

Analist Değişikliği Notu

STAR Rafinerisi öne çıkıyor

2 Ocak 2024

STAR Rafinerisinde elde edilen %12 pay sahipliğiyle birlikte Petkim'e operasyonel ve stratejik anlamda yapacağı katkı, 2024 yılının ikinci yarısında global çapta para politikalarında faiz indirimleri ve eriyen stokların öncülüğünde talepte toparlanma beklentileri PETKM için destekleyici olacaktır. 2024 yılında Petkim'in ciro, FAVÖK ve net kar büyümelerinin TL bazında sırasıyla %64, %281 ve %64 düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz. FAVÖK marjının 2023 yılında %4,9, 2024 yılında ise %11,4 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bu faktörlerin etkisiyle PETKM için tavsiyemizi "Endeks Altı Getiri"den "Endeks Üzeri Getiri"ye yükseltirken hedef fiyatımızı 13,47 TL'den 25,87 TL'ye revize ediyoruz.

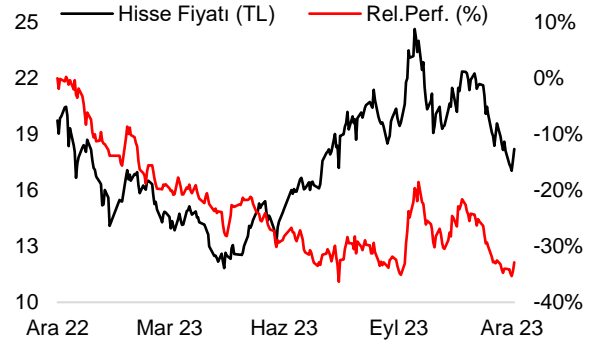
STAR Rafinerisi 4Ç23'ten itibaren finansallara katkı sağlayacak... Petkim, 2 Ekim 2023 itibarıyla 480 mn USD karşılığında Rafineri Holding'in sermayesini teşkil eden paylarının %20'sini devralarak STAR Rafinerisinde dolaylı olarak %12 pay sahibi olmuştur. STAR Rafinerisine ait sonuçlar 4Ç23'ten itibaren özkaynak değerlendirme yöntemiyle Petkim konsolide finansal tablolarında yer almaya başlayacaktır. Motorin, jet yakıtı, LPG, reformat, petrol kok kömürü ve nafta üreticisi olan STAR Rafinerisi 13 milyon ton yıllık ham petrol işleme kapasitesi ile Türkiye'nin işlenmiş ham petrol ihtiyacının %20'sini karşılayabilmektedir. Öte yandan, Petkim, STAR Rafinerisi ile yeni bir alım - satım sözleşmesi imzalamıştır. Petkim, STAR Rafineri'den ağır nafta, hafif nafta ve reformat temin etmeye devam edecek olup, bu hammaddelerin alım miktarları Petkim'in talebi üzerine tarafların mutabakatı ile belirlenecek ve alım fiyatları 12 aylık dönemler halinde ve transfer fiyatlandırması esaslarına göre tespit edilecektir. Hisse satın alımı ve yeni alım - satım anlaşması Petkim'e operasyonel ve stratejik anlamda faydalar sağlayabilir. STAR Rafinerisinin orta vadede Petkim'e temettü ödemesi planlanmaktadır.

Etilen – Nafta makasında toparlanma vakit alacak... Etilen – Nafta makası pandemiyle birlikte Mayıs 2020'de 81 USD seviyesine gerilerken global çapta yaşanan normalleşmeyle birlikte 2022 yılı başında 703 USD seviyesine yükselmişti. Rusya – Ukrayna savaşının etkileriyle makasta yükseliş sonlanırken küresel çapta arz fazlası ve talepteki düşüklük 3Ç23'te makasın 24 USD seviyesine kadar gerilemesine yol açmıştır. Merkez bankalarının izlediği sıkılaştırıcı para politikaları ve ekonomik aktivitede görülen yavaşlama, kapasite kullanım oranlarını ve akabinde ticaret hacmini de aşağıya çekmiştir. Bunun sonucunda, navlun fiyatlarında yaşanan gerileme ve Uzak Doğu'dan Avrupa'ya navlun sürelerinin kısalması, Türkiye'nin ihracat tarafında rekabet gücünü kısıtlamıştır. Önümüzdeki dönemde stoklardaki erime, global çapta sıkılaştırıcı para politikalarındaki muhtemel gevşeme adımları, Çin'de emlak sektörünün oluşturduğu durgunluğa karşı uygulanan teşvik edici adımlar ve yurt içinde özellikle deprem bölgesinde yapılacak yatırımların ekonomik aktiviteye katkısı talepteki toparlanma açısından pozitif gelişmeler olarak izlenecektir. Bu faktörlerin etkisinin 2024 yılının ikinci yarısından itibaren öne çıkması beklenmektedir.

Çarpan iskontoları dikkat çekiyor...

