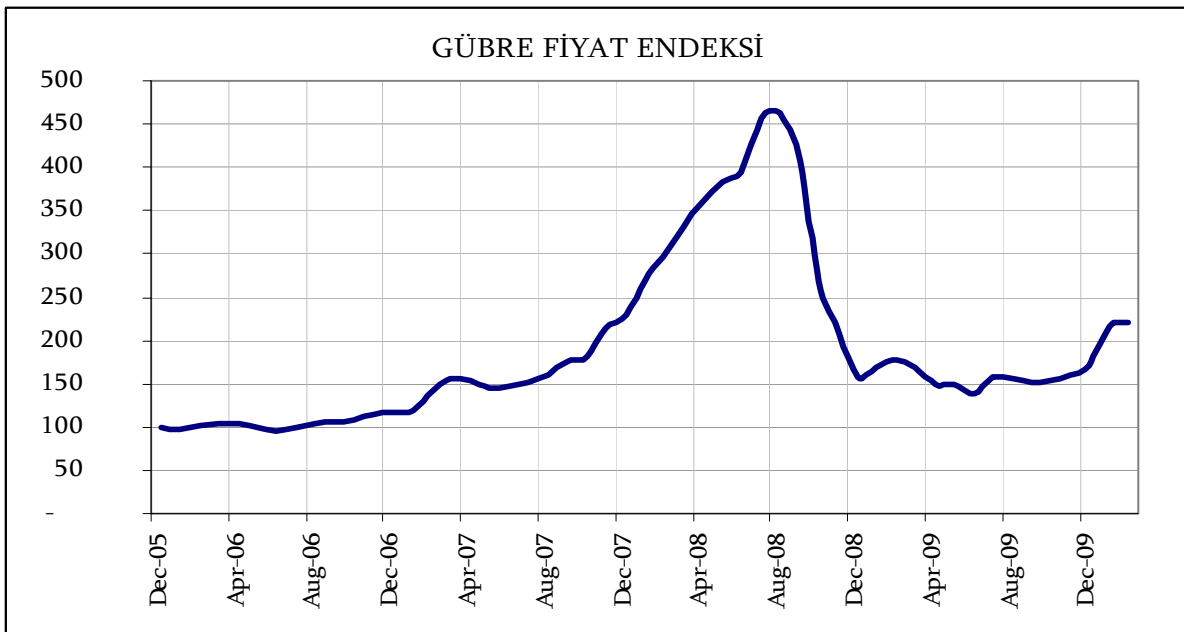
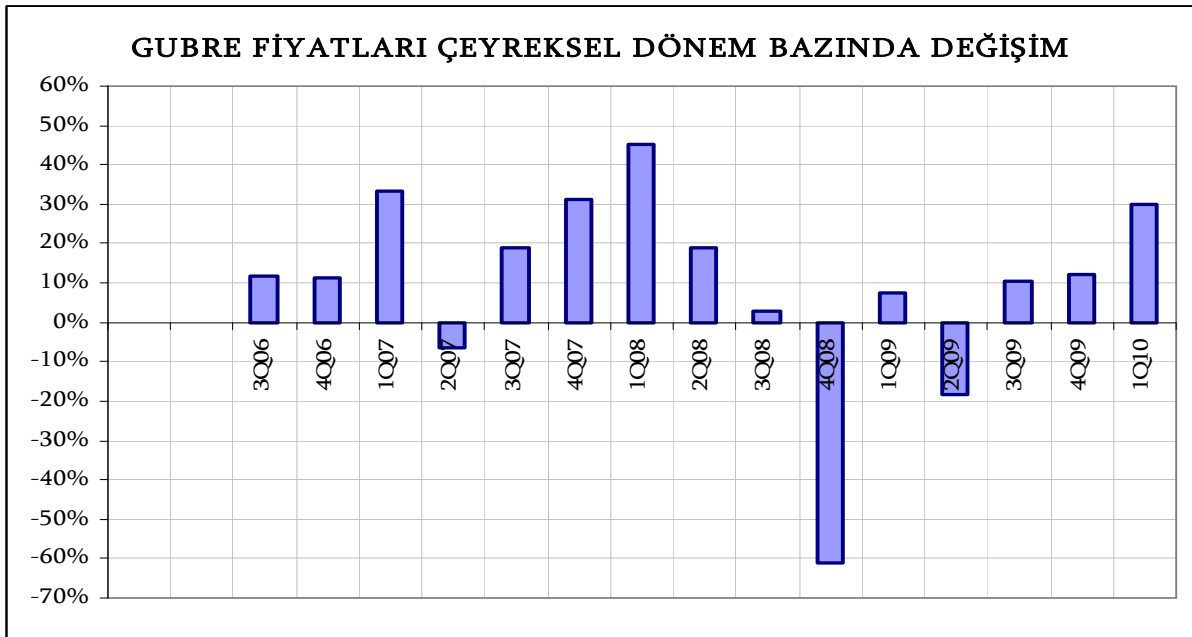
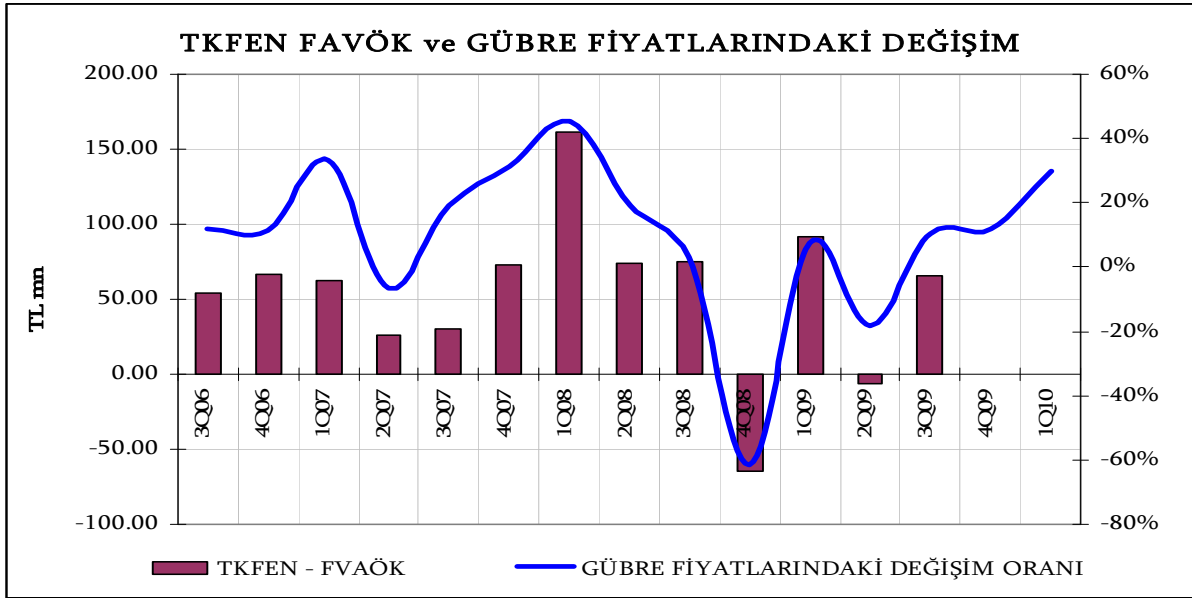
TKFEN HOLDİNG**Endeks Üzerinde Getiri****Yükseliş Potansiyeli****30%****TKFEN****Hedef Fiyat : 7.10 TL (Mcap 2627 TL mn)****Gübre, İnşaat, Gayrimenkul, Finans****Cari Fiyat : 5.50 TL (Mcap 2035 TL mn)**

