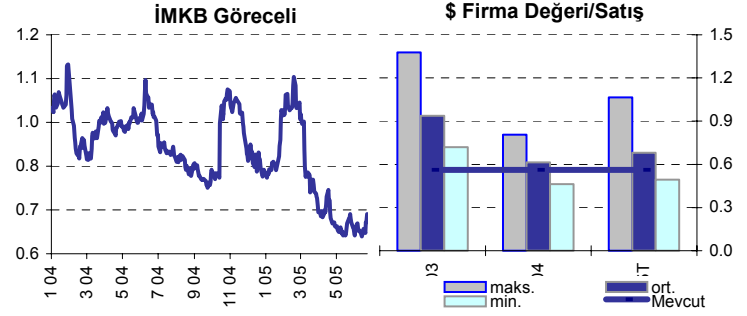




Petkim (PETKM)

11 Ağustos, 2005

Piyasaya Paralel				
	YTL5.35	\$4.06	Hisse Adet:	204.75 mn
Fiyat:	29,112	\$0.022	P.D.(mn):	\$830.7
IMKB-100:	1.32		P.D.Sırası:	25
TL/\$:	YTL9.35	\$7.19	H.A.P.D(mn):	\$315.7
52 H. En Yüksek:	YTL5.00	\$3.36	FD(mn):	\$813.9
52 H. En Düşük:				
(%)	1 Ay	3 Ay	Yılb. Get.	12 Ay
TL Getiri :	-4.5%	1.9%	-18.3%	3.9%
Dolar Getiri:	-3.5%	4.5%	-16.2%	14.4%
IMKB-100 Gör.:	-9.1%	-12.1%	-29.9%	-33.0%
Ort.Gün.Hacim:	3,344,276			



Petkim'de Son Durum...

□ Türkiye'nin en büyük petrokimya üreticisi olan Petkim, 2004 yılı itibariyle yıllık 516,000 tonluk termoplastik, 234,000 tonluk elyaf hammaddesi ve ağırlıklı etilenden oluşan 814,000 tonluk diğer ürün kapasitesine sahip olup, şirket 2003 yılında ülkemizdeki talebin ancak %30'unu, 2004'de ise %27'sini karşılayabilmiştir. Petkim'in, PETKAM projesi kapsamında yatırımlarının aşamalı olarak devreye alınması ile birlikte yıllık alçak yoğunluklu polietilen (AYPE) kapasitesi bu yıl 190,000 tondan 310,000 tona, etilen kapasitesi 400,000 tondan 520,000 tona yükselmiş olup, polipropilen (PP) kapasitesinin de yıl içinde 80,000 tondan 144,000 tona çıkması beklenmektedir. 2003'de %94, 2004'de ise %97 gibi oldukça yüksek kapasite kullanım oranına sahip olan Petkim'in 1998-2004 döneminde yatırım harcaması \$330 milyona ulaşmış olup, tüm bu yatırımlar özkaynaklardan karşılanmış, 2005 yılının ilk yarısında da 138.5 milyon YTL'lik (ortalama kur ile yaklaşık \$103 milyon) yatırım gerçekleştirilmiştir. Bu arada yeni yönetimle beraber geçtiğimiz dönemde Petkim'in çalışan sayısı ciddi oranda gerilemiş, operasyonel bazda artan karlılık şirketin zarardan kara geçmesinde rol oynasa da, önce etilen fabrikasında üretimin Aralık ayında yeni yatırımların devreye girmesi aşamasında durması, son olarak da petrol fiyatlarındaki artışın ürün fiyatlarına yansımaması, tekrardan şirketin karlılığını aşağıya çekmiştir ki, bu konuya raporun ilerleyen bölümlerinde etraflıca değinilecektir.

□ Ülkemizde hızla artan termoplastik talebine karşın gerekli yatırımların vakitli yapılmaması sonrasında hızla pazar payı kaybeden Petkim, \$330 milyonluk yatırımın devreye alınabilmesi için yaklaşık \$100 milyonluk ilave yatırım harcaması yapmış, PETKAM I olarak isimlendirilen projeler kapsamında gerçekleştirilen yaklaşık \$430 milyonluk yatırımın büyük ölçüde 2005 yılında devreye alınması ile birlikte ilk altı ayda şirketin pazar payı %41.5 olarak gerçekleşmiştir.

□ ÖB'nin Petkim'deki %88.86'lık kamu payından şirket sermayesinin %30.04'ünü temsil eden bölümü için 13-15 Nisan 2005 tarihleri arasında gerçekleştirilen halka arzında, yabancılardan gelen yoğun taleple beraber ek satış hakkı kullanılmış ve bu hisseler yabancı yatırımcılara satılmıştır. Petkim'in %34.5'i \$287.7 milyona, 5.45 YTL/hisse fiyattan satılırken, Toptan Satışlar Pazarı'nda işlemin 20 Nisan'da tamamlanması ertesinde hissenin işlem sırası 21 Nisan'da 5.80 YTL/hisse baz fiyatla açılmıştır. Şirketin halka açıklık oranı %38.68'e çıkarken, halka arzda toplam teklifin %78'inin yabancı yatırımcılardan geldiği, toplam satışın da %71.5'inin yabancılara yapıldığı belirtilmiştir. Halka arz fiyatı üzerinden Petkim'in piyasa değeri \$834 milyon iken, 11 Ağustos itibariyle şirketin piyasa değeri \$831 milyondur.