PETKM için tavsiyemizi "Endeks Altı Getiri"den "Endeks Üzeri Getiri"ye yükseltirken hedef fiyatımızı %42 getiri sunan 25,87 TL'ye (önceki: 13,07 TL) revize ediyoruz. 2024 ve 2025 yıllarında Petkim'in sırasıyla 8.873 mn TL ve 13.783 mn TL FAVÖK, 6.355 mn TL ve 9.863 mn TL net kar açıklayacağını öngörüyoruz. 2024 ve 2025 tahminlerimize göre 8,1x ve 5,2x FD/FAVÖK ve 7,3x ve 4,7x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

PETKM		Endeks Üzeri Getiri			
Bloomberg/Reuters Kodu	PETKM TI / PETKM.IS				
Hisse Fiyatı (TL)	18,21				
Hedef Fiyat (TL)	(Önceki 13,47)	25,87			
Yükseliş Potansiyeli	42%				
Piyasa Değeri (mn TL)	46.151				
Halka Açıklık (%)	47,0				
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)	11,76 / 25,14				
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	94,0				
Net Borç (mn TL) - 3Ç23	25.485				
Firma Değeri(mn TL)	71.637				
Tahminler TL mn	2022	2023T	2024T	2025T	
Net Satışlar	48.898	47.304	77.815	102.812	
% büyüme	70%	-3%	64%	32%	
FAVÖK	3.390	2.326	8.873	13.783	
% marj	6,9%	4,9%	11,4%	13,4%	
Net Kar	6.580	3.875	6.355	9.863	
% marj	13,5%	8,2%	8,2%	9,6%	
Özkaynak Karlılığı	40%	18%	19%	20%	
Çarpanlar	1A	3A	12A	YBB	
F/K	7,7x	11,9x	7,3x	4,7x	
FD/FAVÖK	19,1x	30,8x	8,1x	5,2x	
F/DD	2,7x	2,0x	1,1x	0,8x	
Rel. Getiri	-9%	3%	-33%	-33%	
Mutlak Getiri	-15%	3%	-8%	-9%	

Analist: [Ekimhan Can](#) +90 (212) 319 1222

Değerleme

Adil değer hesaplamamız 50:25:25 İNA, 2024T – 2025T FD/FAVÖK ve 2024T – 2025T F/K kullanılarak yapılan uluslararası emsal şirket karşılaştırmasına dayanmaktadır... USD bazlı İNA değerlememizde, %13 özsermaye maliyeti, %9,5 borçlanma maliyeti ve 1,01 hisse senedi betasına dayanan %9 AOSM kullandık. Vergi oranını 4Ç23 ve sonrası için %25 olarak varsaydık. Uç değer büyüme oranı varsayımımız ise %2'dir. Buna göre, İNA değerlememiz PETKM için 25,87 TL 12 aylık hedef fiyata işaret ederken %42'lik getiri potansiyeline karşılık gelmektedir.

A) İNA Değerleme

Tablo 1: İNA Özeti

PETKM (USDmn)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	2.950	2.013	2.199	2.309	2.348	2.387	2.427	2.467	2.509	2.551	2.594
Yıllık büyüme	-8,4%	-31,8%	9,2%	5,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Brüt Kar	249	165	280	340	340	344	348	352	356	361	366
Yıllık büyüme	-65,5%	-33,4%	69,2%	21,5%	-0,2%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Brüt kar marjı	8,4%	8,2%	12,7%	14,7%	14,5%	14,4%	14,3%	14,3%	14,2%	14,1%	14,1%
EBIT	150	37	193	249	247	249	251	254	257	260	263
Yıllık büyüme	-75,9%	-75,6%	427,1%	29,0%	-0,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%
FAVÖK marjı	5,1%	1,8%	8,8%	10,8%	10,5%	10,4%	10,4%	10,3%	10,2%	10,2%	10,1%
FAVÖK	205	99	251	310	308	312	315	319	323	327	331
Yıllık büyüme	-70,1%	-51,6%	153,3%	23,5%	-0,3%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,3%
FAVÖK marjı	6,9%	4,9%	11,4%	13,4%	13,1%	13,1%	13,0%	12,9%	12,9%	12,8%	12,8%
Net işletme sermayesi	252	217	228	241	244	248	253	257	261	265	270
İşletme sermayesi değişimi	-109	-34	10	13	4	4	4	4	4	4	4
Satışlara oranı	8,5%	10,8%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%
Sermaye giderleri	248	122	120	122	125	127	130	132	135	138	141
Satışlara oranı	8,4%	6,1%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Vergi	-113	5	60	74	74	74	75	76	76	77	78
Serbest nakit akışı	19	60	100	106	106	107	107	107	107	108	108
Yıllık büyüme	a.d.	215,1%	66,3%	5,9%	0,1%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	
Serbest nakit akışı marjı	0,9%	2,7%	4,3%	4,5%	4,5%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	
AOSM	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
İskonto faktörü	1,00	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,50	0,46	
SNA	19	55	84	82	75	69	64	59	54	50	

Değerleme (Mn USD)		Sermaye maliyeti	
SNA - Bugünkü Değer	611	Borçlanma maliyeti	9,5%
Uç Değer - Bugünkü Değer	595	Özkaynak maliyeti	13,0%
Toplam Firma Değeri	1.207	Risksiz getiri oranı	7,5%
Net Borç 3Ç23	931	Hisse risk primi	5,5%
Petlim (%93,47 Hisse)	367	Hisse beta	1,01
STAR Rafineri (%12 Hisse)	672	Borçların ağırlığı	68,0%
Adil Değer	1.314	Özkaynak ağırlığı	32,0%
Ödenmiş Sermaye (mn)	2.534	Uç değer oranı	2,0%
Hisse Başı Adil Değer	0,52	Uç değer	726
12A Hedef Fiyat/Hisse	0,59	Uç Değer - Bugünkü Değer	595
12A Hedef Fiyat TL/Hisse	23,46	SNA - Bugünkü Değer	611
Potansiyel Getiri	29%	Firma değeri	1.206

