

Petkim

Düşük maliyetli iş modeline geçiş

- ✓ **Star Rafinerisi'nden daha uygun fiyata alınmaya başlanan ham madde ile maliyetler azalarak marjları destekleyecek.** Star Rafinerisi ile yapılan anlaşma ile şirket rafineriden yıllık 1,6 milyon ton hafif nafta ihtiyacını 24\$/ton daha az maliyet ile temin etmeye başladı. Ayrıca şirketin, üretimde kullandığı ağır nafta yerine Star Rafinerisi'nden alacağı karışık ksilen veya reformatın üretim süreçlerinde, yıllık 30-35 milyon dolar seviyesinde maliyet avantajı sağlaması bekleniyor. Şirket 2019'da rafineriden nafta almaya başlamasına rağmen henüz karışık ksilen alımına başlamadı. Bu doğrultuda, Star Rafinerisi'nin sağlayacağı maliyet avantajının tam yıl etkisinin 2020'de görüleceğini düşünüyor, Star Rafinerisi'nin FAVÖK'e toplam 442 milyon TL katkısının olacağını tahmin ediyoruz. Böylece FAVÖK marjının 2020'de yıllık 2,9 puan artışla %17,2 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.
- ✓ **Ağır bakımların ardından satış hacmi artıyor.** 2018 yılında ağır bakımı gerçekleşen tesislerden dolayı gerileyen satış hacminin, 2019'da tam kapasite çalışan tesislerin etkisiyle yıllık %24,9 artışla 2,3 milyon ton seviyesine yükseleceğini; 2020'de ise yıllık bazda yatay kalacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2018-2020 döneminde satış gelirlerinin ve FAVÖK'ün sırasıyla %15,1 ve %19,8 YBBO kaydedeceğini öngörüyoruz.
- ✓ **Değerleme.** Etilen-nafta makasının yıl başından bu yana baskı altında kalmasından dolayı, hisse yıl başından bu yana %10,6, BIST100 endeksine relatif ise %17,9 değer kaybetti. 2019 ve 2020 tahminlerimize göre Petkim 7,5x ve 5,9x FD/FAVÖK ile işlem görürken; benzer şirket çarpanları medyanına göre sırasıyla %4,5 ve %13,9 iskontolu işlem görüyor. Petkim'in 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken değerlendirme modelimizde, İndirgenmiş Nakit Akımı ve Benzer Şirket Çarpanları yöntemlerini kullanıyor, iki modele sırasıyla %75 ve %25 ağırlıklar veriyoruz. Modelimizde PETKM için 12 aylık hedef fiyat 4,93 TL seviyesinde olup, mevcut fiyat seviyesine göre %40 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Bu doğrultuda, PETKM'i 'AL' önerisi ile Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.
- ✓ **Riskler.** Tahminlerimizin altında gerçekleşecek üretim, satış hacmi, etilen-nafta makası, ortalama Dolar/TL kuru ile Star Rafinerisi'nin üretiminde aksama, küresel büyümede beklentilerin üzerinde yavaşlama, tesislerde planlanmamış üretim durumu modelimizde aşağı yönlü başlıca risk unsurları olarak yer alıyor.

AL

Hisse Fiyatı: 3,52 TL

Hedef Fiyat: 4,93 TL

Getiri Potansiyeli: %40

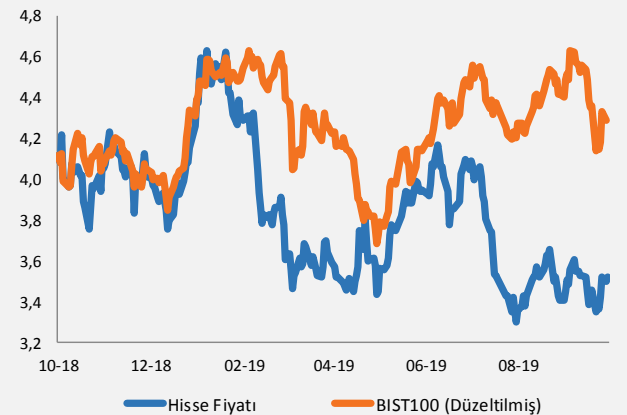
Özet Veriler

Hisse Kodu	PETKM
Cari Fiyat (TL)	3,52
52H En Yüksek (TL)	4,70
52H En Düşük (TL)	3,27
Piyasa Değeri (mn TL)	7.434
Piyasa Değeri (mn USD)	1.279
Halka Açıklık Oranı (%)	49
Konsensus HF (TL)	4,73
Konsensus Tavsiye	%63 A / %37 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	41,6
HLY HBK (2019 T)	0,44
Konsensus HBK (2019 T)	0,47

Tahminler ve Rasyolar

	2017G	2018G	2019T	2020T
Net Satışlar (mn TL)	7.364	9.315	11.526	12.349
Yıllık Büyüme	62%	26%	24%	7%
FAVÖK (mn TL)	1.774	1.478	1.647	2.121
Yıllık Büyüme	101%	-17%	11%	29%
Net Kar (mn TL)	1.402	872	928	1.372
Yıllık Büyüme	93%	-38%	6%	48%
FAVÖK Marjı	24,1%	15,9%	14,3%	17,2%
Net Kar Marjı	19,0%	9,4%	8,1%	11,1%
FD/Satışlar	1,7x	1,3x	1,1x	1,0x
FD/FAVÖK	7,0x	8,4x	7,5x	5,9x
F/K	3,8x	6,7x	8,0x	5,4x
PD/DD	1,8x	1,4x	1,4x	1,5x
Hisse Başı Kar (TL)	0,93	0,53	0,44	0,65
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	2,53	2,48	2,35	2,98

Fiyat Performansı



İçindekiler

Yatırım Tezi	3
Değerleme Özeti	5
Benzer Şirket Karşılaştırması	7
Şirket Profili	10
Küresel Petrokimya Sektörü	11
Türkiye Petrokimya Sektörü	12
Üretim Akış Şeması	13
Operasyonlar	14
Etilen, Nafta ve Ürün Fiyatları	16
Finansallar & Tahminler	18

Türkiye'nin tek plastik ham madde üreticisi. 2018'de 5 milyon tona ulaşan yurt içi plastik ham madde tüketiminin ortalama 900 bin tonu Petkim tarafından karşılanırken; kalanı ağırlıklı olarak Suudi Arabistan, Güney Kore ve Almanya'dan ithal edildi. 2008'de %25,8 olan Petkim'in pazar payı yurt içinde tek üretici olması sebebiyle 2018'de %17,3'e geriledi. Kapasitenin oldukça üzerinde tüketim olması sebebiyle, Petkim'in yüksek kapasite ile üretim yapmaya devam edeceğini ve üretim hacminin öngörülebilir dönemde ekonomik dalgalanmalardan etkilenmeyeceğini düşünüyoruz.

Star Rafinerisi sayesinde düşük maliyetli iş modeline geçiş. Şirket küresel piyasada belirlenen nafta fiyatlarının üzerine ton başına yaklaşık 30\$ nakliye maliyetlerine katlanıyordu. Ancak, Star Rafinerisi ile yapılan 20 yıllık anlaşma ile şirket rafineriden yıllık 1,6 milyon ton hafif nafta ihtiyacını Platts tarafından yayımlanan FOB MED spot nafta fiyatı artı 6 \$/ton maliyet ile karşılamaya başladı. Böylece şirketin nafta maliyeti ton başına yaklaşık 24\$ azalırken, marjlar olumlu yönde etkilenecek. 2019'un ilk çeyreğinden itibaren rafineriden nafta tedarik etmeye başlamasına rağmen Star Rafinerisinden temin edilecek naftanın sağlayacağı maliyet avantajının tam yıl etkisinin 2020'de görüleceğini düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin üretimde kullandığı ağır nafta yerine Star Rafinerisi'nden alacağı karışık ksilen veya reformatın üretim süreçlerinde yıllık 30-35 milyon dolar seviyesinde maliyet avantajı sağlayacağı varsayımıyla, 2020'de Star Rafinerisinin FAVÖK'e toplam 442 milyon TL katkısının olacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK marjının 2020'de yıllık 2,9 puan artışla %17,2 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Petlim'in satışlara katkısı artmaya devam ediyor. 2015'de ilk fazı tamamlanarak faaliyete başlayan Petlim Konteyner Limanı'nın işletmesi, yapılan anlaşma ile sabit ve hacme göre değişken gelir paylaşımı üzerinden APM Terminalleri'ne verildi. Petlim Konteyner Limanı'nda elleçlenen konteyner hacminin 2019'da yıllık %12'lik artışın ardından 2020'de %8,6 artışla 365 bin ton TEU seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2018'de sabit ve değişken olmak üzere toplam 145 milyon TL seviyesinde gerçekleşen satış gelirlerinin, 2019'da %26,2 artışla 183 milyon TL, 2020'de yıllık %14,2 artışla 209 milyon TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Elektrik üretiminin tamamı YEKDEM kapsamına alınıyor. Şirketin tamamına sahip olduğu rüzgar enerjisi santralindeki 51 MWh kurulu gücün 25 MW'ı YEKDEM kapsamında satılırken (7,3USDc/kWh), fazla üretim serbest piyasa fiyatından satılıyor. Şirket 26 MW'lık kapasiteden üretilen elektrik enerjisini YEKDEM kapsamında satmak üzere lisans başvurusunda bulundu. 2020 yılında üretimin tamamının YEKDEM kapsamında satılacağını, RES gelirinin yıllık %21,3 artışla 13,5 milyon dolar, TL bazında yıllık %30,7 artışla 82 milyon TL seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Ağır bakımların ardından satış hacmi artıyor. 2018 yılında ağır bakımı gerçekleşen tesislerden dolayı gerileyen satış hacminin 2019'da tam kapasite çalışan tesislerin etkisiyle yıllık %24,9 artışla 2,3 milyon ton seviyesine yükseleceğini, 2020'de ise yıllık bazda yatay kalacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, satış gelirlerinin 2018-2020 döneminde %15,1 YBBO kaydedeceğini öngörüyoruz.

