

Şirket Raporu

Petkim

9 Kasım 2023

Faaliyet karı dipten toparlanma eğiliminde: Tavsiyemizi Endeks Üzeri Getiri'ye revize ediyoruz. PETKM 3Ç sonuçlarında faaliyet karında ilk 6 aylık döneme göre iyileşme kaydetmeyi başardı. Bu iyileşmede Star Rafinerisi ile yapılan revize hammadde alım anlaşmasının getirdiği esneklik ile beraber Şirket yönetiminin kapasite optimizasyonları (kârsız üretim birimlerinde üretimin azaltılması) gibi kararlar etkili olmuştur. Bu sayede çeyreklik FAVÖK, 2Ç'de sadece 1 milyon USD ve 1Ç'de -13 milyon USD zarar seviyesindeyken, 3Ç döneminde 46 milyon USD seviyesine yükselmiştir. Yönetim, karlılık görünümünün halen belirsiz olduğunu vurguladı fakat buna rağmen 2023 yılı tamamı için toplam yaklaşık 100 milyon USD FAVÖK elde edebileceklerini belirtti (önceki tahminleri 70-80 milyon USD bandındaydı). Buna göre Petkim'in 4Ç döneminde de çeyreklik FAVÖK performansının yaklaşık 50 milyon ABD Doları seviyesinde devam edebileceği anlamına geliyor. Küresel talep görünümündeki toparlanma beklentimiz ile birlikte, biz Petkim'in yıllık FAVÖK rakamının 2024'te 263 milyon USD ve 2025'te ise 382 milyon USD seviyesine çıkmasını bekliyoruz. Petkim için değerlememizi Star rafinerisindeki %12 dolaylı hisse alımının tamamlanmasını da hesaba katarak güncelliyoruz. Bunun sonucunda hedef fiyatımızı 33,0 TL olarak revize ediyoruz ve %61 potansiyel getiri hesaplıyoruz.

Ham petrolde son dönemde yaşanan düşüş nafta bazlı üreticilere destek olabilir. Petkim'in temel girdisi olan nafta ve etilen fiyatları arasındaki makas, 1Y'23'teki ortalama 275 USD/ton ve 2022 yıl ortalaması olan 365 USD/ton seviyesinden 3Ç'23 döneminde 85 USD/ton seviyelerine daraldı. Ham petrol fiyatlarındaki yükseliş 2023'te nafta bazlı üreticilerin aleyhine olurken, petrokimya ürün fiyatlarındaki artışlar marjları korumaya yetmedi. Ham petrol fiyatlarında son dönemde yaşanan gerilemenin ise (Brent petrol Eylül ayından bu yana ~%16 düşüşle 80 USD seviyesine geriledi) bu eğilimi tersine çevirerek Petkim için maliyet baskısını hafifletebileceğini düşünüyoruz.

Petkim stratejik konumunu koruyor. Küresel emtia döngüsünden bağımsız olarak, petrokimya tedarik zinciri zaman zaman salgın, kış fırtınaları, jeopolitik olaylar gibi öngörülemeyen dış şoklara maruz kalıyor. Türkiye'deki tek üretici olmanın ve güvenli doğal gaz tedariği ile AB pazarlarına ihracat yapma kabiliyetinin Petkim için önemli bir stratejik değer olduğu bu tür vakalarda ortaya çıktı ve Şirket bu dönemlerde hedef pazarlarındaki arz kesintilerinden faydalanma fırsatları buldu. Bunun yatırım teması açısından önemli bir destek olduğunu, Petkim'in büyük üreticilere karşı ölçek dezavantajını dengeleyecek bir faktör olduğunu düşünüyoruz.