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Veritabanı, 29/12/2023 kapanış verisi

B) Uluslararası Benzer Şirket Kıyaslaması

Uluslararası benzerlerine kıyasla iskonto dikkat çekiyor... Uluslararası emsal şirket karşılaştırması hedef değerine ilişkin olarak, Bloomberg'den 2024T & 2025T FD/FAVÖK ve 2024T & 2025T F/K değerlerini aldık. Karşılaştırmamızda 10 emsal şirket kullanırken, medyan 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 7,33x ve 6,16x, medyan 2024T ve 2025T F/K çarpanları ise 12,19x ve 11,18x'tir. 2024T ve 2025T FD/FAVÖK iskontoları sırasıyla -%10 ve %16'dır. 2024T ve 2025T F/K oranlarındaki iskontolar ise sırasıyla %40 ve %58'dir. Buna göre, FD/FAVÖK çarpanlardaki ortalama %7 seviyesindeki iskonto, %7 potansiyel getiriye, F/K çarpanlardaki ortalama %51 seviyesindeki iskonto ise %103 potansiyel getiriye işaret etmektedir.

Tablo 2: Uluslararası Benzer Şirket Kıyaslama

ŞİRKET	PD YEREL (Mn)	FD	NET BORÇ	FD/FAVÖK			F/K			FD/NET SATIŞ		
				2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
PETKIM*	46.151	71.637	25.485	30,80	8,07	5,20	11,91	7,26	4,68	1,51	0,92	0,70
ARKEMA	7.512	10.009	1.666	6,68	6,09	5,65	11,47	10,08	9,19	1,05	1,02	0,99
BASF SE	43.310	63.587	17.755	8,24	7,43	6,57	14,88	12,38	10,18	0,90	0,88	0,84
LANXESS AG	2.468	4.855	3.844	9,65	7,23	5,74	-	24,77	12,56	0,70	0,68	0,66
SOLVAY SA	2.659	5.668	2.028	2,02	2,05	1,98	1,85	2,07	2,70	0,47	0,46	0,45
WECHER CHEMIE AG	6.047	6.402	-408	7,60	6,50	5,38	19,18	15,47	11,98	0,99	0,99	0,93
BRASKEM SA	13.781	51.903	36.566	14,33	6,88	5,01	-	-	15,16	0,73	0,67	0,62
SAUDI KAYAN	16.020	25.848	9.657	19,21	10,34	8,29	-	-	24,11	3,03	2,45	2,33
SUMITOMO CHEMICAL	552.426	2.121.880	1.206.449	32,56	8,35	7,14	-	8,29	6,68	0,82	0,77	0,75
YANBU NATIONAL	20.784	18.679	-3.523	24,74	10,77	8,14	-	39,31	19,91	4,17	2,85	2,67
SAHARA INTERNATIONAL	23.833	25.553	866	10,04	8,17	7,57	16,80	12,00	10,39	3,45	3,20	3,15
			Medyan	9,84	7,33	6,16	14,88	12,19	11,18	0,94	0,93	0,89
			Ortalama	13,51	7,38	6,15	12,84	15,54	12,28	1,63	1,40	1,34
			İskonto		-10%	16%		40%	58%			
			Potansiyel		-9%	18%		68%	139%			

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Veritabanı, Bloomberg, 29/12/2023 verisi, *OYAK YATIRIM tahminleri baz alınmıştır.

	Çarpan	Emsal	Güncel FD	Adil Değer	Ağırlık	A. Değer	PD
PETKM 2024T FD/FAVÖK	8,07x	7,33x	71.637	65.010	50%	32.505	
PETKM 20245 FD/FAVÖK	5,20x	6,16x	71.637	84.863	50%	42.432	
						74.937	49.451
	Çarpan	Emsal	Güncel FD	Adil Değer	Ağırlık	A. Değer	PD
PETKM 2024T F/K	7,26x	12,19x	46.151	77.461	50%	38.731	
PETKM 2025T F/K	4,68x	11,18x	46.151	110.305	50%	55.153	
							93.883

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Veritabanı, Bloomberg, 29/12/2023 verisi, *OYAK YATIRIM tahminleri baz alınmıştır.

Uluslararası emsal karşılaştırmamıza göre adil değerler sırasıyla 19,52 TL ve 37,05 TL'dir. Sonuç olarak, PETKM hisseleri için 50:25:25 İNA, 2024T – 2025T FD/FAVÖK ve 2024T – 2025T F/K uluslararası emsal karşılaştırma ile harmanlanmış yöntem kullanarak yaptığımız değerlendirme, son piyasa kapanış seviyelerine göre %42 getiri sunan 25,87 TL hedef fiyat seviyesine denk gelmektedir.