Yatırım Tezi

Zayıf TL, satış gelirleri ve operasyonel karlılığı destekliyor. 2015-2018 döneminde satış hacmi %1,4, birim ürün fiyatları dolar bazında %3,1 YBBO kaydetmesine karşın; satış gelirlerinin tamamının dolar cinsinden olmasından dolayı, TL bazında satış gelirleri zayıf TL'nin katkısıyla %27,1 artış kaydetti. 2019'da ağırlıklı olarak satış hacmindeki artış kaynaklı satış gelirlerinin TL bazında %23,7 artacağını tahmin ediyoruz. 2020'de ortalama birim ürün fiyatları varsayımımız yıllık %0,8 gerilemeye işaret etmesine rağmen, ortalama Dolar/TL kurunun yıllık %7,8 artış göstereceği varsayımımız doğrultusunda, satış gelirlerinin TL bazında yıllık %7,1 artış kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Diğer yandan toplam giderlerin ortalama %86'sının dolar cinsinden olması da TL'nin değer kazancında şirkete doğal 'hedge' imkanı sağlıyor.

Etilen-nafta makası operasyonel karlılık için ana gösterge. Etilen-nafta makası 2018'de yıllık %12,8 düşüşle ortalama 561 USD/ton seviyesinde gerçekleşirken, 2019'da küresel ekonomideki yavaşlama ve ticaret savaşları nedenleriyle azalan talepten dolayı yıl başından bu yana ortalama 504 USD/ton seviyesinde gerçekleşti. 2020'de Brent petrol fiyatları modelimizde, küresel analist beklentileri ile uyumlu olarak yıllık %0,8 azalış ile varil başına 64,0 USD/varil seviyesinde yer alıyor. Petrol fiyatlarındaki yatay negatif seyre rağmen küresel büyüme hızındaki aşağı yönlü riskler nedeniyle etilen fiyatlarında toparlanma olmayacağını varsayıyor, 2020'de etilen-nafta makasında mevcut seviyelerin devam ederek 503 USD/ton seviyesinde gerçekleşeceğini varsayıyoruz. Beklentimizin üzerinde gerçekleşecek etilen-nafta makası modelimizde, operasyonel karlılık için yukarı yönlü ana risk unsuru olarak beliriyor.

Düzenli temettü dağıtımı. Şirket 2014 yılından bu yana düzenli olarak nakit veya bedelsiz hisse olarak temettü dağıtımını gerçekleştirdi. 2015-2017 döneminde nakit temettü dağıtım oranı ortalama %66 seviyesinde gerçekleşirken, 2017-2018 döneminde ortalama %32 oranında bedelsiz pay dağıtımını gerçekleştirdi. Star Rafinerisi'ne yapılacak ödemeden dolayı şirketin 2019 yılı karından nakit temettü dağıtımını yapmayacağını, 2021 yılı ve sonrasına ilişkin yeni yatırım kararı olmadığı için 2020 yılı karından ve sonrasında temettü dağıtım oranının %60 seviyesinde devam edeceğini varsayıyoruz. Mevcut hisse fiyatına göre temettü verimliliği BIST100 ortalamasının oldukça üzerinde %11,1'e işaret ediyor.

Yeni yatırımcılarla rekabet artacak. Sasa Polyester'in 2020'de inşasına başlayacağı petrokimya tesislerinin ilk etabında kurulması planlanan PTA ve MEG tesislerinin 2023'te sırasıyla 1,25 milyon ton ve 700 bin ton yıllık kapasite ile üretime başlaması planlanıyor. 2018'de yurt içinde 563 bin ton PTA ve 328 bin ton MEG tüketimi gerçekleşirken, Petkim'in PTA ve MEG üretim kapasitesi sırasıyla yıllık 105 bin ton ve 90 bin ton seviyesinde bulunuyor. Planlandığı doğrultuda 2023'te tesislerde üretimin başlaması halinde PTA ve MEG'te oluşacak arz fazlası nedeniyle yurt içi fiyatlarda baskı oluşabileceğini düşünüyoruz.

Riskler. Tahminlerimizin altında gerçekleşecek üretim, satış hacmi, etilen-nafta makası, ortalama Dolar/TL kuru ile Star Rafinerisi üretiminde aksama, küresel büyümede beklentilerin üzerinde yavaşlama, tesislerde planlanmamış üretim durumu modelimizde aşağı yönlü başlıca risk unsurları olarak yer alıyor.

Değerleme Özeti

Petkim'in 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları yöntemlerine sırasıyla %75 ve %25 ağırlıklar verdik. Benzer Şirket Karşılaştırmasında ise FD/FAVÖK çarpanını kullanmayı; 2019 ve 2020 yıllarına sırasıyla %20 ve %80 ağırlık vermeyi tercih ettik. Değerlememiz sonucunda, PETKM için 12 aylık hedef piyasa değerimiz 10.404 milyon TL, hisse başına hedef fiyatımız ise 4,93 TL seviyesinde olup, hisselerin şu anki fiyatına göre %40'lık yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

Tablo 1 : Değerleme Metodolojisi

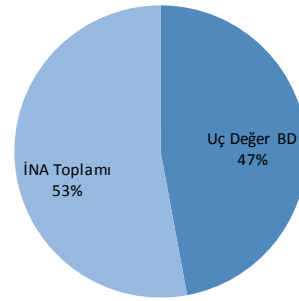
Metodoloji	Hedef Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	10.234	75%	7.675
Benzer Şirket Karşılaştırması	10.915	25%	2.729
12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn TL)			10.404
Piyasa Değeri (mn TL)			7.434
Prim Potansiyeli			40%
Hisse Fiyatı			3,52 TL
12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı			4,93 TL

Değerleme Özeti

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimizde şirkete yönelik 2019-2028 dönemlerine ait nakit akım projeksiyonu kullandık. Değerleme modelimizde, risksiz faiz oranı %14,0, hisse senedi risk primi %5,5 ve beta katsayısı 0,95 olup, bu doğrultuda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti projeksiyon dönemimizde ortalama %15,9 seviyesinde yer alıyor. FAVÖK marjına yönelik uzun vadeli tahminimiz Star Rafineri'sinin katkısıyla azalacak maliyetlerden dolayı %16,8 seviyesinde yer alıyor. İNA'ya göre, Petkim için 12 aylık hedef şirket değeri 10.234 milyon TL, hedef fiyatımız 4,85 TL seviyesinde bulunuyor.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu (Mn TL)	2018	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışlar	9.315	11.526	12.349	13.375	12.031	14.718	15.464	16.250	14.681	17.953	18.876
YoY	26%	24%	7%	8%	-10%	22%	5%	5%	-10%	22%	5%
FVÖK	1.235	1.338	1.801	1.967	1.595	2.132	2.240	2.355	1.933	2.593	2.736
Amortisman	242	310	321	332	358	371	385	399	430	446	462
FAVÖK	1.478	1.647	2.121	2.299	1.953	2.504	2.625	2.754	2.363	3.039	3.198
FAVÖK Marjı	15,9%	14,3%	17,2%	17,2%	16,2%	17,0%	17,0%	16,9%	16,1%	16,9%	16,9%
- Vergi@FVÖK	325	362	467	460	391	501	525	551	473	608	640
- Yatırım Harcaması	3.489	340	1.830	390	870	428	449	471	1.054	518	544
- İşletme sermayesindeki değişim	355	61	115	150	-195	391	109	115	-227	476	134
Net Nakit Akımı	-2.691	884	-291	1.300	887	1.184	1.542	1.617	1.064	1.437	1.880
İndirgenmiş Nakit Akımı		860	-244	940	552	635	712	644	366	427	483

Büyüme oranı	5%
Uç Değer	18.605
+ Uç Değer BD	4.784
+ İNA Toplamı	5.376
- Net Borç (2018)	4.316
- Azınlık Payları	45
+ İştirakler	2.784
Şirket Değeri	8.583
12 Aylık Hedef Şirket Fiyatı	10.234
Hedef Fiyat (TL)	4,85 TL



Benzer Şirket Karşılaştırması

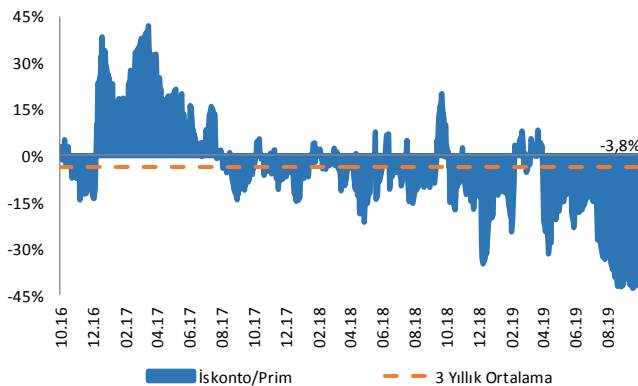
Şirket	Konsensus Tahminleri								
	FD/FAVÖK			F/K			FD/Satışlar		
	2019T	2020T	2021T	2019T	2020T	2021T	2019T	2020T	2021T
Lotte Chemical C	4,7	4,3	4,0	7,8	6,8	6,4	0,62	0,58	0,57
Korea Petrochem	2,8	2,3	2,3	6,3	4,4	4,3	0,39	0,36	0,35
Ptt Global Chem	7,9	6,8	6,0	13,3	10,2	8,7	0,69	0,66	0,64
Asia Polymer	7,1	6,5	-	12,8	10,4	-	1,52	1,46	-
Hanwha Chem Corp	8,6	7,6	7,1	8,2	6,2	5,6	0,82	0,77	0,75
Pchem	8,9	8,1	7,9	16,4	14,8	14,1	2,89	2,44	2,28
Indorama Venture	7,9	6,4	6,0	9,5	7,2	6,7	0,84	0,78	0,75
Mitsui Chemicals	6,7	6,9	6,5	6,4	7,9	7,3	0,67	0,69	0,67
Tosoh Corp	4,0	4,4	4,2	6,9	8,1	7,7	0,62	0,65	0,64
Braskem-Pref A	6,2	5,8	5,1	25,7	22,4	17,7	0,97	0,93	0,86
Sabic	8,4	7,8	7,2	24,4	19,5	16,9	2,20	2,12	2,00
Yanbu National P	9,5	9,4	8,5	19,3	17,4	15,4	4,11	3,81	3,66
Saudi Kayan Petr	11,8	9,1	8,8	-	20,9	20,2	3,39	3,10	3,03
Petkim*	7,5	5,9	5,4	8,0	5,4	5,0	1,1	1,0	0,9
Medyan	7,9	6,8	6,3	11,2	10,2	8,2	0,8	0,8	0,8
<i>Prim / İskonto</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-13,9%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>-28,1%</i>	<i>-46,9%</i>	<i>-39,0%</i>	<i>28,3%</i>	<i>29,0%</i>	<i>23,8%</i>
Ortalama	7,3	6,6	6,1	13,1	12,0	10,9	1,5	1,4	1,4
<i>Prim / İskonto</i>	<i>3,7%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>-38,8%</i>	<i>-54,9%</i>	<i>-54,2%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>-28,7%</i>	<i>-31,2%</i>

*HLY Araştırma Tahminleri

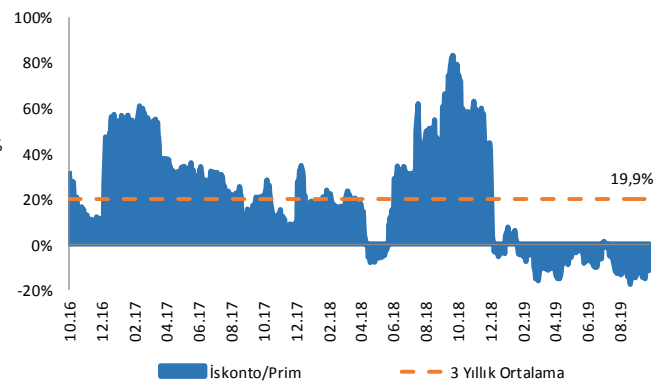
Benzer Şirket Karşılaştırması analizimizde, Petkim, FD/FAVÖK çarpanında benzerlerine göre 2019 ve 2020 yılları için sırasıyla %4,5 ve %13,9 iskentolu işlem görmektedir. F/K çarpanında ise benzerlerine göre sırasıyla %28,1 ve %46,9 iskentolu işlem görmektedir.