Star Rafineri ile entegrasyon. Petkim, Ekim 2023 itibarıyla yaklaşık 7 milyar dolar maliyetle inşa edilen ve yıllık 12 milyon ton ham petrol işleme kapasitesine sahip Star rafinerisinde dolaylı olarak %12 hisseye sahip bulunuyor. Star, %88 beyaz ürün verimine (yaklaşık %65 orta distilat) sahip kompleks bir rafineridir; dolayısıyla son 2 yılda görülen güçlü dizel marjlarından yüksek oranda yararlanmaktadır. Star rafinerisini, 2024/25 ortalama tahminlerimize uygulanan 6,0x FAVÖK çarpanına göre değerlendiriyoruz (bu tahminler, mevcut yüksek marjlara göre bir miktar normalleşen rafineri marjı varsayımlarına göredir). Böylece Petkim'in sahip olduğu Star hissesi için 864 milyon ABD doları değer hesaplamaktayız. Önümüzdeki dönemde Petkim ile Star arasında finansal katkının yanı sıra operasyonel sinerjilerin de ivme kazanabileceğini düşünüyoruz.

Riskler: Petrokimya ürün fiyatlarını baskılayabilecek beklenenden zayıf küresel talep koşulları, finansman giderlerinin artmasına neden olabilecek ABD doları faizlerindeki artış, nafta bazlı üreticiler üzerinde baskı oluşturabilecek ham petrol fiyatlarındaki önemli artışlar Petkim için önemli risk faktörleri arasındadır.

Tavsiye

Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı (09-11-2023)
Getiri potansiyeli

TL33.0

TL20.5

61%

Bloomberg Hisse Kodu
Piyasa Değeri (TLmn)

PETKM TI

51,905

Halka Açıklık Oranı

47%

Hisse adedi (mn)

2,534

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

3,581

Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	-12%	19%	41%
Nominal (USD)	-14%	13%	-8%
BIST100'e göre	-5%	17%	-22%

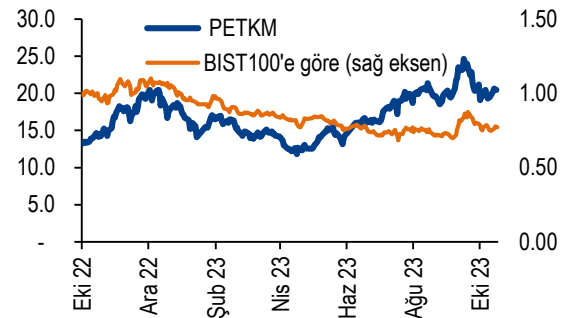
Tahminler (TLmn)

	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	47,030	72,432	89,945
FAVÖK	2,701	8,847	14,064
Net Kar	4,950	8,995	11,562

Değerleme

	2023T	2024T	2025T
F/K	10.5x	5.8x	4.5x
FD/FAVÖK	16.8x	5.1x	3.2x
F/DD	2.2x	1.6x	1.2x
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



Petkim - İş Kolu Bazında FAVÖK tahminlerimiz (Milyon USD)

	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Petrokimya	650	205	74	243	362
Liman	20	19	20	20	20
Star Rafineri (YF Tahminleri)	300	2,400	1,600	1,300	1,100

Değerleme Özeti (Milyon USD)

	Petrokimya	Liman	Star Rafineri
2024-2025 ortalama FAVÖK tahminimiz	303	20	1,200
Hedef FAVÖK çarpanı	7.0	15.0	6.0
Toplam Değerleme	2,118	300	7,200
Petkim hissedarlık oranı	100%	70%	12%
Petkim'in sahip olduğu kısmın değeri	2,118	210	864

Petkim - Parçaların Toplamı Değerlemesi (Milyon USD)

Petrokimya	2,118
Liman	210
Star Rafineri	864
(-) Net Borç	931
(+) Yatırım Amaçlı Gayrimenkul (0.7x Defter Değeri)	276
Hedef Özsermaye Değeri	2,536
Bugünkü Piyasa Değeri	1,823
Hedef Hisse Fiyatı (TL)	33.00
Bugünkü Hisse Fiyatı (TL)	20.48
<i>Yükseliş Potansiyeli</i>	<i>61%</i>