Tablo 3: Değerleme Yöntemleri ile Oluşan Hedef Fiyat

Değerleme (TLmn)	Adil Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	59.450	50%	29.725
Uluslararası FD/FAVÖK Karşılaştırması	49.451	25%	12.363
Uluslararası F/K Karşılaştırması	93.883	25%	23.471
Adil Değer			65.559
Ödenmiş Sermaye (mn)			2.534
12A Hedef Fiyat TL/Hisse			25,87
Potansiyel Getiri			42%

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Veritabanı, Bloomberg

Değerlememize yönelik riskler: i) Makroekonomik politikalarda beklenen gevşemenin sekteye uğraması, ii) Yüksek arz ve yoğun rekabet ortamının devam etmesi, iii) Etilen-nafta makasındaki zayıflığın sürmesi

Katalistler: i) Küresel para politikalarında beklenen gevşeme ve stokların erimesi ile küresel talepteki toparlanmanın hızlanması, ii) STAR Rafinerisi ile yapılan anlaşma sayesinde maliyet optimizasyonu avantajı, iii) Yeniden yapılanma ve kentsel dönüşüm projeleri ile yurt içi ekonomik faaliyetlerdeki canlanma

Yüksek arz ve yüksek rekabet ortamında maliyet optimizasyonu değerli olacak... Rusya'dan ucuz maliyetlerle petrol ve nafta alımlarıyla birlikte petrokimya ihracatı yapan Çin ve maliyeti düşük etan bazlı ürünler ortaya koyan ABD, global çapta arzın artmasında önemli rol oynamaktadır. Yavaşlayan ekonomik aktiviteyle birlikte petrokimya vagon yüklemelerinde kayda değer bir düşüş izlenirken bunun etkisiyle navlun fiyatları da gerilemiştir. Düşen ticaret hacmi ve navlun fiyatlarıyla beraber Uzak Doğu'dan Avrupa'ya navlun sürelerinin kısılması Çin'in ihracatını desteklerken Türkiye'nin ihracat tarafında rekabet gücünü kısıtlamıştır. Türkiye pazarının ithal ürünler için uygun bir pazar olması da Petkim gibi yerli üreticiler açısından rekabeti artırmaktadır. Öte yandan, petrole nazaran ucuz doğal gaz/kaya gazı üzerinden etan gazı bazlı ürünler tedarik eden ABD ise küresel pazarda karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olmaktadır. Bunlara ek olarak, düşük talep ortamı ve stok eritme süreçleri satış hacimleri üzerinde baskı oluşturmaktadır. Avrupa'da ise nafta bazlı üretim yaygın olduğundan kapasite kullanım oranları düşük seviyelerde seyretmektedir. Küresel çaptaki sıkılaştırıcı para politikalarında beklenen gevşeme hamleleri ve Çin'in destek paketleriyle birlikte 2024 yılının ikinci yarısından itibaren küresel talepte bir toparlanma öngörülmektedir. Bu ortam, maliyet optimizasyonunda başarılı olan şirketleri ön plana çıkarabilir.

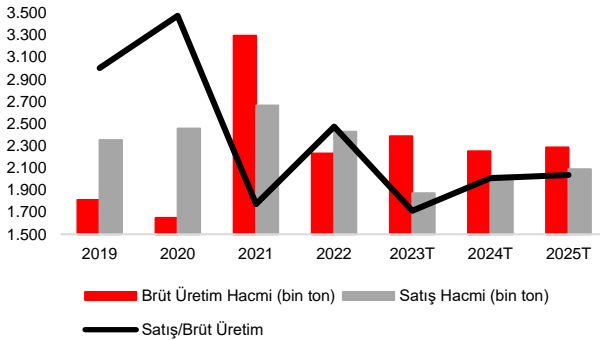
Tablo 4: Petkim Özet Göstergeler

Özet Göstergeler	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Brüt Üretim Hacmi (bin ton)	1.809	1.649	3.292	2.229	2.384	2.250	2.285
Satış Hacmi (bin ton)	2.352	2.456	2.664	2.427	1.871	2.030	2.087
Satış/Brüt Üretim	130,0%	148,9%	80,9%	108,9%	78,5%	90,2%	91,4%
Ton başına FAVÖK (TL)	651	737	2.286	1.397	1.243	4.371	6.603
% büyüme	-19,1%	13,3%	210,1%	-38,9%	-11,0%	251,6%	51,1%
Ton başına FAVÖK (USD)	115	105	257	84	53	123	148

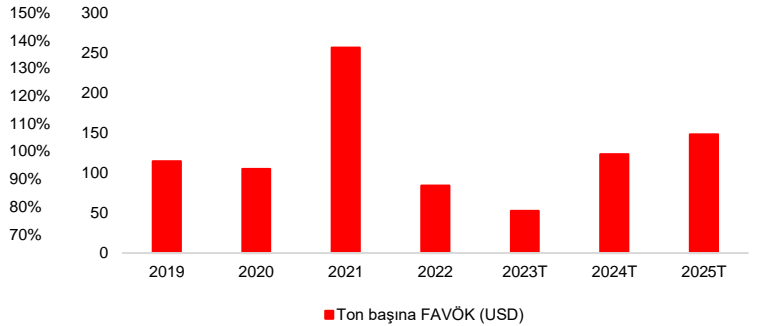
Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Veritabanı, Şirket Sunumları

