

Petkim

Beklentilerin üzerinde net karlılık

R. Fulin Önder

Analist

fonder@sekeryatirim.com

PETKİM, 3Ç17’de, geçtiğimiz yılın aynı döneminin 2.7x üzerinde ve bir önceki döneme göre %23.7 artışla, piyasa ortalama beklentisi olan TL312mn’un üzerinde (Şeker Yatırım T.: TL 317mn), TL 374mn tutarında net kar açıklamıştır. Şirket’in net karının piyasa beklentilerinin üzerinde gerçekleşmiş olmasının nedeni, görece olarak artış göstermiş olan net diğer faaliyet gelirlerine bağlanabilir; TL 54.4mn olarak kaydedilen bu gelirler hariç tutulduğunda, Şirket’in 3Ç17 sonuçları büyük ölçüde beklentiler dâhilinde gerçekleşmiştir. Petkim 3Ç17’de, satış hacmindeki %44 ve ürün fiyatlarındaki US\$ bazında ortalama %16 artışa paralel olarak, yıllık %83.3 artışla (bir önceki çeyreğe göre %3.3 azalışla), piyasa ortalama beklentisi olan TL 1,813mn’a benzer olarak (Şeker Yatırım T.: TL 1,787mn), TL 1,775mn satış geliri elde etmiştir. Şirket, 3Ç17’de, yine piyasa ortalama beklentisi olan TL 431mn’a benzer olarak (Şeker Yatırım T.: TL 417mn), hesaplamalarımıza göre TL 423mn tutarında FAVÖK elde etmiştir. Petkim, 2016 yılında ve 9A17’de oldukça yüksek faaliyet kar marjları elde edebilmiştir; Şirket’in FAVÖK marjı, 3Ç17’de bir önceki çeyreğe göre 1.0 y.p. artmaya devam ederek (yıllık 5.5 y.p. artışla) oldukça sağlıklı, %23.8 oranında gerçekleşmiştir. Petkim, ayrıca, 3Ç17’de TL 54.4mn tutarında net diğer faaliyet geliri kaydetmiştir (3Ç16: TL 4.3mn). Bunun da etkisiyle Şirket’in net marjı, yıllık 7.0 y.p., bir önceki çeyreğe göre ise 4.6 y.p. artmıştır. Petkim’in 3Ç17 operasyonel performansı beklentiler dâhilinde, net karlılığı ise piyasa ortalama beklentilerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Açıklanan sonuçlar, Şirket payları kısa dönem performansını hafif olumlu etkileyebilecektir.

Petkim için hedef fiyatımızı pay başına TL 7.80’e yükseltirken, “AL” tavsiyemizi korumaktayız - Şirket’in 3Ç17 sonuçlarının açıklanmasıyla, tahminlerimizi son dönemlerdeki etilen-nafta spreadlerindeki ve petrokimyasal ürünler fiyatlarındaki değişikliklere ve TL’nin yakın dönemdeki değer kaybına göre güncelleyerek, Şirket payları için TL 7.80 hedef değere ulaşmaktayız. Global etilen piyasasında planlanan kapasite artırımları, orta dönemde etilen fiyatları görünümü için potansiyel düşüş yönünde eğilime işaret ediyorsa da, Petkim’in yakın dönemlerde brüt kar marjını, son 5 yıl ortalaması olan %11.8’in üzerinde seviyelerde koruyabileceğini düşünmekteyiz. Petkim payları, halihazırdaki tahminlerimize göre 2017T 6.7 ve 7.4x FD/FAVÖK ve F/D çarpanlarıyla, yurt dışı benzerleri ise, sırasıyla 7.1x ve 13.0x çarpanlarıyla işlem görmektedirler.

	2015/12	2016/12	9A 2016	9A 2017	2017T	2018T
F/K	15.9	13.7	15.7	7.9	7.4	8.0
FD/FAVÖK	16.6	12.5	14.8	7.0	6.7	7.0
PD/DD	3.5	3.2	3.5	2.8	2.9	2.7
FD/Satışlar	2.4	2.4	2.5	1.7	1.5	1.4
Net Satışlar (TL Mn)	4,533	4,533	2,286	5,402	7,320	8,093
Net Kâr (TL Mn)	626	726	510	1,037	1,347	1,242
Hisse Başına Kâr (TL)	0.63	0.48	0.34	0.69	0.90	0.83

