Enka İnşaat

TUT

(Önceki: Araştırma Kapsamında Değil)

Talepkar olmayan değerlemeye karşın, katalist eksikliği

Enka İnşaat'ı Tut tavsiyesi ile tekrar araştırma kapsamına alıyoruz: Enka İnşaat'ı araştırma kapsamına 12 aylık toplam getiri hedefi olarak TRY5,54/hisse (hisse başı TRY0,14'luk temettü dahil) ve Tut tavsiyesi ile tekrar alıyoruz. Enka hakkında beğendiğimiz ana noktalar: **1)** Şirketin coğrafi ve operasyonel olarak yaygın iş dağılımı ve ağırlıklı olarak döviz bazlı gelirlerinden kaynaklı Türkiye ile ilgili risklere karşı koruma sağlaması, **2)** Kuvvetli bilanço yapısı ve ağırlıklı olarak döviz cinsinde bulunan USD2.9 milyar tutarında nakit ve Eurobond portföyü, **3)** operasyonlarının bulunduğu sektörlerde yüksek deneyim ve kuvvetli iş ortaklıkları olarak sıralanabilir. Enka'nın bu kuvvetli yönlerinin, şu sebeplerden dolayı dengelendiği düşünüyoruz. Bunlar; **1)** yakın vadede katalist eksikliği, **2)** Şirket'in elektrik üretim santrallerinden sattığı elektrik üzerindeki elektrik alım garantisinin 2019 başı itibariyle kalkması sonucu; serbest piyasada daha düşük karlılık ile çalışacağı yönündeki beklentimiz, **3)** şirketin Eurobond portföyündeki varlıkların fiyatlarındaki dalgalanmanın şirketin net karındaki volatiliteyi arttırması ve **4)** düşük halka açıklık oranı (12%) ve günlük işlem hacminin hisse geri alımlarıyla da azalmış olması olarak sıralanabilir.

Elektrik üretim operasyonlarındaki alım garantisinin sonlanması karlılığı baskılayabilir: Enka Inşaat, 3,854MWe'lik kapasitesi ile Türkiye'deki en yüksek doğalgaz ile çalışan elektrik üretim santrali filosuna sahiptir, ki bu operasyonlar şirketin 9A18'deki toplam operasyonel karlılığının 43%'unu yaratmıştır. TETAS ile olan 16 yıllık elektrik satın alim garantisinin, 2019 başı itibariyle sonlanmasıyla; ilgili varlıklar maliyet ve satış fiyatı olarak serbest piyasada işlem görmeye başlayacaktır. BOTAŞ'ın, 2018 yılı boyunca; elektrik üretim santrallerinde kullanılan doğalgaz fiyatına uyguladığı sübvansiyonu büyük ölçüde kaldırmış olması sonucunda kayda değer ölçüde artan doğalgaz fiyatları sonucunda, ilgili operasyonların 2019 karlılığında önemli miktarda bir düşüş öngörüyoruz. İlgili durum, 2019 yılı ile şirketin finansal performansında baskı yaratmaya başlayabilir.

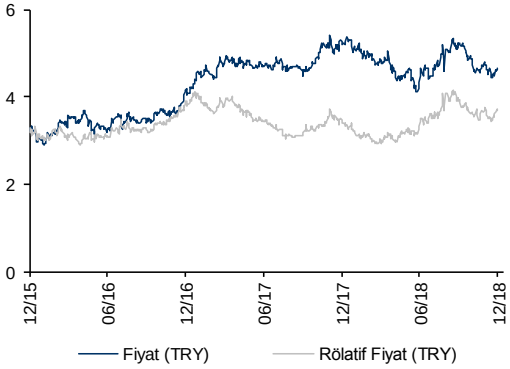
Gayrimenkul operasyonlarında stabil görünüm: Dünya Bankası orta donemde Rusya'daki GDP büyümesinin 1.5% seviyesinde olmasını beklemekte ki bu önceki senelere göre daha iyi olmakla beraber; dünya ve gelişen ülke ortalamalarının altındadır. Dolayısıyla; Enka'nın Rusya'daki gayrimenkul operasyonlarındaki stabilizasyonun devam etmesini beklerken; yakın vadede dramatik bir iyileşme beklemiyoruz.

3Ç18 itibariyle USD2.8 milyarlık taahhüt sözleşme defterine 2019'da ilaveler olabilir: Enka'nın taahhüt sözleşme defteri (backlog), 3Ç18 itibariyle USD2.8 milyar seviyesindedir (2017 sonu itibariyle: USD2.7 milyar). Şirketin Irak'taki taahhüt işleri ve Amerikan konsolosluğu projeleri sipariş defterinin 56%'sını oluşturmakta ve Türkiye operasyonlarının ise yalnızca 6%'lik payı mevcuttur. Enka'nın 2019'da yeni taahhüt sözleşmeleri imzalayabileceğini ve bunların ağırlıklı olarak alt yapı ve/veya elektrik üretim tesisleri üzerine olabileceğini düşünüyoruz.