Petkim, maliyet optimizasyonu ile ön plana çıkabilir... Yılın üçüncü çeyreğinde maliyet kontrolü satış maliyetleri açısından etkili olurken yapılan hedge işlemleri de Petkim'in volatiliteye karşı korunmasında etkili olmuştur. Düşük talep ortamı nedeniyle PTA fabrikası bu sene çalıştırılmazken MEG fabrikası yalnızca Haziran ve Temmuz aylarında düşük KKO ile çalışmıştır. Trade tarafı ve stok kazançları da 3Ç23'te karlılığa destek olmuştur. STAR Rafinerisi ile yapılan yeni hammadde anlaşmayla birlikte önümüzdeki dönemde maliyet optimizasyonu ve hisse satın alımının etkisiyle operasyonel – stratejik anlamda yakalanacak sinerji Petkim'i ön plana taşıyabilir. STAR Rafinerisi ile önceki dönemde yapılan anlaşmada minimum alım miktar şartı bulunurken yeni anlaşmayla birlikte bu husus kaldırılmıştır. Böylece, Petkim spot piyasa ve anlaşmada geçerli olan fiyata göre ağır nafta, hafif nafta ve reformat alımlarında spot piyasayı veya STAR Rafinerisini tercih edebilecektir. Üretiminde, geniş ürün skalası açısından avantajlı olan naftayı kullanan Petkim için bu anlaşma maliyet optimizasyonu için oldukça önemlidir. Bu anlaşmanın pozitif yansımaları 4Ç23'ten itibaren yansıma bulacaktır. PETKM'in brüt kar marjlarını 2023T, 2024T ve 2025T için sırasıyla %8,2, %12,7 ve %14,7 olarak öngörüyoruz. Ton Başına FAVÖK'ün 2023 yılını 53 USD seviyesinde tamamlamasını beklerken 2024 yılında 123 USD ve 2025 yılında 148 USD seviyelerine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 5: Üretim ve Satış Hacimleri

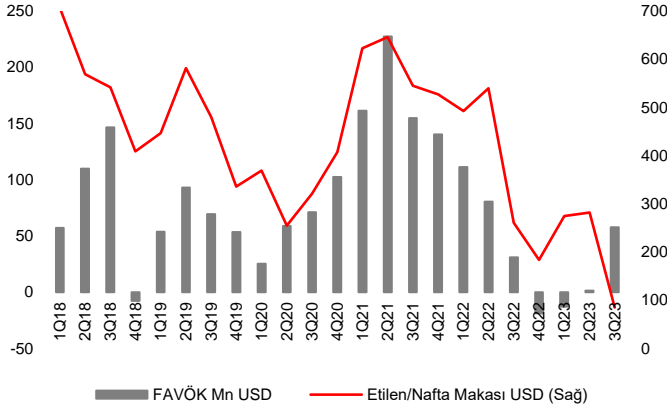


Tablo 6: Ton Başına FAVÖK

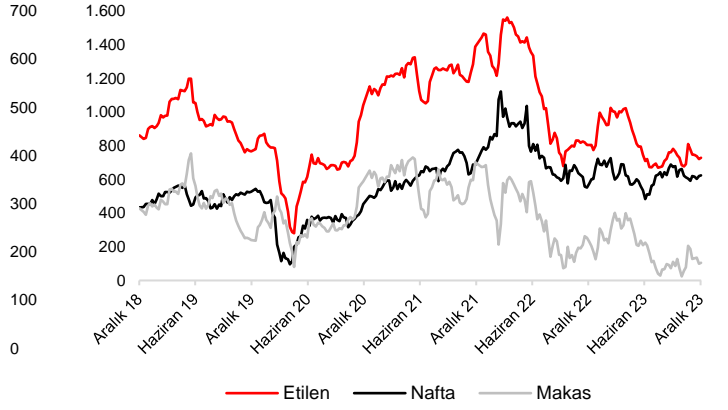


Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı, Şirket Sunumları

Tablo 7: Petkim FAVÖK Mn USD – Etilen/Nafta Makası USD

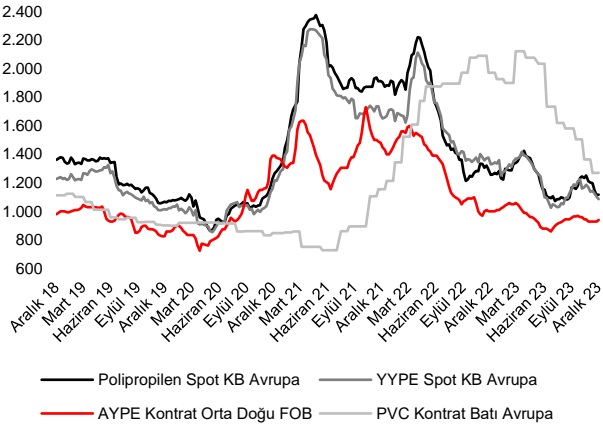


Tablo 8: Etilen/Nafta Makası USD

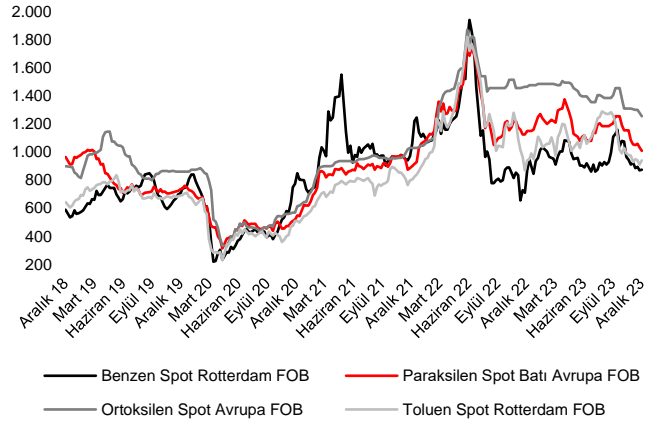


Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı, Şirket Sunumları

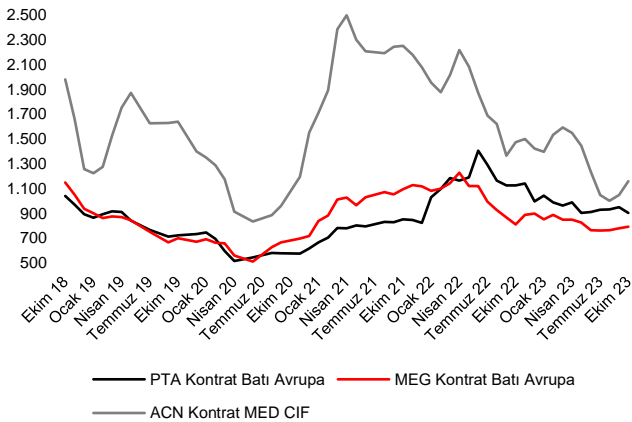
Tablo 9: Termoplastikler (USD/ton)