Benzer Şirket Karşılaştırmasında ise FD/FAVÖK çarpanını kullanmayı; 2019 ve 2020 yıllarına sırasıyla %20 ve %80 ağırlık vermeyi tercih ettik. Analizimiz sonucunda, ortalama %12,0 iskentolu işlem gören Petkim hissesi için hedef fiyatın 5,17 TL olduğuna ulaşıyoruz.

**Grafik 1 : PETKM & Benzer Şirketler
1 Yıl İleri Tarihli F/K Rasyo Karşılaştırması**



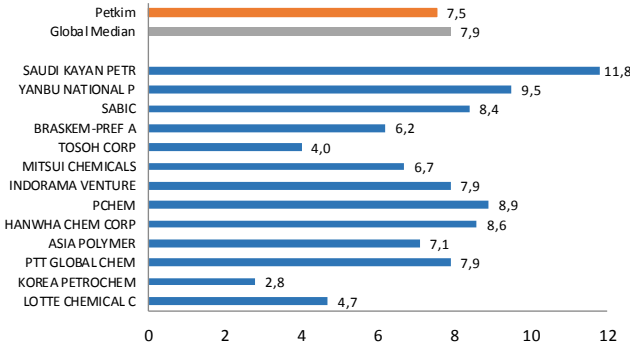
**Grafik 2 : PETKM & Benzer Şirketler
1 Yıl İleri Tarihli FD/FAVÖK Rasyo Karşılaştırması**



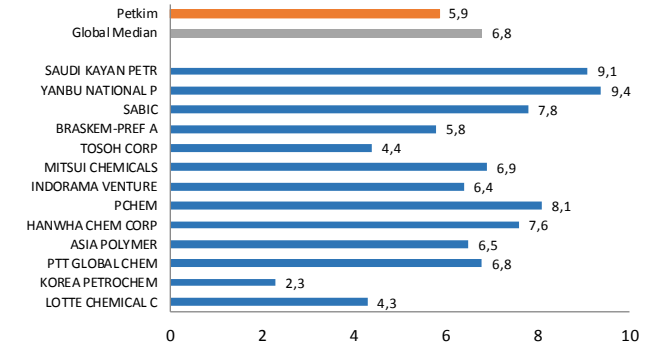
Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Benzer Şirket Karşılaştırması

Grafik 3 : FD/FAVÖK 19T

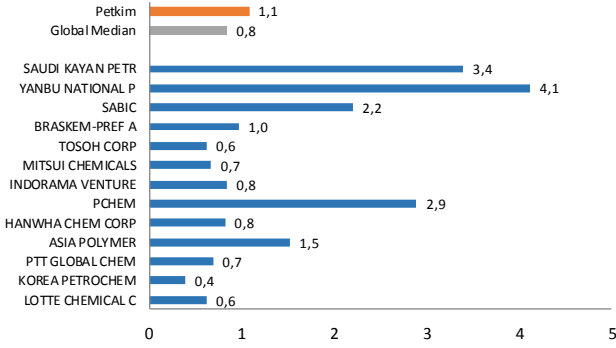


Grafik 4: FD/FAVÖK 20T

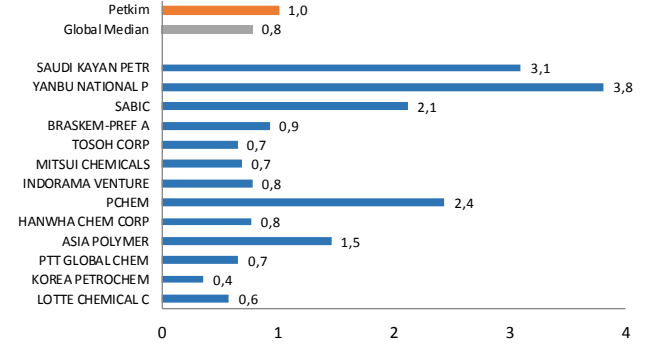


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Grafik 5 : FD/Satışlar 19T

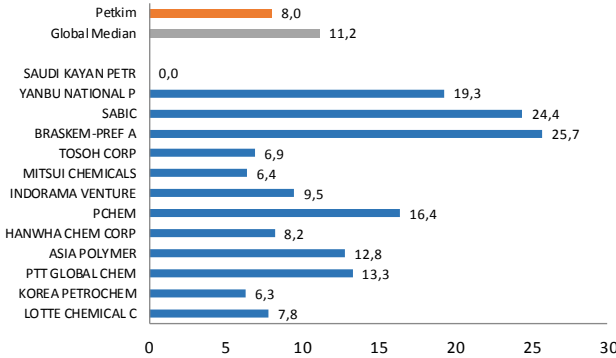


Grafik 6 : FD/Satışlar 20T

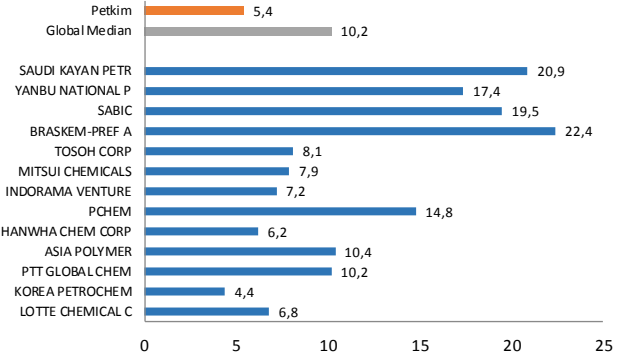


Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

Grafik 7 : F/K 19T



Grafik 8 : F/K 20T



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma



Tahminlerimiz&Konsensus Karşılaştırması

Daralan etilen-nafta makasından dolayı konsensusun altında marjlar bekliyoruz

2018'de gerçekleşen bakımın ardından 2019'da tam kapasite çalışan tesislerin etkisiyle satış hacminin yıllık %24,9 artışla 2,3 milyon ton seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. 2019'da dolar bazında birim ürün gelirlerinin yıllık bazda %16,9 gerileyeceğini tahmin etmemize rağmen, USD/TL'nin etkisiyle toplam petrokimya segmenti gelirlerinin yıllık %23,7 artışla 11.280 milyon TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Liman ve RES gelirlerinin de katkısıyla toplam satış gelirlerinin yıllık %23,7 artışla, konsensus beklentisi ile uyumlu 11.526 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Star Rafinerisinden ton başına 24 USD daha az maliyetle temin edilmeye başlanan naftaya rağmen, etilen-nafta makasının yıllık bazda %10,3 gerileyerek FAVÖK marjını baskılayacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK marjının yıllık 1,6 puan azalışla %14,3 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

2020 yılında hem gelirlerin hem de FAVÖK'ün konsensusun sırasıyla %3 ve %9 altında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Farklılaşmamızın birim ürün fiyatı varsayımımız kaynaklı olabileceğini düşünüyoruz. Star Rafinerisinden temin edilecek naftanın sağlayacağı maliyet avantajının tam yıl etkisinin 2020'de görüleceğini öngörüyoruz. Ayrıca, şirketin üretimde kullandığı ağır nafta yerine Star Rafinerisi'nden alacağı karışık ksilen veya reformatın kullanılacak olmasının da sağlayacağı avantaj ile, 2020'de Star Rafinerisi'nin FAVÖK'e toplam 442 milyon TL katkısının olacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda FAVÖK marjının yıllık 2,9 puan artışla %17,2 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 2 : Konsensus Karşılaştırması

PETKM (TL mn)	HLY Araştırma		Bloomberg Konsensus		Fark	
	2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T
Satışlar	11.526	12.349	11.526	12.739	0%	-3%
FAVÖK	1.647	2.121	1.764	2.324	-7%	-9%
Net Kar	928	1.372	946	1.387	-2%	-1%
FAVÖK Marjı	14,3%	17,2%	15,3%	18,2%	-1,0 p	-1,1 p
Net Kâr Marjı	8,1%	11,1%	8,2%	10,9%	-0,2 p	0,2 p

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

2019 yılı tahminlerimize göre, PETKM 7,5x FD/FAVÖK çarpanı ile 3-yıllık tarihi ortalaması olan 8,4x'e göre %10,4 iskontolu işlem görüyor. Bloomberg konsensus tahminine göre FD/FAVÖK çarpanı 6,9x seviyesindedir.