AL
Hedef Fiyat: TL 7.80
Önceki Hedef Fiyat: TL 6.70

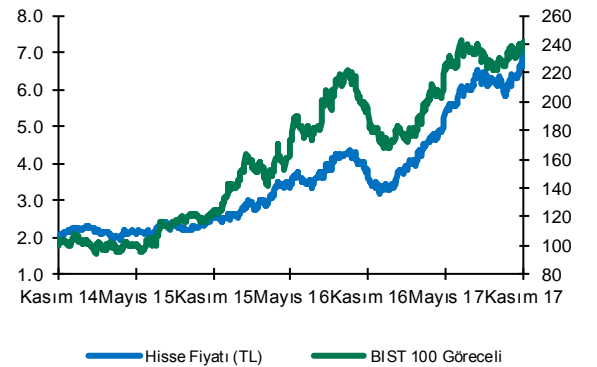
	TL	US\$
Fiyat	6.62	1.72
BİST 100	110,246	28,609
US\$ (MB Alış):	3.85	
52 Hafta Yüksek:	6.95	1.87
52 Hafta Düşük:	3.16	0.91
Bloomberg/Reuters Kodu:	PETKM.TI / PETKM.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1,500	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	9,930	2,577	
Halka Açık PD:	4,369	1,134	

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	8.7	85.4	94.4
US\$ Getiri (%):	0.9	51.6	76.9
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	-0.1	28.1	37.8
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	115.3		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	32.1		

Beta	0.72
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.25
Yıllık Volatilite (BİST 100)	0.15

Ortaklık Yapısı	%
Socar Turkey Petrokimya	51.0
Halka Açık	49.0
Toplam	100.0



Petkim'in 3Ç17 satış hacmi ve satış gelirleri yıllık bazda oldukça belirgin artış göstermiş, karlılığı da oldukça kuvvetli gerçekleşmiştir - Petkim'in satış gelirleri 3Ç17'de yıllık %83.3 artarak (bir önceki çeyreğe göre hafif, %3.3 azalışla) TL 1,775mn olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in toplam kapasite kullanım oranının, bu dönemde de %100'ün üzerine ulaşmış olduğunu hesaplamaktayız. Petkim'in 3Ç17 toplam satış hacmi, yıllık %44 artarak 526bin ton olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in satış hacmindeki bu kuvvetli artış, büyük ölçüde 3Ç16'nın zayıf bir baz dönem teşkil etmesinden kaynaklanmıştır. 3Ç16'da Petkim'in etilen ünitesinden planlanmayan bir duruş gerçekleşmiş, Şirket'in bu dönemdeki kapasite kullanım oranı, üretim ve satış hacimleri belirgin düşüşler göstermiştir. Petkim'in 3Ç17'deki yıllık bazda kuvvetli hacim artışının yanında, etilen fiyatlarındaki yıllık %15 civarındaki, ve diğer petrokimya ürünleri fiyatlarındaki yıllık %18 civarındaki artışlar ve TL'nin US\$ karşısında yıllık yaklaşık olarak %19 değer kaybının da etkisiyle, satış gelirleri yıllık %83.3 artış göstermiştir. Şirket'in brüt kar marjı, 3Ç17'de yıllık 4.9 y.p. ve çeyreklik olarak 0.4 y.p. artarak %24.8'e ulaşmıştır. Benzer bir şekilde, FAVÖK marjı da yıllık 5.5 y.p. ve çeyreklik olarak ise 1.0 y.p. artmaya devam ederek 3Ç17'de hesaplamalarımıza göre %23.8 olarak gerçekleşmiştir. Petkim, 3Ç17'de yıllık 2.4x (bir önceki çeyreğe +%1.0) artışla hesaplamalarımıza göre TL 423mn tutarında FAVÖK elde etmiştir. Şirket, ayrıca, 3Ç17'de TL 54.4mn tutarında net diğer faaliyet geliri kaydetmiştir (3Ç16: TL 4.3mn). 3Ç17'de net TL 20.0mn tutarında finansal giderler kaydedilmiş (3Ç16 net finansal gelirler: TL3.3mn), ve efektif vergi oranı ise %14.7'ye yükselmiştir (3Ç17: %11.5, 2Ç17: %12.8). Böylelikle Petkim'in net karı, önceki yılın aynı döneminin 2.4x katında, TL 374mn olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu

Milyon TL	9A16	9A17	Yıllık	3Ç16	3Ç17	Yıllık	2Ç17	Çeyreklik
Satış Gelirleri	3,253	5,402	66.0%	968	1,775	83.5%	1,860	-4.6%
Brüt Kar	668	1,379	106.3%	189	440	132.8%	470	-6.4%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	20.5%	25.5%		19.5%	24.8%		25.3%	
Operasyonel Kar	524	1,176	124.2%	145	375	158.6%	401	-6.4%
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	16.1%	21.8%		15.0%	21.1%		21.6%	
FAVÖK	606	1,300	114.5%	174	423	143.1%	441	-4.1%
<i>FAVÖK Marjı</i>	18.6%	24.1%		18.0%	23.8%		23.7%	
Net Kar	510	1,037	103.3%	137	374	173.6%	297	26.1%
<i>Net Kar Marjı</i>	15.7%	19.2%		14.1%	21.1%		16.0%	