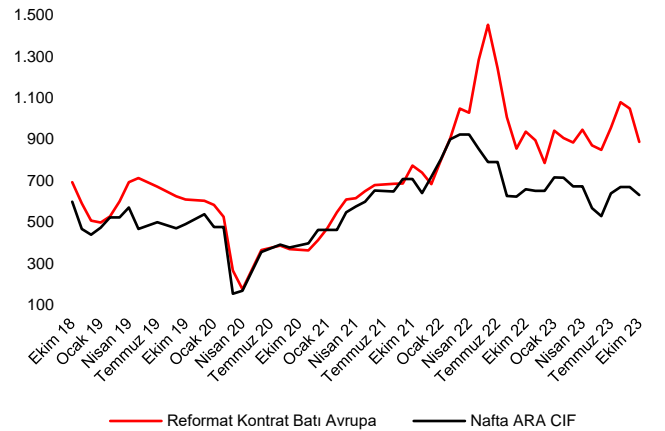
Tablo 10: Aromatikler (USD/ton)



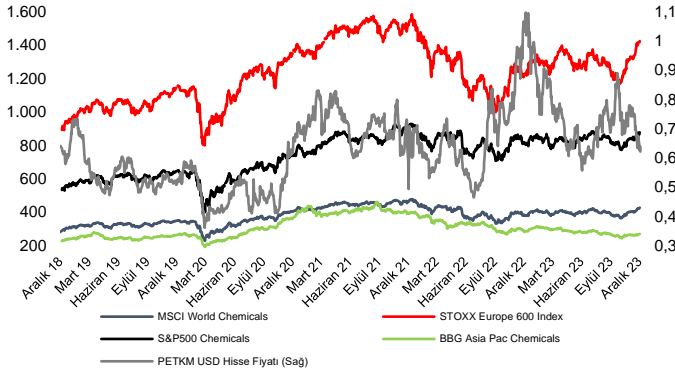
Tablo 11: Elyaflar (USD/ton)



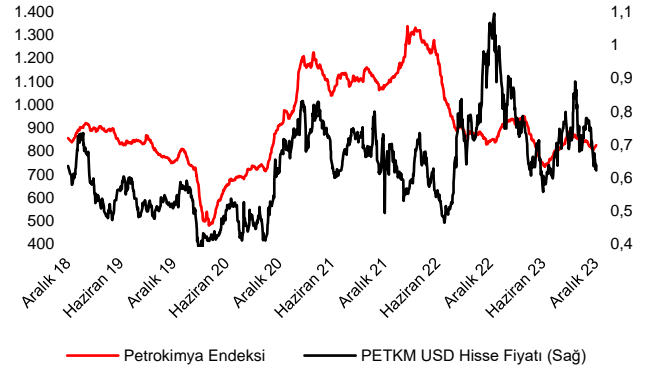
Tablo 12: Reformat (USD/ton) – Nafta (USD/ton)