Grafik 9 : 1 yıl ileri tarihli F/K Rasyosu



Grafik 10 : 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK Rasyosu



Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma



Şirket Profili

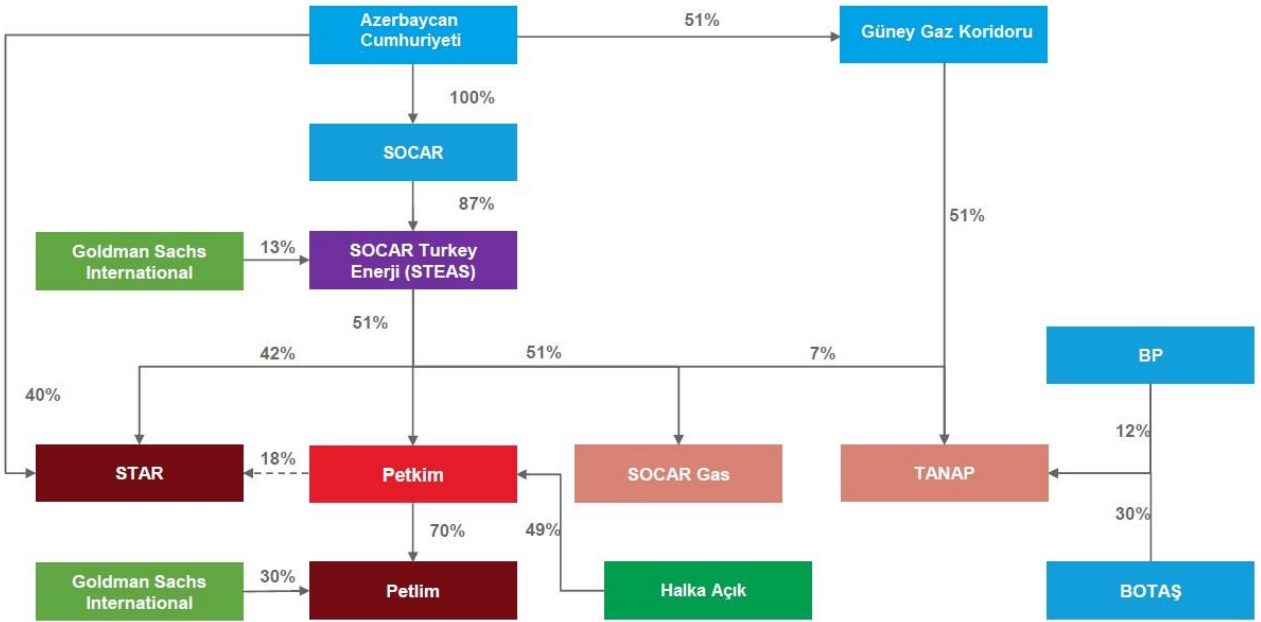
Türkiye'nin tek petrokimya üreticisi

1965'te Türkiye'nin plastik ham madde ihtiyacını temin etmek amacıyla kurulan Petkim 1990'dan bu yana halka açık olarak işlem görüyor. Özelleştirme sürecine ilişkin ihale süreci sonucunda 2008'de kamuya ait olan %51 oranındaki şirket hissesi 2 milyar dolar bedel ile SOCAR & Turcas Petrokimya A.Ş. tarafından satın alındı. Mevcut durumda %49'u halk açık olan şirketin sermayesinde Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na ait bulunan bir adet C grubu hisse 9 yönetim kurulu üyesinden birisini belirleme hakkına sahiptir.

Şirket, 15 adet ana üretim fabrikası ve 6 yardımcı üretim tesisleri ile İzmir Aliağa Kompleksinde faaliyet gösteriyor. Yıllık 3,6 milyon ton brüt üretim kapasitesine sahip olan şirket Termoplastikler, Elyaf ham maddeleri, Aromatikler ve Diğer ana başlıkları altında ürettiği ürünlerin %60'ını yurt içine, yurt dışında ise ağırlıklı olarak Avrupa'ya satıyor.

Şirketin petrokimya üretiminin yanı sıra petrol rafinajı faaliyetinde bulunan yıllık 10 milyon petrol üretimi kapasiteli Star Rafineri'sinde %18, liman işletmeciliği yapan Petlim'de %70 payı bulunuyor. Şirketin ayrıca toplam 51 MW kurulu kapasiteye sahip Rugar Enerji Santrali ile enerji alanında da yatırımı bulunuyor.

Grafik 11 : Ortaklık Yapısı



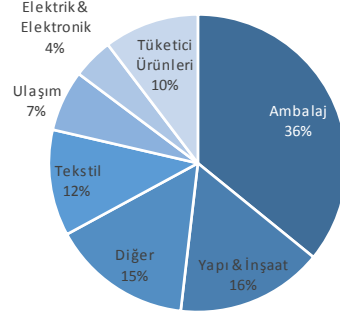
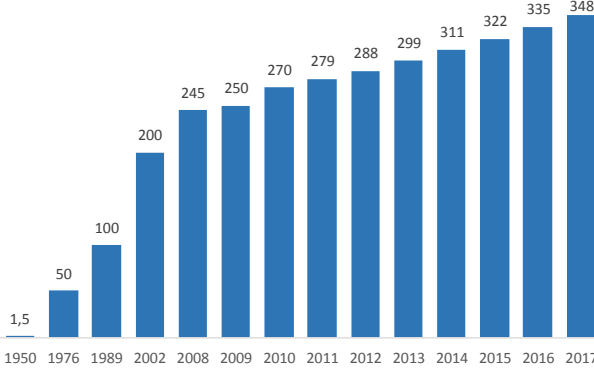
Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Küresel Petrokimya Sektörü

Grafik 12 : Küresel Plastik Üretimi (mn ton)

Grafik 13 : Plastik Üretim Dağılımı (2015)



Kaynak: Statista, HLY Araştırma

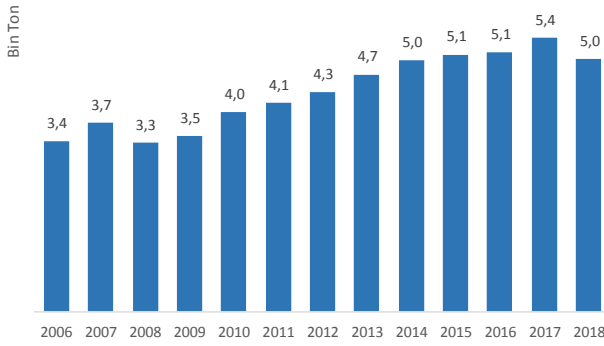
Petrol rafineri ürünleri ve doğal gazdan başlayarak plastik (polimer), lastik ve elyaf ham maddeleri ve diğer organik ara mallar üreten sanayi dalı olan petrokimya sanayi 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren birçok farklı alanda kullanılmaya başlanan plastik ile insan hayatının vazgeçilmez bir parçası haline geldi. 1950'de 1,5 milyon ton seviyesinde gerçekleşen plastik üretimi 1950-2017 yılları arasında %8,5 YBBO kaydederek 348 milyon ton seviyesine yükseldi. 2018'de 539 milyar USD'ye ulaşan petrokimya sektörü pazar büyüklüğünün 2025 yılına kadar %8,5 YBBO kaydedeceği tahmin ediliyor.

2017 yılında küresel plastik üretiminde Çin %29,4 ile lider konumda yer alırken, Avrupa ve NAFTA ülkeleri Çin'i %18,5 ve %17,7 pay ile takip etti. Tüketim tarafında ise kişi başı tüketimi yüksek olması nedeniyle Avrupa ülkeleri %24 ile lider konumda yer alıyor. Çin ise %20 pay ile ikinci sırada geliyor.

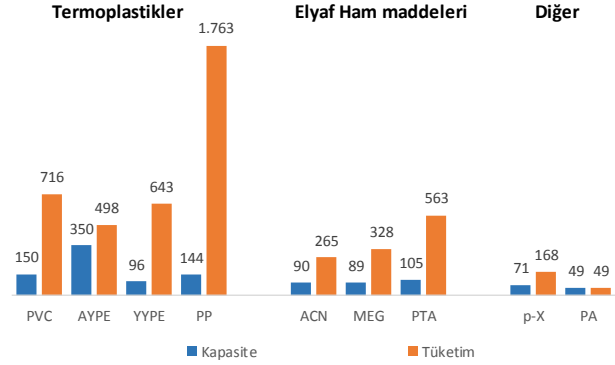
Plastik üretiminde kullanılan ana ham madde etilen, ağırlıklı olarak petrol ürünü olan nafta veya doğal gaz ürünü olan etandan elde edilirken, 2016 yılı itibarıyla toplam etilen üretiminin %42,6'sı nafta bazlı tesislerde, %36,3'ü etan bazlı tesislerde üretildi. LPG bazlı tesisler ise toplam etilen üretiminin %14,8'ini oluşturdu. 2021'de toplam üretimin %38'inin nafta bazlı, %40,1'inin etan bazlı tesislerden elde edileceği tahmin ediliyor. Etan bazlı tesisler yüksek etilen verimliliğine sahip durumda iken, nafta bazlı tesislerde etilen verimi düşmesine karşı, üretim sürecinde etilenin yanı sıra yüksek moleküllü hidrokarbonlar ve aromatik ürünler elde edilmektedir.

Türkiye Petrokimya Sektörü

Grafik 14 : Yurt içi Tüketim



Grafik 15 : Üretim Kapasitesi & Tüketim (2018)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

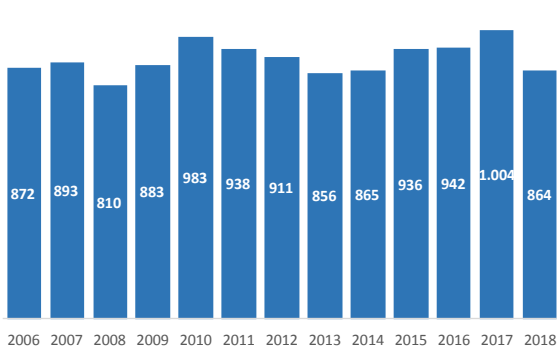
2008-2018 yılları arasında %4,1 YBBO ile 5 milyon tona ulaşan yurt içi plastik ham madde talebinin ortalama 900 bin tonu Petkim tarafından karşılanırken; kalanı ağırlıklı olarak Suudi Arabistan, Güney Kore ve Almanya'dan ithal edildi. 2008'de %25,8 olan Petkim'in pazar payı yurt içinde tek üretici olması sebebiyle 2018'de %17,3'e geriledi.

Yurt içi kurulu kapasite ile tüketim karşılaştırıldığında; PP (polipropilen) kapasitenin %8,2'sine, PVC (polivinil klorür) %21,0'ine, YYPE (yüksek yoğunluklu polietilen) %14,9'una, AYPE (alçak yoğunluklu polietilen) %70,2'sine denk gelmektedir. Kapasitenin oldukça üzerinde tüketim olması sebebiyle Petkim'in yüksek kapasite ile üretim yapmaya devam edeceğini ve üretim hacminin ekonomik dalgalanmalardan etkilenmeyeceğini düşünüyoruz.