Şirket 1,750 milyon \$'lık hedef net aktif değerine göre 1,350 milyon \$'lık piyasa değeri paralelinde %30 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. Değerleme bazında Tekfen Holding'in net aktif değerinin %35'i gübre sektöründen, %35'i inşaat sektöründen, %10'u gayrimenkul, %10'u finans sektöründen gelmektedir. %10'luk kısım ise nakit değerler oluşturmaktadır.

Şirketin inşaat kısmında (Tekfen İnşaat) 2009/09 itibariyle kalan iş miktarı (backlog) 1,4 milyar \$ olup önümüzdeki dönemde alınması beklenen yeni projelerle birlikte 2,0 milyar \$ seviyesine yükselmesi beklenilmektedir.

Şirketin gübre tarafında ise (Toros Tarım)'ın gübre fiyatlarındaki yükselişten olumlu etkilenmesini beklemekteyiz. Gübre fiyatlarındaki fiyat trendleri şirketin gübre faaliyetlerinden elde ettiği karlılık üzerinde ana belirleyici konumundadır. Gübre fiyatlarının 2008 3. çeyrekte ulaştığı en yüksek dönemde holdingin 218 milyon TL'lik net karının %78'i gübre sektöründen gelmiştir. Benzer olarak 311 milyon TL'lik FVAÖK'ün %67'si 221 milyon TL tarım sektöründen gelmiştir. 2008 son çeyrekte emtia fiyatlarındaki büyük düşüşle birlikte (gübre fiyatlarındaki 2008 son çeyrekteki düşüş %60) stok zararlarının 2009'a sarkması paralelinde 2009/09 döneminde toplam FVAÖK %51 düşüşle 311 milyon TL'den 152 milyon TL'ye gerilemiş, toplam FVAÖK içinde gübre segmentinin payı ise %67'den %17'ye gerilemiştir. Türkiye yurtiçi gübre tüketimi 2008'de yüksek fiyatlar nedeniyle %20 daralmasına rağmen 2009'da daha iyi %27 arttı. Bir tarafta tüketim hacim bazında artarken gübre fiyatlarının yeniden yükseliş hareketi hızlanmış görünmektedir. Gübre fiyatları 2008 son çeyrekteki %60 düşüşün ardından 2009 ilk yarıdaki durağan hareketin ardından (stok baskısı) 2009 3. ve 4. çeyrekte %10'ar, 2010 ilk 1.5 aylık dönemde ise %30 seviyelerinde yükselmiştir. Gübre fiyatlarının 2008'deki tepe noktasına ulaşmasını beklememekle birlikte yükseliş eğiliminin sürmesini beklemekteyiz. Bu paralelde artan satış hacmi ve artan fiyatlar paralelinde gübre fiyatları 2008 en yükseklerine ulaşmasa bile artan tüketim nedeniyle şirketlerin eski kar seviyelerine yaklaşmasını beklemekteyiz. Şirketlerin stok zararlarının azalmasının yeniden kara dönmeleri ve artan fiyat ve tüketim getireceği kar marjlarında iyileşmenin hızlanmasını beklemekteyiz. Büyük olasılıkla şirketin 2010 ilk çeyrek karının 2009 son çeyrek karının oldukça üzerinde bir karlılık seviyesine ulaşmasını sağlayabilir.

Sonuç olarak Tekfen Holding'in bağlı ortaklığı Toros Tarım'ın artan gübre fiyatları ve tüketim paralelinde karlılığında hızlı iyileşme, çeyreksel bazda 2009 son çeyreğe göre çok daha iyi 2010 1. çeyrek beklentimiz paralelinde 1,750 milyon \$ net aktif değere göre taşıdığı %30 yükseliş potansiyeli nedeniyle önermekteyiz.





Address : Cumhuriyet Caddesi Elmadag Han No:8, K:2 34367 Elmadag, Istanbul

Tel : +90 212 315 58 00

Fax : +90 212 296 32 32

Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.