Talepkar olmayan değerlemeye karşın; katalist eksikliği. Tut: Enka Insaat hisseleri sene başından itibaren BIST-Sanayi endeksine yakın getiri getirmekle beraber, dolar cinsinden 40% değer kaybetti. Tahminlerimize gore hisse 2019 çarpanlarına göre 9.4x F/K ve 5.6x FD/VAFOK'ten işlem görmektedir. Şirketin iş yapısını ve defansif özelliklerini, özellikle volatil piyasa koşullarında, beğeniyoruz. Bununla birlikte; yakın dönem katalist eksikliği ve elektrik üretim operasyonlarının serbest piyasada işlem görmeye başlamasıyla beraber; karlılıktaki düşüşü 2019'da görmeye başlayacak olmamız; ve şirketin net nakit pozisyonun nasıl kullanılacağı yönündeki belirsizlik, hisse için daha dengeli bir bakış belirmemizde etken olmuştur.

Hisse Verileri	18 Aralık 2018
Mevcut fiyat	**TRY4.64**
Hedef fiyat	**TRY5.40**
Hisse başına temettü	**TRY0.14**
Getiri	**19%**
Mevcut Piyasa Değeri	**23,200 /US$4336mn**
Bloomberg Kodu	ENKAI TI
Hisse Sayısı (mn)	5,000
Son 12 ay Hisse Fiyat Aralığı	5.37/4.11
3 ay Ortalama Günlük İşlem Hacmi (mn dolar)	1.9

Fiyat Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Getiri	-2	-11	4	14
BIST100 Rölatif getiri	1	-7	8	9



Kaynak: YKY Araştırma

Koray Pamir
koray.pamir@ykyatirim.com.tr

Finansal özet (TLm)	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Gelir Tablosu								
Net satışlar	**12,288**	**12,728**	**12,384**	**10,582**	**10,567**	**13,864**	**16,476**	**17,712**
Satışların maliyeti	10,256	10,688	10,277	8,190	7,832	10,148	13,252	14,117
Brüt Kar	**2,032**	**2,040**	**2,108**	**2,392**	**2,736**	**3,717**	**3,224**	**3,595**
Faaliyet giderleri	-289	-349	-360	-450	-467	-613	-729	-783
VAFÖK	**1,951**	**1,929**	**2,038**	**2,306**	**2,669**	**3,674**	**3,295**	**3,720**
Amortisman	209	237	291	365	400	571	800	908
Faaliyet gelirleri	**1,742**	**1,691**	**1,747**	**1,942**	**2,268**	**3,104**	**2,495**	**2,812**
Finansal gelir/gider	-24	-13	31	49	18	26	37	43
Diğer gelir/gider	17	226	104	387	903	-936	705	638
Vergi öncesi kar	**1,735**	**1,905**	**1,882**	**2,377**	**3,190**	**2,194**	**3,237**	**3,492**
Vergi	-414	-398	-427	-568	-588	-483	-712	-768
Azınlık hisseleri / diğer	-70	-64	-16	-33	-34	-48	-66	-75
Net kar	**1,251**	**1,443**	**1,440**	**1,777**	**2,568**	**1,664**	**2,458**	**2,649**
Bilanço								
Nakit ve nakit benzerleri	3,743	4,599	5,014	5,927	5,132	12,711	18,833	22,074
Stoklar	735	603	679	932	844	2,004	1,477	1,543
Ticari alacaklar	1,704	1,671	1,536	1,483	1,159	3,447	1,868	1,970
Diğer alacaklar	596	713	590	344	734	1,085	1,401	1,663
Dönen Varlıklar	**6,778**	**7,586**	**7,819**	**8,686**	**7,869**	**19,246**	**23,579**	**27,250**
Maddi duran varlıklar	3,911	3,770	4,595	5,638	6,090	10,229	11,884	13,226
Finansal yatırımlar	2,131	2,335	3,566	5,315	7,991	10,597	12,276	13,626
Diğer duran varlıklar	5,260	4,425	4,795	7,060	8,342	13,611	15,766	17,521
Duran Varlıklar	**11,303**	**10,531**	**12,955**	**18,013**	**22,424**	**34,437**	**39,927**	**44,373**
Toplam Varlıklar	**18,081**	**18,117**	**20,774**	**26,699**	**30,293**	**53,683**	**63,506**	**71,624**
Kısa vadeli finansal borçlar	218	115	119	235	293	505	435	315
Ticari borçlar	1,139	1,246	1,251	838	579	2,593	2,805	2,931
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,563	1,799	1,404	1,925	2,709	3,758	4,849	5,767
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**2,919**	**3,159**	**2,773**	**2,997**	**3,582**	**6,856**	**8,089**	**9,013**
Uzun vadeli finansal borçlar	599	511	303	765	882	1,458	936	203
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,480	2,355	2,644	2,777	2,128	3,306	3,870	4,329
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**3,079**	**2,865**	**2,947**	**3,542**	**3,010**	**4,764**	**4,806**	**4,532**
Azınlık Payları	**136**	**134**	**151**	**218**	**288**	**496**	**575**	**638**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	**12,082**	**12,093**	**15,054**	**20,160**	**23,702**	**42,064**	**50,611**	**58,078**
Toplam Kaynaklar	**18,081**	**18,117**	**20,774**	**26,699**	**30,293**	**53,683**	**63,506**	**71,624**
Nakit Akım Tablosu								
Vergi öncesi kar	1,735	1,905	1,882	2,377	3,190	2,194	3,237	3,492
Amortisman	209	237	291	365	400	571	800	908
İşletme sermayesinde değişim	-209	268	59	-689	301	-429	-347	-161
Diğer	-263	-774	-998	-660	-2,048	-420	-1,442	-1,702
İşletme faal. sağlanan nakit	**1,471**	**1,637**	**1,234**	**1,392**	**1,843**	**1,915**	**2,248**	**2,538**
Yatırımlar	-500	-351	-402	-349	-237	-428	-564	-638
Varlık satışı ve diğer	-12	135	-1,193	-529	0	0	0	0
Yatırım faal. kullanılan nakit	**-512**	**-216**	**-1,594**	**-879**	**-237**	**-428**	**-564**	**-638**
Borçlarda değişim	145	-191	-203	577	175	788	-593	-852
Temettü	0	-316	-674	-657	-742	-893	-719	-698
Diğer	-753	-159	130	-427	0	0	0	0
Fin. faal. kullanılan nakit	**-608**	**-665**	**-747**	**-507**	**-566**	**-105**	**-1,311**	**-1,550**
Toplam nakit hareketi	**351**	**755**	**-1,108**	**7**	**1,039**	**1,381**	**373**	**350**
Net Borç	**-2,927**	**-3,974**	**-4,592**	**-4,927**	**-3,957**	**-10,747**	**-17,463**	**-21,555**
Rasyolar								
Brüt kar marjı	17%	16%	17%	23%	26%	27%	20%	20%
VAFÖK marjı	16%	15%	16%	22%	25%	27%	20%	21%
Özkaynak karlılığı	12%	12%	11%	10%	12%	5%	5%	5%
Aktif devir hızı	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
VAFÖK Büyümesi	46%	-1%	6%	13%	16%	38%	-10%	13%
Kar Büyümesi (%)	16%	15%	0%	23%	45%	-35%	48%	8%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net Borç / VAFÖK (x)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Araştırma Tahminleri