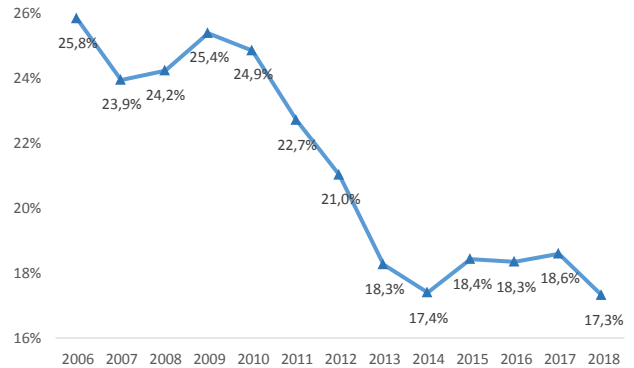
Sasa Polyester'in Adana/Yumurtalık'ta kurmayı planladığı petrokimya tesislerine yönelik yatırımın 2020 yılında başlayıp 2031 yılına kadar sürmesi planlanıyor. İlk etapta PTA ve MEG üretecek tesis yatırımına başlanması ve tesislerde üretimin sırasıyla 1,25 milyon ton ve 700 bin ton yıllık kapasite ile 2023'te başlaması planlanıyor. Ayrıca Rönesans Holding, Cezayir'li Sonatrach ve Güney Koreli GS E&C ortaklığıyla Ceyhan Petrokimya Endüstri Bölgesi'nde yıllık 450 bin ton üretim kapasiteli polipropilen (PP) üretim tesisi kurmayı planlıyor. 2020'de inşasına başlanması planlanan tesisin 2023'te üretime başlaması bekleniyor.

Planlanan tesislerde 2023'te üretimin başlaması halinde PP talebinin üretim kapasitesinin üzerinde devam edeceği ve pazarda fiyat baskısının olmayacağını düşünüyoruz. Diğer yandan, PTA ve MEG'te arz fazlasının oluşacağını ve bu doğrultuda yurt içi fiyatlarda baskı oluşabileceğini öngörüyoruz.

Grafik 16 : Petkim Yurt İçi Satış (kilo ton)



Grafik 17 : Petkim Pazar Payı

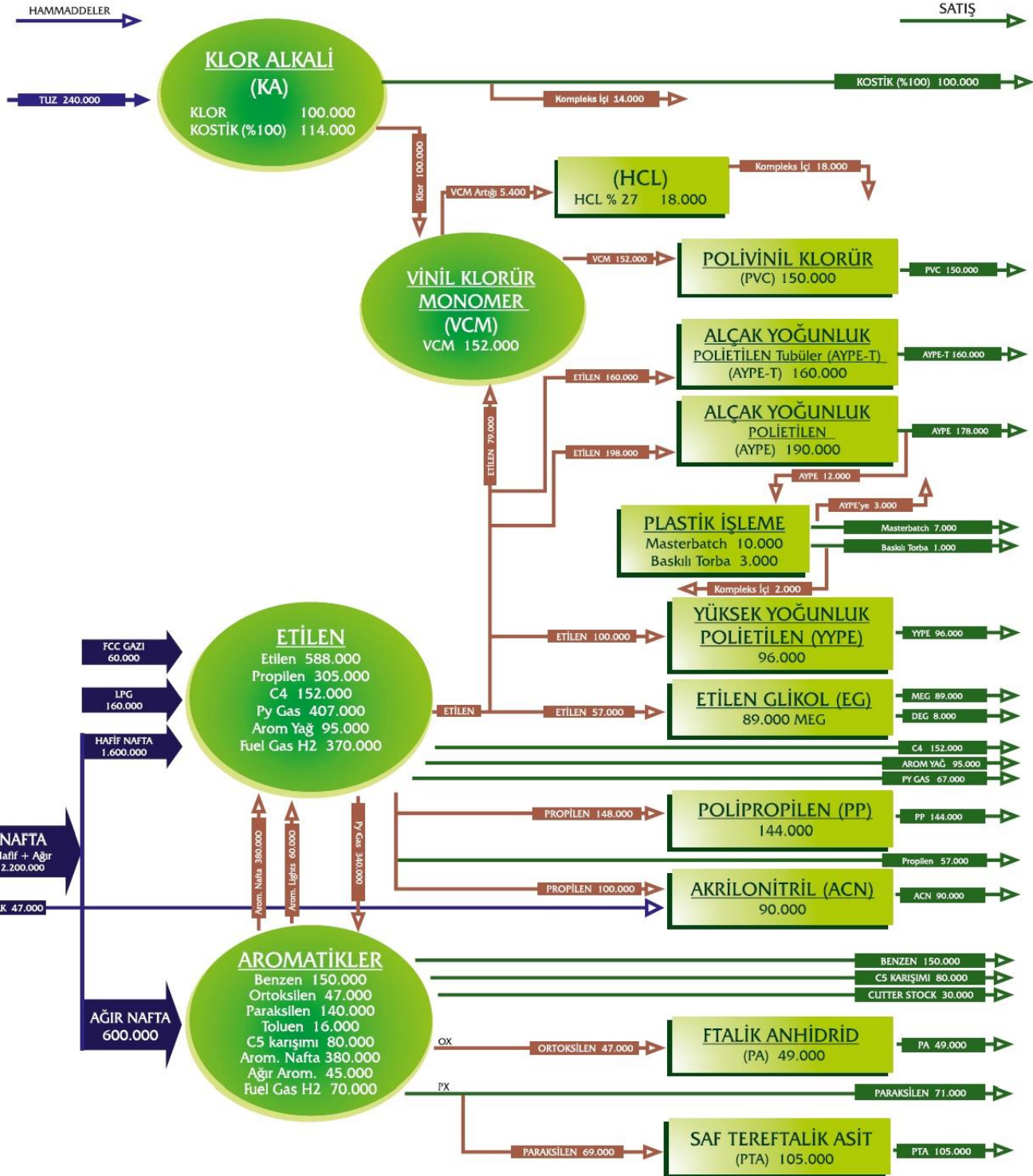


Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Petkim Üretim Akış Şeması

Üretim Akış Şeması (Ton/Yıl)

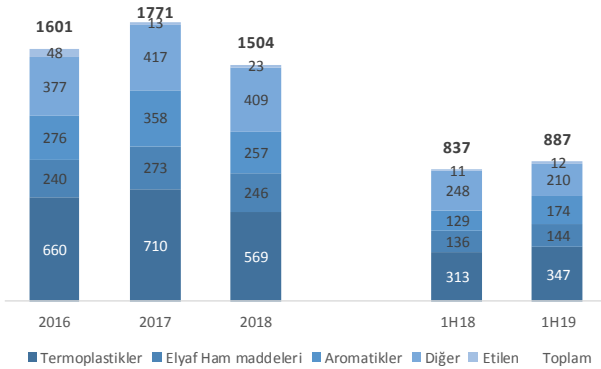


Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

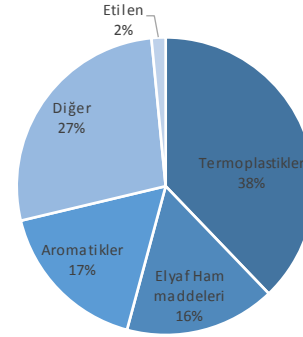


Operasyonlar

Grafik 18 : Net Üretim (bin ton)



Grafik 19 : Üretim Dağılımı 2018



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Petrokimya

Şirket İzmir Aliğa'da 15 ana 6 yardımcı üretim tesisinde toplam 3,6 milyon ton brüt üretim kapasitesi ile 60'a yakın ürün çeşidi üretiyor. 2018'de brüt üretim etilen fabrikasındaki 53 günlük planlı bakım duruşu nedeniyle yıllık %18,9 azalarak 2,8 milyon ton seviyesine geriledi. Bazı ürünlerin üretim hattında ara girdi olarak yer alması nedeniyle net üretim yıllık %15,1 azalışla 1,5 mn ton seviyesine gerçekleşti. Etilen fabrikasında 2016-2017 döneminde ortalama %97 seviyesinde gerçekleşen kapasite kullanım oranı 2018'deki duruş nedeniyle ortalama %82 seviyesine geriledi. Bakım sonrası tesisin performansındaki artışın da etkisiyle bu oran 1Ç19'da %99, 2Ç19'da %105 seviyesinde gerçekleşti.

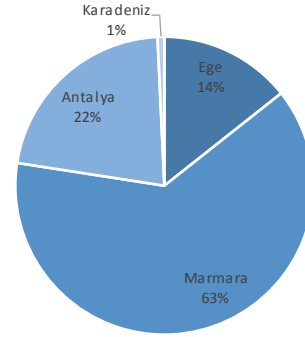
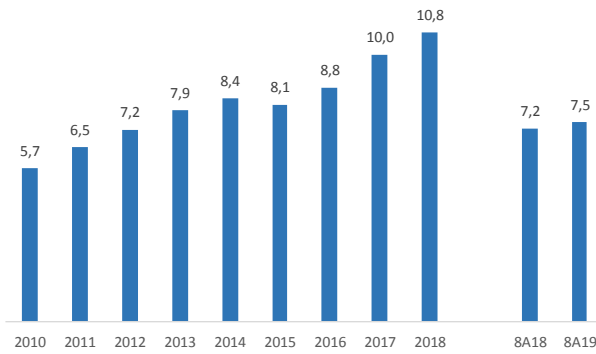
Şirket 1,6 milyonu hafif nafta olmak üzere toplam 2,2 milyon ton nafta tüketimi kapasitesine sahipken, nafta yerine belirli oranda LPG de ham madde olarak kullanılabilir. Star Rafinerisi üretime başlamadan önce ihtiyacı olan naftayı ağırlıklı olarak ithal eden şirket, rafinerinin üretime başlaması ile birlikte 2019'un ilk çeyreğinden itibaren naftayı rafineriden temin etmeye başladı. 2020'de ise yıllık 1,6 milyon tonluk hafif nafta ihtiyacının tamamı ile yıllık 270 bin tonluk karışık ksilen veya reformat ihtiyacını Star Rafinerisi'nden karşılayacak.

Üretim sürecinin sonunda ortalama %41 termoplastik, %15 elyaf, %19 aromatik petrokimya ürünleri elde ediliyor. Üretimden çıkan PVC (Polivinil klorür), AYPE-YYPE (Alçak-yüksek yoğunluklu polietilen), PP (Polipropilen) termoplastik olarak, ACN, MEG, PTA elyaf ham maddeleri, Benzen, Paraksilen ve Ortoksilen aromatikler olarak tanımlanıyor.