Kaynak: YF Araştırma Tahminleri

Finansal Sonuçlar - 3Ç 2023

PETKM

Gelir Tablosu (Milyon TL)	1Ç 22	2Ç 22	3Ç 22	4Ç 22	1Ç 23	2Ç 23	3Ç 23	Piyasa Beklentisi	% fark
Net Satışlar	11,421	14,369	14,201	8,908	9,198	10,612	13,189	13,174	<u>0.1%</u>
% büyüme(yıllık)	127%	94%	111%	-7%	-19%	-26%	-7%		
Brüt Kar	1,675	1,458	924	62	-19	379	1,727		
% marj	14.7%	10.1%	6.5%	0.7%	-0.2%	3.6%	13.1%		
FAVÖK	1,553	1,299	687	-149	-243	19	1,233	1,041	<u>18.4%</u>
% marj	13.6%	9.0%	4.8%	-1.7%	-2.6%	0.2%	9.3%	7.9%	
Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler (Net)	238	356	317	11	2	361	266		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen İştirakler	0	0	0	0	0	0	0		
Yatırım ve Finansal Gelir/Giderler (Net)	479	156	398	238	623	336	926		
Vergi Öncesi Kar	2,086	1,621	1,196	-226	59	359	2,072		
% marj	18.3%	11.3%	8.4%	-2.5%	0.6%	3.4%	15.7%		
Net Vergi Gideri	-334	899	312	990	72	-138	273		
Efektif Vergi Oranı	-16%	55%	26%	-439%	122%	-38%	13%		
Azınlık Paylara Ait Karlar	-1	11	13	-58	-24	87	-72		
Net Kar	1,754	2,509	1,495	822	155	134	2,418	1,078	<u>124.3%</u>
% marj	15.4%	17.5%	10.5%	9.2%	1.7%	1.3%	18.3%	8.2%	
Net Borç (Milyon TL)	9,150	12,715	14,131	14,295	16,378	19,575	25,485		
Net Borç (Milyon USD)	625	763	763	765	855	758	931		
Net Borç / FAVÖK	1.4	2.2	2.7	4.2	10.3	62.3	29.6		
Net İşletme Sermayesi	6,100	7,815	6,801	4,711	4,971	3,913	6,511		
% son 12 ay satışlara oranı	17.4%	18.6%	13.7%	9.6%	10.6%	9.1%	15.5%		

Bilanço (Milyon TL)	1Ç 22	2Ç 22	3Ç 22	4Ç 22	1Ç 23	2Ç 23	3Ç 23
Dönen varlıklar	26,162	29,009	30,441	34,405	26,041	36,629	31,813
Nakit	7,574	7,445	9,883	14,428	6,002	11,124	4,325
Ticari alacaklar	5,680	6,220	4,691	4,735	4,182	5,672	6,814
Stoklar	4,960	5,883	4,715	4,383	4,361	4,551	4,943
Diğer dönen varlıklar	7,948	9,461	11,152	10,859	11,497	15,281	15,731
Duran varlıklar	11,907	14,323	16,712	20,258	21,832	25,720	29,035
Toplam varlıklar	38,069	43,332	47,153	54,663	47,873	62,348	60,848
Kısa vadeli yükümlülükler	19,938	22,372	24,433	31,198	18,466	29,048	24,442
Kısa vadeli borçlanmalar	14,033	17,262	20,939	25,727	13,650	18,679	17,309
Ticari borçlar	4,540	4,289	2,605	4,407	3,572	6,311	5,246
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,365	821	889	1,064	1,243	4,058	1,887
Uzun vadeli yükümlülükler	3,595	3,985	4,243	4,406	10,245	14,033	14,817
Uzun vadeli borçlanmalar	2,691	2,898	3,075	2,997	8,729	12,020	12,501
Diğer uzun vadeli yüküm.	904	1,088	1,167	1,409	1,516	2,013	2,316
Azınlık Paylara Ait Özsermaye	38	60	90	35	7	121	56
Özkaynaklar	14,498	16,914	18,387	19,025	19,155	19,146	21,533
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	38,069	43,332	47,153	54,663	47,873	62,348	60,848

Kaynak: Şirket verileri, Research Turkey Konsensus 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak 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 korunmamasından, 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 Yardımcısı	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------------	--------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürcan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.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
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75		