Petkim payları için hedef fiyatımızı TL 7.80'e yükseltmekte ve "AL" önerimizi korumaktayız - Petkim'in 3Ç17 sonuçlarını açıklamasıyla, tahminlerimizi son dönemlerdeki etilen-nafta spreadlerindeki ve petrokimyasal ürünler fiyatlarındaki değişikliklere ve TL'nin yakın dönemdeki değer kaybına göre güncelledik. Etilen-nafta spreadleri, Nisan ayında son 12 ayın en yüksek seviyesi olan US\$ 779/ton'a yükselmiş ve 3Ç17'de ise ortalama US\$ 681/ton olarak gerçekleşmiş ve Kasım ayında artan nafta fiyatları ile ortalama US\$ 584/ton olarak gerçekleşmiştir. Platts endeksine göre petrokimya fiyatlarının US\$ 1,013/ton olan Ekim ayı ortalamaları ise, 3Ç17 ortalamaları olan US\$ 946/ton'a kıyasla %7 artış göstermişlerdir. Bu gelişmelere göre Petkim için 2017T satış gelirleri tahminimiz, yaklaşık olarak %5 artışla TL 7.3milyar'a ulaşmıştır. 3Ç17'de görece olarak yüksek gerçekleşmiş olan etilen-nafta spreadlerinin Petkim'in brüt karlılığı üzerinde bir zaman aralığı ile yansıyan olumlu etkisini, nafta fiyatlarındaki artışa rağmen, 4Ç17T sonuçlarında da kısmen gözlemlenebileceğini düşünmekteyiz. Şirket için FAVÖK beklentimiz de büyük ölçüde satış gelirleri tahminimizin revizyonuna bağlı olarak %4 artarak TL 1.6milyar'a ulaşmıştır. Tahminlerimizdeki güncellemeler ile, Petkim payları için TL 7.80 hedef fiyata ulaşmaktayız. Global etilen piyasasında planlanan kapasite artırımları, orta dönemde etilen fiyatları görünümü için potansiyel düşüş yönünde eğilime işaret ediyor olsa da, Petkim'in yakın dönemlerde brüt kar marjını, diğer aromatikleri üretebilme esnekliğinin de desteğiyle, son 5 yıl ortalaması olan %11.8'in üzerinde seviyelerde koruyabileceğini düşünmekteyiz. Petkim payları, halihazırda tahminlerimize göre 2017T 6.7 ve 7.4x FD/FAVÖK ve F/D çarpanlarıyla, yurt dışı benzerleri ise, sırasıyla 7.1x ve 13.0x çarpanlarıyla işlem görmektedirler. Petkim, 13 Kasım 2017, Pazartesi günü bir telekonferans düzenlemeyi planlamaktadır. Bu telekonferanstan sonra gerekirse değerlememizi yeniden gözden geçirip, tahminlerimizde değişiklikler gerçekleştirebiliriz. Şirket payları üzerindeki "AL" tavsiyemizi korumaktayız.

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	2,277	2,831	2,560	3,036	18.6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18	22	20	24	16.8
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	398	755	739	758	2.6
Ticari Alacaklar	551	674	533	824	54.7
Hazır Değerler	1,342	1,267	807	1,208	49.6
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	875	718	632	952	50.5
Toplam Aktifler	5,461	6,269	5,292	6,802	28.5
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	914	1,172	916	463	(49.4)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	157	230	179	235	31.3
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	362	1,220	422	1,870	343.0
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1,142	412	799	562	(29.6)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	81	165	135	179	32.5
Toplam Yükümlülükler	2,655	3,199	2,451	3,309	35.0
Toplam Özsermaye	2,805	3,069	2,841	3,493	22.9
Toplam Pasifler	5,461	6,269	5,292	6,802	28.5

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	%Değ
Net Satışlar	4,533	4,533	2,286	5,402	136.3
SMM	3,816	3,575	1,807	4,023	122.7
Brüt Kâr	716	958	479	1,379	187.8
Faaliyet Giderleri	162	193	100	203	103.4
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	554	765	379	1,176	210.0
Net Diğer Gelir/(Gider)	(38)	(36)	25	63	146.6
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gider)	0	13	8	38	387.7
Finansman Gelir/(Gider)	58	40	24	(49)	A.D.
Vergi Öncesi Kâr	574	782	436	1,227	181.3
Vergi	(65)	50	77	200	159.9
Net Kâr/(Zarar)	639	732	515	1,027	99.3
Azınlık Payları	13	6	5	(10)	A.D.
Ana Ortaklık Payları	626	726	510	1,037	103.3

Kaynak: KAP, Finnet, Petkim, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09
Özsermaye Kârlılığı	%25.1	%24.7	%23.0	%39.5
Aktif Kârlılığı	%13.5	%12.4	%11.8	%20.7
Brüt Kâr Marjı	%15.8	%21.1	%21.0	%25.5
Net Kâr Marjı	%13.8	%16.0	%22.3	%19.2
FAVÖK Marjı	%14.7	%19.4	%26.5	%24.1
U.V. Borç/Özsermaye	%32.6	%38.2	%32.3	%13.3

Kaynak: KAP, Finnet, Petkim, Şeker Yatırım Araştırma

Şeker Yatırım

UYARI NOTU: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL

Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com