Operasyonlar

Grafik 20 : Türkiye Konteyner Hacmi (mn TEU)

Grafik 21 : Konteyner Hacmi Bölgesel Dağılım (2018)



Kaynak: Şirket, Türklim, HLY Araştırma

Petlim

2015'de 800 bin TEU'luk kapasite ile ilk fazı tamamlanarak faaliyete başlayan Petlim Konteyner Limanı'nın ikinci fazı da 2017'de tamamlanarak toplam kapasite 1,5 milyon TEU'ya ulaştı. Mevcut durumda Petlim'in %70'i Petkim'de, %30'u 2014'te 250 milyon USD bedel ile satın alan Goldman Sachs'ta bulunuyor.

Diğer yandan, yapılan anlaşma ile konteyner limanının işletilmesi ilave 4 yıl uzatma opsiyonu dahil 32 yıllığına Hollanda kökenli APM Terminallerine verildi. Yapılan anlaşma ile şirket ilk 15 yıl boyunca yıllık sabit ücret ve elleçlenen konteyner hacmine göre değişken gelir paylaşımı üzerinden ücret alacak. Geri kalan süre boyunca sabit ücret olmaksızın sadece gelir paylaşımı ile gelir elde edecek.

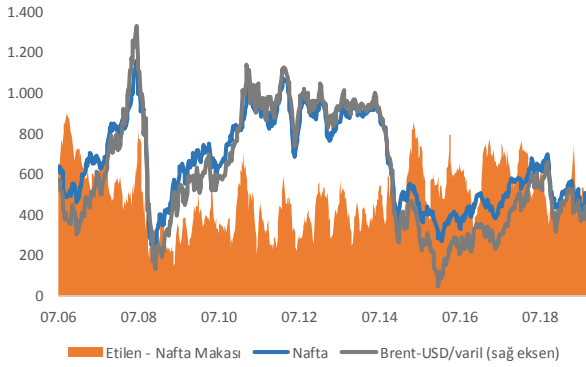
Türkiye'de elleçlenen konteyner hacmi 2010-2017 yılları arasında %8,3 YBBO kaydederek 10,8 mn TEU seviyesine yükselirken, aynı dönemde Ege Bölgesi'nde hacim %6,1 YBBO kaydetti. 2018'de Ege Bölgesinde elleçlenen konteyner hacmi Türkiye'de elleçlenen konteyner hacminde gerçekleşen yıllık %8,3'lük artışın üzerinde %8,6 artış kaydetti. Petlim Konteyner Limanı'nda ise 2018'de 300 bin TEU seviyesinde konteyner elleçlenirken, 2019'da yıllık %12'lik artışın ardından hacmin 2020'de %8,6 artışla 365 bin ton TEU seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2018'de sabit ve değişken olmak üzere toplam 145 milyon TL seviyesinde gerçekleşen satış gelirlerinin, 2019'da %26,2 artışla 183 milyon TL, 2020'de yıllık %14,2 artışla 209 milyon TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Rüzgar Enerji Santrali (RES)

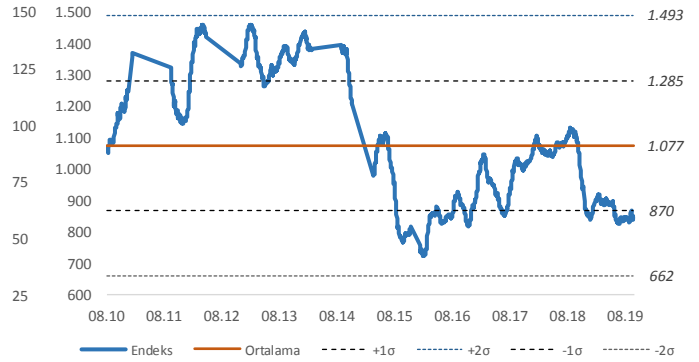
Şirketin 2014 yılında montajına başladığı 17 türbinden oluşan Rüzgar Enerjisi Santrali yaklaşık 55 milyon Euro maliyet ile 2017 yılında tamamlanarak elektrik üretimine başladı. Saatlik 51 MW kurulu gücün 25 MW'ı YEKDEM kapsamında satılırken (7,3USDc/kWh), fazla üretim serbest piyasa fiyatından satılıyor. Şirket 26 MW'lık kapasiteden üretilen elektrik enerjisini YEKDEM kapsamında satmak üzere lisans başvurusunda bulundu. RES'te 2018 yılında yaklaşık 185 GW elektrik üretimi gerçekleşirken, 120 GW'ı YEKDEM kapsamında satıldı. 2019 yılı ve sonrasında toplam elektrik üretiminin 185 GW kapsamında gerçekleşmeye devam edeceğini varsayıyoruz. 2019 yılında 120 GW'ın YEKDEM kapsamında satılacağını, toplam gelirin yıllık bazda yatay seyrederek 11 milyon dolar seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2020 yılında ise üretimin tamamının YEKDEM kapsamında satılacağını, RES gelirin 13,5 milyon dolar seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Etilen, Nafta ve Ürün Fiyatları

Grafik 22 : Etilen-Nafta Makası (\$/ton)



Grafik 23 : Platts Petrokimya Endeksi

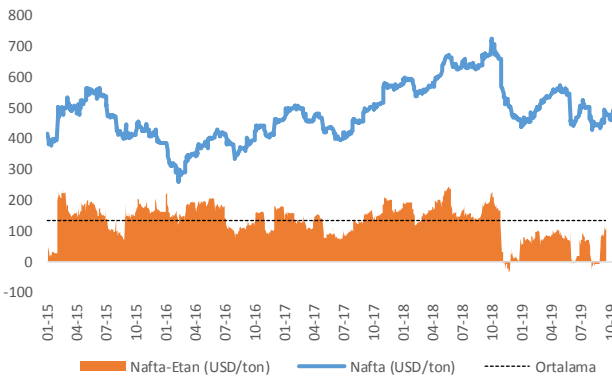


Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

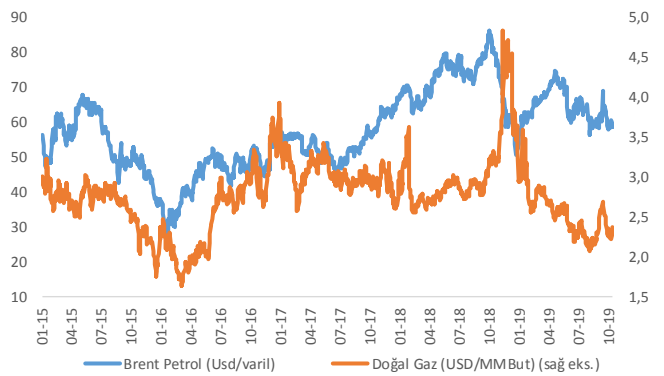
Nafta bazlı üreticilerin ana ham maddesi (nafta) petrol türevi olması nedeniyle petrol fiyatları ile yüksek korelasyona sahip. Diğer yandan, ürün fiyatları küresel büyüme ve dolayısıyla talebe bağlı olarak değişiyor. Platts Petrokimya Endeksi ürün fiyatlarının gelişimini gösteren ana göstergelerden birisi olarak sektörde takip edilirken, nafta bazlı üreticiler için etilen-nafta fiyat makası marjlar açısından kritik öneme sahip bir unsur olarak öne çıkıyor. Talepteki iyileşme petrokimya ürün fiyatlarını ve etilen fiyatlarını olumlu etkilerken, jeopolitik risklerdeki artış kaynaklı petrol fiyatlarındaki yükseliş nafta fiyatlarını artırıyor. Ek olarak, etan bazlı üreticilerin ham maddesi olan doğal gaz fiyatlarının petrol fiyatları ile korelasyonunun olmamasından dolayı petrol fiyatlarının arttığı dönemde etilen fiyatları aynı oranda artmayarak nafta bazlı üreticilere ait marjların baskı altında kalmasına neden olabiliyor. Sonuç olarak, talebin güçlü seyrettiği dönemde petrol fiyatlarındaki gerileme/yükseliş petrokimya sektörünün marjlarını olumlu/olumsuz yönde etkiliyor.

Etilen-nafta makası 2018'de yıllık %12,8 düşüşle ortalama 561 USD/ton seviyesinde gerçekleşirken, 2019'da makas küresel ekonomideki yavaşlama ve ticaret savaşları nedenleriyle azalan talepten dolayı yıl başından bu yana ortalama 504 USD/ton seviyesinde gerçekleşti. 2020'de Brent petrol fiyatları modelimizde küresel analist beklentileri ile uyumlu olarak yıllık %0,8 azalış ile varil başına 64,0 USD/varil seviyesinde yer alıyor. Petrol fiyatlarındaki yatay negatif seyre rağmen küresel büyüme hızındaki aşağı yönlü riskler nedeniyle etilen fiyatlarında toparlanma olmayacağını varsayıyor, 2020'de etilen-nafta makasında mevcut seviyelerin devam ederek 503 USD/ton seviyesinde gerçekleşeceğini varsayıyoruz.

Grafik 24 : Nafta-Etan Makası (\$/ton)



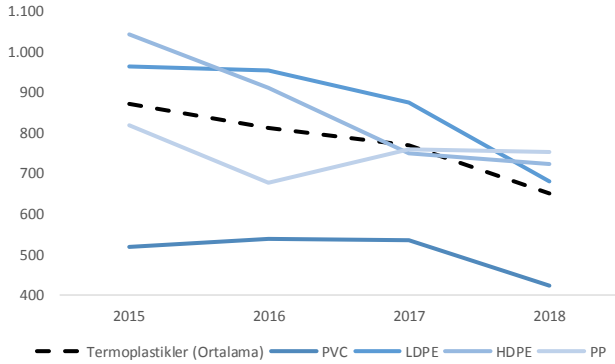
Grafik 25 : Brent Petrol vs Doğal Gaz Fiyatları



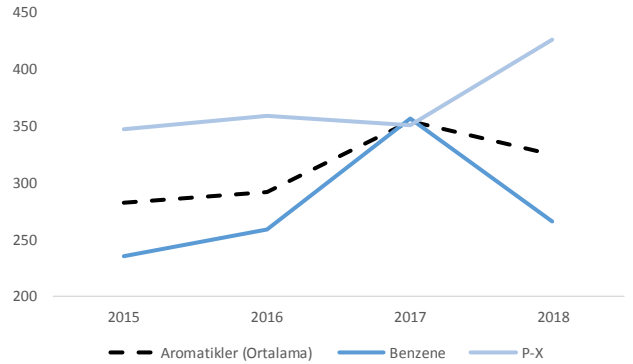
Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Etilen, Nafta ve Ürün Fiyatları

Grafik 26 : Termoplastikler-Nafta Makası (\$/ton)



Grafik 27 : Aromatikler-Nafta Makası (\$/ton)