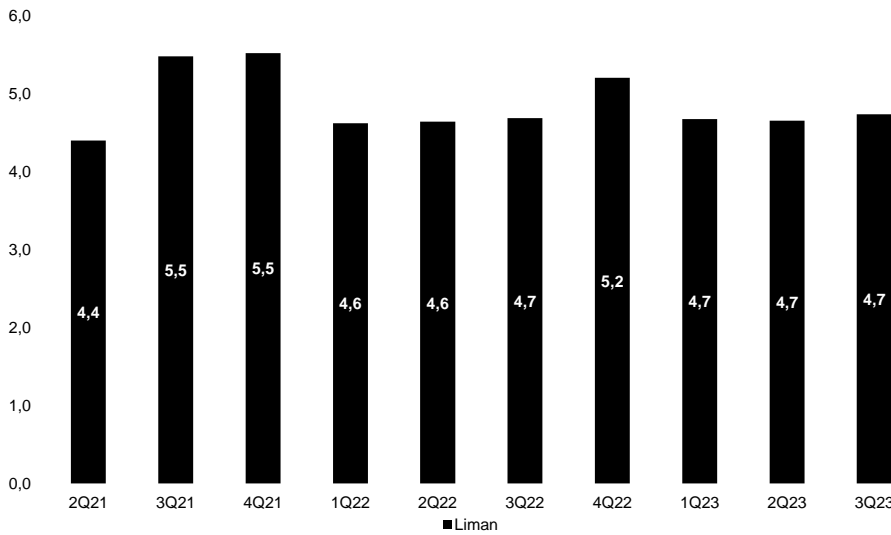
Kaynak: OYAK YATIRIM, Bloomberg

Tablo 13: Dünya Kimyasal Endeksleri


Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı, Bloomberg

Tablo 14: Petrokimya Endeksi


Petkim'in Petlim'deki sermaye artırımını sonrasında şirketteki payı %93,47'ye yükselmiştir... Petkim'in %70 bağlı ortaklığı Petlim'in 21.12.2023 tarihinde gerçekleştirilen Olağanüstü Genel Kurulu'nda şirket sermayesinin 150 mn TL'den 3.016 mn TL'ye artırılacağı duyurulmuştur. Petkim'in işbu sermaye artırımına, Petlim'e toplam 2.714 mn TL nakit verilen borç kaynaklı alacaklarından karşılanmasıyla katılmasına ve bu husustaki gerekli işlemlerin yapılmasına karar verilmiştir. Petlim'in söz konusu Olağanüstü Genel Kurul toplantısının ve sermaye artırımının tescilini takiben Petkim'in Petlim sermayesindeki payı %70'ten %93,47'ye yükselmiştir. Petlim'in %30 payı 2014 yılında Goldman Sachs International (GSI) tarafından SOCAR Turkey Enerji A.Ş.'den (STEAŞ) 250 mn USD karşılığında satın alınmış, söz konusu hisselerle yönelik yedi yıl vadeli bir geri satma opsiyonu anlaşması imzalanmıştı. 2021 yılında ise GSI, geri satma opsiyonu kullanarak Petlim'deki %30 payını STEAŞ'a geri satmıştı. 21 Aralık 2023 verilerine göre Petkim, Petlim'in %23,47 payını 93,1 mn USD karşılığında satın almıştır. Bu anlaşmaya göre, Petlim'in toplam değeri 392,1 mn USD olup Petkim'in %93,47 payı 366,5 mn USD seviyesine denk gelmektedir.

Tablo 15: Petlim'in FAVÖK'e katkısı (mn USD)


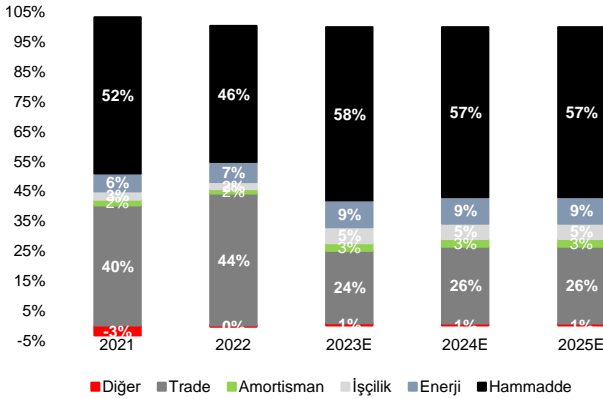
Kaynak: OYAK YATIRIM, Şirket Sunumları

STAR Rafinerisi için 2024 yılı daha zayıf geçebilir... STAR Rafinerisi, 2021 yılında %101,8, 2022 yılında ise %113,1 kapasite kullanım oranına ulaşmıştır. Yıllık ham petrol işleme kapasitesi 12,1 milyon ton olup 2024 yılında 13 milyona çıkarılması hedeflenmektedir. Beyaz ürün verimliliği %88, orta distilat ve reformat verimliliği ise %74,3 seviyesindedir. 2022 yılında STAR Rafinerisi rekor crack marjlarının katkısıyla 2.471 mn USD rekor FAVÖK açıklamıştır. 2023 yılında zayıf geçen petrokimya sektörüyle birlikte FAVÖK kaleminde bir daralma görülecektir. 2024 yılında bakım çalışmaları nedeniyle STAR Rafinerisi 45 - 65 gün arasında kapalı olacaktır. 2024'ün ilk yarısında küresel çaptaki düşük talep beklentileri ve bakım çalışmaları FAVÖK'ü baskı altında tutabilir. Bu faktörlerin etkisiyle 2024 ve 2025 yıllarında STAR Rafinerisi'nin ortalama 800 mn USD FAVÖK üreteceğini öngörüyoruz. Uluslararası benzer şirket çarpanı olarak 7x FD/FAVÖK uygulandığında STAR Rafinerisi için 5,6 milyar USD değer bulmaktayız. Petkim'in STAR Rafinerisindeki %12'lik payı ise 672 mn USD'ye denk gelmektedir.