DEĞERLEME ÖZETİ

Enka İnşaat için 12 aylık toplam getiri hedefini TRY5,54 (12 aylık hedef hisse fiyatı: TRY5,40 ve hisse başı temettü TR0,14) olarak belirleyerek araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Toplam getir hedefimiz 19%'luk bir yükseliş potansiyeline işaret ettiğinden Enka için tavsiyemizi Tut olarak belirliyoruz. Enka İnşaat'ı parçalarının toplamı ("SOTP") yöntemi ile değerledik. İlgili iş kollarının değerlemelerine 2019 hedef çarpanları ile ulaşmakta olup; şirketin değerlemesine 30%'luk bir holding iskontosu uygulamaktayız.

Değerleme Özeti

Bölüm	Enka'nın payı (%)	Değerleme Yöntemi	FD Mn $	İştirak FD Mn $	NAD'daki payı (%)	12A İştirak FD Mn $
Gayrimenkul	100%	FY19E F/K	1,579	1,579	27%	1,689
Taahhüt	100%	FY19T FD/VAFÖK 5.0x	840	840	14%	899
Elektrik Uretimi	100%	FY19T FD/VAFÖK of 5.0x	655	655	11%	701
Ticaret ve Üretim	100%	FY19T FD/VAFÖK of 6.0x	119	119	2%	128
İştiraklerin toplam değeri				**3,194**	54%	**3,417**
Düzeltilmiş net nakit *				**2,885**	49%	**3,087**
Diğer				-132	-2%	-141
NAD				5,947		6,363
Holding Iskontosu						*30%*
Hedef NAD						4,454
Mevcut Piyasa Değeri						**4,254**
NAD'e gore prim/iskonto						**-4%**
12 Aylık Hedef Fiyat (TRY/hisse)						**5.54**
Mevcut Hisse Fiyatı (TRY/hisse)						4.64
Temettü (TRY/hisse)						0.14
Temettü verimi (%)						*3%*
12 Aylik potansiyel getiri, %						*16%*
12 aylık toplam potansiyel getiri, %						***19%***

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Araştırma Tahminleri

ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.