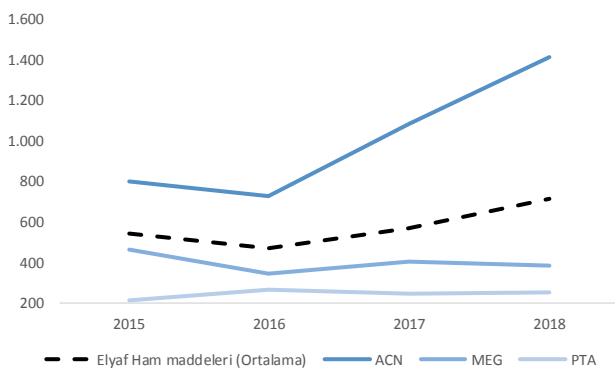


Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

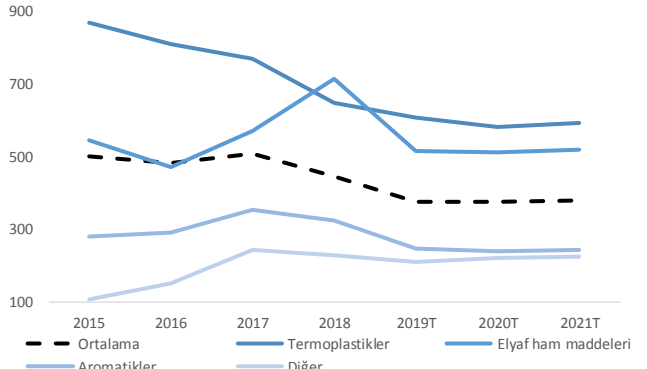
Şirket, küresel piyasalarda belirlenen nafta fiyatlarının üzerine ton başına yaklaşık 30\$ nakliye maliyetlerine katlanıyordu. Ancak, Star Rafinerisi ile yapılan 20 yıllık anlaşma ile şirket rafineriden yıllık 1,6 milyon ton hafif nafta ihtiyacını Platts tarafından yayımlanan FOB MED spot nafta fiyatı artı 6 \$/ton maliyet ile karşılamaya başladı. Böylece şirketin nafta maliyeti ton başına yaklaşık 24\$ azalırken marjlar olumlu yönde etkilenecek. 2019'un ilk çeyreğinden itibaren rafineriden nafta tedarik etmeye başlamasına rağmen rafinerinin tam kapasite çalışmaya mayıs ayı itibariyle geçmiş olması nedeniyle 2019'da toplam nafta tüketiminin %58'inin, 2020'de tamamının Star Rafinerisinden temin edileceğini varsayıyoruz.

2018 yılında başlayan ticaret savaşlarına rağmen OPEC üyelerinin üretimde kesintiye gitmesi nedeniyle petrol fiyatlarına paralel nafta fiyatları yıllık %25,3 artış gösterdi. Aynı dönemde, küresel büyümeye yönelik endişeler nedeniyle zayıf seyreden tüketici güveninden dolayı ortalama birim ürün fiyatında yıllık artış %5,9 ile sınırlı kaldı. Bu doğrultuda, ortalama birim ürün fiyatı ile nafta makası yıllık %12,1 geriledi. 2019'da ticaret savaşlarının küresel büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisinin belirginleşmesi nedeniyle talebin zayıf seyretelemeye devam edeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, birim ürün fiyat makasının yıllık %15,6 azalışla 378\$/ton seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2020'de ise, küresel büyümeye yönelik ılımlı beklentimizden dolayı birim ürün fiyat makasının yatay negatif seyredeceğini öngörüyoruz.

Grafik 28 : Elyaf Ham maddeleri-Nafta Makası (\$/ton)



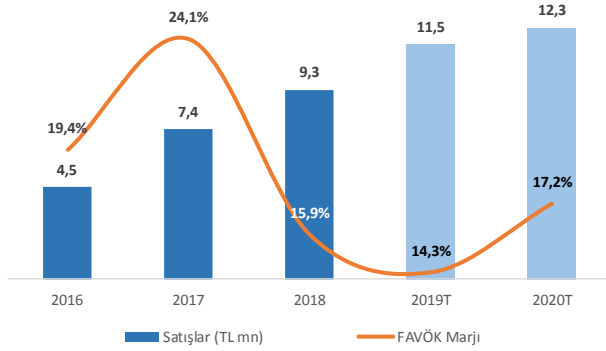
Grafik 29 : Ortalama Fiyatlar-Nafta Makası (\$/ton)



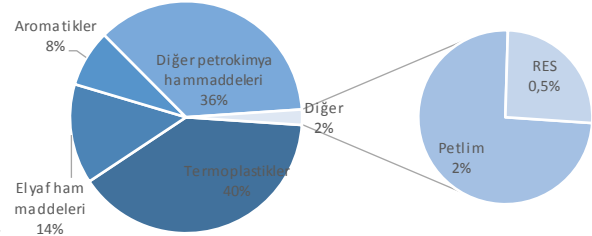
Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Finansallar & Tahminler

Grafik 30 : Satış Gelirleri Gelişimi (Mn TL)



Grafik 31 : Satış Gelirleri Dağılımı (2019T)



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Gelirler

Petkim satış gelirlerinin ortalama %65'i yurt içi satışlardan oluşurken, ihracat gelirlerinin çoğu Avrupa'ya yapılan satışlardan oluşmaktadır. Petrokimya ürünlerinin satış gelirleri toplam satış gelirlerinin %98'ini oluştururken, liman ve RES gelirleri kalanını oluşturmaktadır. 2018'de petrokimya ürün gelirlerinin %40'ını termoplastikler, %18'ini elyaf ham maddeleri, %10'unu aromatik gelirleri, %15'ini ticari ürün gelirleri oluşturdu. Termoplastikler ağırlıklı olarak yurt içine satılırken, elyaf ham maddeleri ve aromatikler genelde ihraç ediliyor.

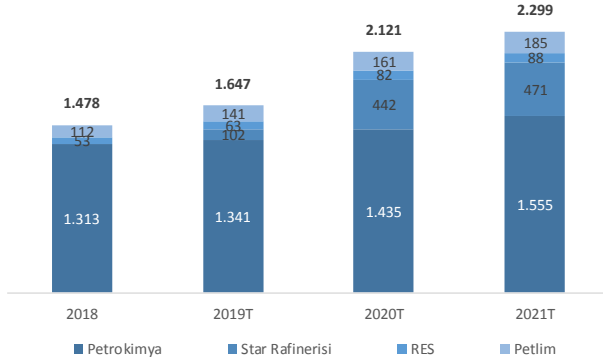
Satış hacmi 2015-2017 yılları arasında %7,2 YBBO kaydederken, 2018 yılında ağır bakımı gerçekleşen tesislerden dolayı satış hacmi yıllık bazda %9,1 geriledi. 2018 yılında ticari ürün satış hacmi yıllık bazda %34,0 artış kaydederken, üretimden satışlar %14,0 azalış kaydetti. 2019'da tam kapasite çalışan tesislerin etkisiyle üretimden satış hacminin yıllık %19,2, ticari ürünler dahil toplam satış hacminin yıllık %24,9 artışla 2,3 milyon ton seviyesine yükseleceğini, 2020'de ise yıllık bazda yatay kalacağını tahmin ediyoruz.

Petrokimya ürünlerinin satış gelirleri 2015-2017 yılları arasında %26,5 YBBO kaydederken, 2018'de gerileyen satış hacmine rağmen USD/TL'nin etkisiyle TL bazında yıllık %25,8 artış kaydetti. 2019'da dolar bazında birim ürün gelirlerinin yıllık bazda %16,9 gerileyeceğini tahmin etmemize rağmen USD/TL'nin etkisiyle toplam petrokimya ürün gelirlerinin yıllık %23,7 artışla 11.280 milyon TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Liman ve RES gelirlerinin sırasıyla yıllık %26,2 ve %18,4 artış kaydedeceğini öngörürken toplam satış gelirlerinin yıllık %23,7 artışla 11.526 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

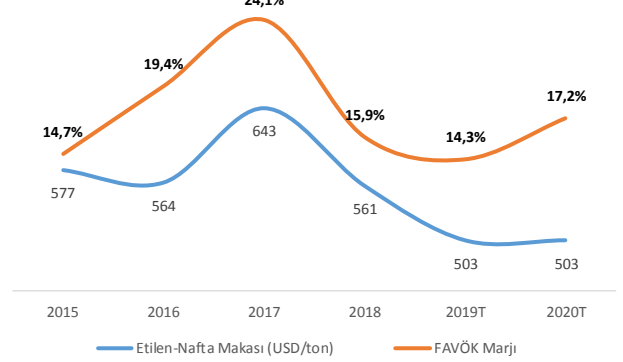
2020'de RES gelirinin yıllık %30,7, liman gelirlerinin %14,2, petrokimya ürünlerinin %6,9 artış kaydedeceğini tahmin ediyoruz. Böylece toplam satış gelirlerinin yıllık %7,1 artışla 12.349 milyon TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Finansallar & Tahminler

Grafik 32 : FAVÖK Gelişimi



Grafik 33 : Etilen-Nafta Makası & FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

FAVÖK

2015-2017 yılları arasında dolar bazında etilen-nafta makası %5,5, ortalama Dolar/TL kuru %16,3 kaydederken, FAVÖK aynı dönemde %63,3 YBBO kaydederek 1,8 milyar TL'ye, FAVÖK marjı %24,1 seviyesine yükseldi. 2018'de artan Brent petrol fiyatları nedeniyle yükselen nafta fiyatlarına rağmen etilen fiyatlarının baskı altında kalması nedeniyle etilen-nafta makası dolar bazında yıllık %12,8 geriledi. Bu doğrultuda, şirketin FAVÖK marjı yıllık bazda 8,2 puan azalışla %15,9 seviyesinde gerçekleşti.

2019'da faaliyete geçen Star Rafinerisi'nden şirketin 2019'da 750 bin ton seviyesinde hafif nafta temin edeceğini varsayıyoruz. Nafta ihtiyacının ton başına 24 USD daha az maliyetle Star Rafinerisi'nden temin edilmeye başlanmış olması nedeniyle hafif nafta bazında tasarrufun FAVÖK'e 2019'da 102 milyon TL seviyesinde katkısının olacağını tahmin ediyoruz. Bununla birlikte etilen-nafta makasının 2019'da yıllık bazda %10,3 gerilemeye devam edeceği varsayımımız doğrultusunda, FAVÖK marjının yıllık 1,6 puan azalışla %14,3 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.