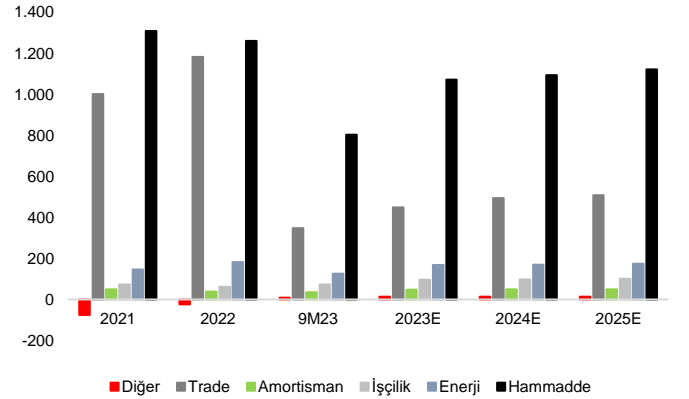
Tablo 16: STAR Rafinerisi

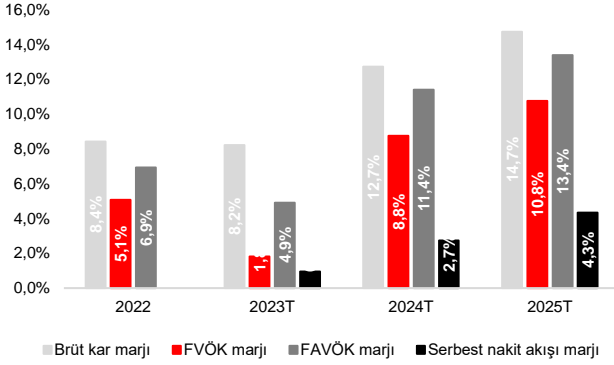
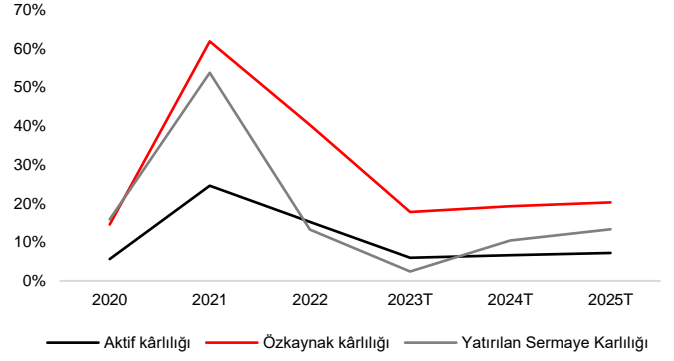
STAR Rafinerisi	
Türkiye'nin İşlenmiş Ham Petrol İhtiyacını Karşılama Oranı	20%
Yıllık Ham Petrol İşleme Kapasitesi	13 mn Ton
Nelson Rafineri Kompleksitesi	9,2
Beyaz Ürün Verimliliği	88%
Orta Distilat ve Reformat Verimliliği	74,3%
2024T FAVÖK	800 mn USD
2025T FAVÖK	800 mn USD
7x FD/FAVÖK	5,6 mlr USD
Petkim %12 Hisse	672 mn USD

Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Şirket Sunumları

Tablo 17: Petkim Satışların Maliyeti Kırılımı (%)


Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Şirket Sunumları

Tablo 18: Petkim Satışların Maliyeti Kırılımı (mn USD)


Tablo 19: Marj Beklentileri

Tablo 20: Karlılık Beklentileri


Kaynak: OYAK YATIRIM tahminleri, Veritabanı

Tablo 21: Petkim Nakit Akışı

Nakit Akışı (mn USD)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
FAVÖK	258	683	205	99	251	310
Faaliyet Karı Vergisi	28	127	-113	5	60	74
Net işletme Sermayesi Değişimi	-56	160	-109	-34	10	13
Yatırım Harcamaları	110	122	248	122	120	122
Serbest Nakit Akımı	168	252	9	-26	60	100

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı

Tablo 22: Petkim Rasyolar

Rasyolar	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Aktif kârlılığı	6%	25%	15%	6%	7%	7%
Özkaynak kârlılığı	15%	62%	40%	18%	19%	20%
Yatırılan Sermaye Karlılığı	16%	54%	13%	2%	10%	13%
Brüt Borç/(Brüt Borç + Özsermaye)	62%	58%	65%	68%	64%	65%
Net borç/FAVÖK	2,4x	0,9x	3,7x	14,0x	4,9x	3,8x

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı

Tablo 23: Petkim Gelir Tablosunda Öne Çıkanlar

Gelir Tablosu (mn USD)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satışlar	1.731	3.223	2.950	2.013	2.199	2.309
Satışların Maliyeti	1.466	2.502	2.702	1.847	1.919	1.969
Brüt Kar	264	720	249	165	280	340
Faaliyet Giderleri	67	97	99	129	87	92
Faaliyet Gelirleri	211	726	206	70	237	295
FAVÖK	258	683	205	99	251	310
Net Esas Faaliyetler Gelir/(Gider)	13	104	56	34	44	46
Net Finansal Gelirler/(Giderler)	-60	-74	-127	-179	-44	-46
İştiraklerden Gelirler (Giderler)	0	0	0	32	48	48
Vergi Öncesi Kar	181	747	282	171	241	297
Vergi Gideri	-28	-127	113	-5	-60	-74
Net Kar/(Zarar)	155	612	397	165	180	221

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı

Tablo 24: Petkim Bilançoda Öne Çıkanlar

Bilanço (mn USD)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve nakit benzerleri	742	279	772	82	138	526
Ticari alacaklar	231	383	253	178	285	299
Stoklar	129	266	234	205	218	223
Diğer dönen varlıklar	496	545	581	575	567	595
Dönen varlıklar	1.095	811	1.083	1.582	1.606	1.651
Maddi duran varlıklar	732	548	639	1.139	1.162	1.185
Maddi olmayan duran varlıklar	6	7	5	5	7	7
Diğer duran varlıklar	41	28	25	11	37	39
Duran varlıklar	778	583	669	1.155	1.206	1.232
Toplam varlıklar	2.693	2.283	2.923	2.623	2.813	3.295
Kısa vadeli borçlanmalar	597	216	1.376	854	752	929
Ticari borçlar	160	288	236	259	275	282
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	34	29	27	15	32	33
Kısa vadeli yükümlülükler	800	574	1.668	1.137	1.078	1.264
Uzun vadeli borçlanmalar	771	692	160	616	627	774
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	104	62	75	30	90	95
Uzun vadeli yükümlülükler	875	754	236	646	717	868
Özkaynaklar	1.023	954	1.017	840	1.019	1.163
Net borç	626	629	765	1.388	1.241	1.176

Kaynak: OYAK YATIRIM, Veritabanı

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöneme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.