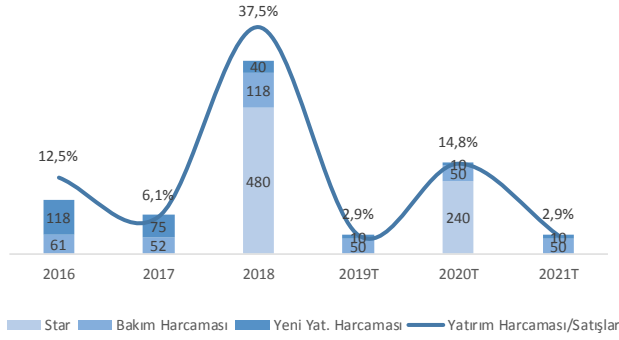
Star Rafinerisinden temin edilecek naftanın sağlayacağı maliyet avantajının tam yıl etkisinin 2020'de görüleceğini düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin üretimde kullandığı ağır nafta yerine Star Rafinerisinden alacağı karışık ksilen veya reformatın üretim süreçlerinde yıllık 30-35 milyon dolar seviyesinde maliyet avantajı sağlayacağı varsayımıyla, 2020'de Star Rafinerisinin FAVÖK'e toplam 442 milyon TL katkısının olacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, FAVÖK marjının 2020'de %17,2 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Net Kar

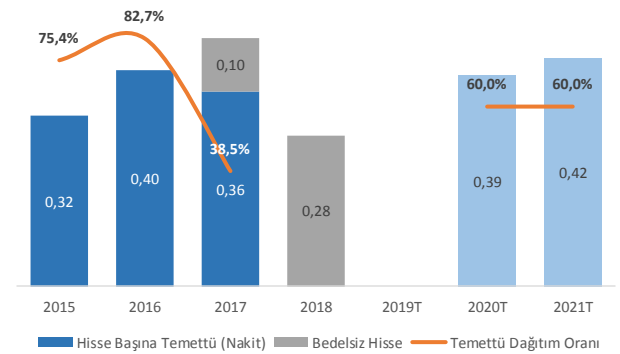
2019'da satış hacmindeki artışa bağlı olarak ana ortaklık net karının yıllık bazda %6,5 artışla 928 milyon TL'ye yükseleceğini tahmin ediyoruz. 2020'de operasyonel karlılıktaki artışın desteğiyle net karın yıllık %47,8 artışla 1.372 milyon TL'ye yükseleceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, net kar marjının 2020'de yıllık 3,1 puan artışla %11,1 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Diğer yandan, 2019'da net borcun azalacağını fakat 2020'de ağırlıklı Star Rafinerisi için yapılacak 240 milyon dolarlık ödeme kaynaklı artış göstereceğini düşünüyoruz. Böylece, 2018'de 2,9x seviyesinde gerçekleşen Net Borç/FAVÖK rasyosunun 2019'da 2,5x'e gerileyeceğini, 2020'de 2,9x seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Finansallar & Tahminler

Grafik 34 : Yatırım Harcaması Dağılımı (mn USD)



Grafik 35 : Temettü



Kaynak: Şirket, HLY Araştırma

Yatırım Harcaması

Bakım harcamaları yıllık ortalama 40-50 milyon dolar seviyesinde gerçekleşirken, her dört yılda bir ağır bakım süreci yaşanan tesislerden dolayı 2018'de 118 milyon dolar seviyesine yükseldi. Ağırlıklı Petlim ve RES kaynaklı yeni yatırım harcamaları 2015-2018 yılları arasında toplam 422 milyon dolar seviyesinde gerçekleşti. Şirketin Petlim ve RES kaynaklı yatırım harcamalarının tamamlanmış olması nedeniyle 2019'da yıllık 60 milyon dolar seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ettiğimiz toplam yatırım harcamalarının ağırlıklı olarak bakım harcamalarından oluşacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 2016-2018 yılları arasında ortalama %18,7 seviyesinde gerçekleşen yatırım harcamaları/satışlar rasyosunun 2019'da %2,9 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz.

Şirket 2018'de Star Rafinerisinin %60'ına sahip Rafineri Holding'in %30'unu 720 milyon dolar bedel karşılığında almak üzere sözleşme imzaladı. Hisse devri sonrasında Petkim dolaylı olarak Star Rafinerisinin %18'lik payına ortak olacak. Bedelin 480 milyon dolarlık kısmına dair ödeme 2018'de gerçekleşirken, 240 milyon dolarlık kısmına dair ödemenin yapılan sözleşmeye göre 30 Haziran 2020 tarihine kadar gerçekleşmesi bekleniyor. Ödemenin 2020'de gerçekleşeceği varsayımımız doğrultusunda, yatırım harcamaları/satışlar rasyosunun 2020'de %14,8 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Temettü

Şirket 2014 yılından bu yana düzenli olarak nakit veya bedelsiz hisse olarak temettü dağıtımını gerçekleştirdi. 2015-2017 yılları arasında nakit temettü dağıtım oranı ortalama %66 seviyesinde gerçekleşirken, 2017-2018 yılları arasında ortalama %32 oranında bedelsiz pay dağıtımını gerçekleştirdi. Star Rafinerisi'ne yapılacak ödemeden dolayı şirketin 2019 yılı karından nakit temettü dağıtımını yapmayacağını, 2021 yılı ve sonrasına ilişkin yeni yatırım kararı olmadığı için 2020 yılı karından ve sonrasında temettü dağıtım oranının %60 seviyesinde devam edeceğini varsayıyoruz. Mevcut hisse fiyatına göre temettü verimliliği BIST100 ortalamasının oldukça üzerinde %11,1'e işaret ediyor.

Finansallar & Tahminler

PETKM Finansallar ve Tahminler (TL mn)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar	4.533	7.364	9.315	11.526	12.349	13.375
Satışların Maliyeti	-3.575	-5.506	-7.736	-9.778	-10.092	-10.914
Brüt Kar	958	1.858	1.579	1.749	2.257	2.461
Faaliyet Giderleri	-193	-252	-344	-411	-456	-494
FVÖK	765	1.606	1.235	1.338	1.801	1.967
Amortisman	117	169	242	310	321	332
FAVÖK	881	1.774	1.478	1.647	2.121	2.299
Finansal gelir/gider (net)	4	-35	-203	-356	-613	-667
Diğer gelir/gider (net)	13	90	-29	85	405	423
VÖK	782	1.661	1.004	1.066	1.592	1.722
Vergi	-50	-272	-168	-178	-266	-287
Net Kar/Zarar	732	1.389	836	888	1.326	1.435
Azınlık Payları	6	-13	-35	-40	-45	-51
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	726	1.402	872	928	1.372	1.486
Toplam Aktifler	6.269	7.789	12.588	13.989	15.870	16.957
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.267	1.460	3.009	3.340	1.772	2.333
Maddi Duran Varlıklar	2.831	3.172	4.085	4.115	5.625	5.682
Stoklar	604	894	1.130	1.087	1.122	1.214
Toplam Borç	2.392	2.952	7.325	7.481	7.914	8.213
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	3.002	3.794	4.090	4.961	6.287	6.899
Piyasa Değeri	5.550	11.655	8.316	7.434	7.434	7.434
Net Borç/ (Net Nakit)	1.125	1.492	4.316	4.141	6.142	5.880
Azınlık Payları	68	60	45	85	130	181
Firma Değeri	6.607	13.086	12.587	11.491	13.447	13.133

Finansallar & Tahminler

Marjlar	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T
FAVÖK	19,4	24,1	15,9	14,3	17,2	17,2
FVÖK	16,9	21,8	13,3	11,6	14,6	14,7
VÖK	17,3	22,6	10,8	9,2	12,9	12,9
Net Kar	16,0	19,0	9,4	8,1	11,1	11,1
Amortisman	-2,6	-2,3	-2,6	-2,7	-2,6	-2,5
Stoklar	13,3	12,1	12,1	9,4	9,1	9,1
Satışların Maliyeti	78,9	74,8	83,0	84,8	81,7	81,6
Faal.Giderleri	4,3	3,4	3,7	3,6	3,7	3,7
Finansal gelir/gider (net)	-0,1	0,5	2,2	3,1	5,0	5,0
Kaynak maliyeti (net)	-0,2	1,2	2,8	4,8	7,7	8,1
Karlılık Göstergeleri (%)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Aktif devir hızı	72,3	94,5	74,0	82,4	77,8	78,9
Aktif karlılığı	11,6	18,0	6,9	6,6	8,6	8,8
Özkaynak karlılığı	24,2	37,0	21,3	18,7	21,8	21,5
Kardıraç	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Borç/Aktifler	38,2x	37,9x	58,2x	53,5x	49,9x	48,4x
Borç/Özsermaye	79,7x	77,8x	179,1x	150,8x	125,9x	119,0x
Net Borç/Özsermaye	0,4x	0,4x	1,1x	0,8x	1,0x	0,9x
Net Borç/FAVÖK	1,3x	0,8x	2,9x	2,5x	2,9x	2,6x
Oranlar ve Çarpanlar	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T
Hisse Başı Kar (TL)	0,5	0,9	0,5	0,4	0,6	0,7
Hisse Başı Temettü (TL)	0,4	0,4	0,0	0,0	0,4	0,4
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	2,0	2,5	2,5	2,3	3,0	3,3
Hisse Başı Nakit Akışı (TL)	-0,1	0,5	-1,6	0,4	-0,1	0,6
Temettü Verimi (%)	11,4	10,2	0,0	0,0	11,1	12,0
Net Karlılık Verimi (%)	13,7	26,6	15,0	12,5	18,5	20,0
Nakit Akışı Verimi (%)	-1,4	9,8	-36,2	11,9	-3,9	17,5
FD/Satışlar	2,7x	1,7x	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
FD/FAVÖK	14,1x	7,0x	8,4x	7,5x	5,9x	5,4x
F/Nakit Akışı	-49,9x	7,3x	-2,2x	8,4x	-25,6x	5,7x
F/K	7,3x	3,8x	6,7x	8,0x	5,4x	5,0x
PD/DD	1,8x	1,4x	1,4x	1,5x	1,2x	1,1x

Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 212 314 81 81

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 88
İlknur HAYIR TURHAN	Yönetmen PeraKende, Cam, Çimento, GYO	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 85
Abdullah DEMİRER	Uzman Havacılık, Petrol&Gaz, Gübre, Gıda, Kimya, Kağıt	ADemirer@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 24
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji Telekom, Madencilik	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 30
Uğur BOZKURT	Uzman Yardımcısı Makroekonomi Demir-Çelik, Otomotiv, Beyaz Eşya	UBozkurt@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