Petkim'in 1Y05 Mali Tablolarına Özet Bakış...

□ Hatırlatmak gerekirse, PETKAM yatırımları kapsamında, üretim kapasitesini 1.56 milyon ton'dan %19.4 artışla 1.87 milyon ton'a çıkartacak tevsiî yatırımlarının kademeli olarak devreye alınabilmesi için etilen fabrikasında üretimi Aralık 2004'de durduran Petkim, ilk çeyreği \$44.5 milyonluk zararla noktalamıştı. Tevsiî yatırımları nedeniyle yaşanan duruşlardan dolayı 2004 yılının ilk üç ayında 673,862 ton olan üretim ile 310,657 ton olan satış bu yılın aynı döneminde sırası ile 218,398 ton ve 173,747 ton seviyesine inerken kapasite kullanım oranı da %101'den %39 gerilemiş, ciddi satış kaybı, şirketin ilk çeyrek finansallarına olumsuz yansımıştı.

**ÖZET BİLANÇO (MN\$)**

	2004/12	2005/06
Dönen Varlıklar	459.61	350.11
Hazır Değerler	124.35	29.77
Menkul Kıymetler (net)	0.00	0.00
Ticari Alacaklar (net)	124.23	97.16
Diğer Alacaklar (net)	0.91	1.63
Stoklar (net)	203.64	197.41
Duran Varlıklar	882.92	967.97
Ticari Alacaklar (net)	0.00	0.00
Finansal Varlıklar (net)	0.00	0.00
Maddi Varlıklar (net)	846.72	926.37
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	0.34	0.31
Toplam Varlıklar	1,342.52	1,318.08
Kısa Vadeli Yükümlülükler	113.50	140.81
Finansal Borçlar (net)	8.11	12.91
Fin. Kiralama Borçları (net)	0.00	0.00
Ticari Borçlar (net)	64.52	99.33
Diğer	17.53	10.82
Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.88	65.82
Finansal Borçlar (net)	0.00	0.00
Fin. Kiralama Borçları (net)	0.00	0.00
Özsermaye	1,166.15	1,111.45
Sermaye	152.56	152.65
Sermaye Yedekleri	1,979.26	955.87
Kar Yedekleri	37.27	0.00
Diğer Özsermaye Kalemleri	0.00	0.00
Net Dönem Karı/Zararı	0.00	-55.39
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-1,002.94	58.33
Toplam Özserm. & Yüküm.	1,342.52	1,318.08

Kaynak: Dış Yatırım -- Araştırma

ÖZET GELİR TABLOSU (MN\$)

	2005/03	2005/06
Satış Gelirleri (net)	183.32	390.80
Satışların Maliyeti	-201.53	-405.35
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	-18.21	-14.55
Faaliyet Giderleri	-14.82	-30.99
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	-33.03	-45.54
VFAÖK/Zarar	11.41	-18.23
Diğer Faal. Gelir & Karı	17.75	23.15
Diğer Faal. Gider & Zararı	-39.52	-34.54
Finansman Giderleri	-2.01	-3.96
Faaliyet Karı/Zararı	-56.81	-60.88
Net Parasal Poz. Kar/Zararı	-	-
Ana Ortaklık Dışı Kar/Zararı	0.00	0.00
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-56.81	-60.88
Vergiler	12.27	5.42
Net Dönem Karı	-44.53	-55.47

Kaynak: Dış Yatırım -- Araştırma

□ Ardından ilk yarı itibarıyla şirketin mali tablolarını incelediğimizde, ana ürünler olan PVC'de üretim %22'lik düşüşle 57,892 tona, AYPE'de %37'lik düşüşle 60,063 tona, PP'de %80'lik düşüşle 7,902 tona ve benzende %34'lük düşüşle 42,273 tona gerilemiş, toplamda bakıldığında ana ürün üretimi %34 gerilerken, ara ürün üretiminde de %51'lik düşüş gözlenmiştir. Satış tarafında ise PVC satışları %17'lik düşüşle 63,565 tona, AYPE satışları %26'lık düşüşle 64,849 tona, PP satışları %59'luk düşüşle 14,853 tona, benzen satışları ise %28'lik düşüşle 45,036 tona inmiş, toplamda satışlar %36 gerilemiş ve 411,478 ton olarak gerçekleşmiştir.

□ Bir yandan birim bazında satışlar düşerken, Haziran 2004'de \$988/ton olan PVC satış fiyatı Mart 2005'de \$1,047/ton düzeyine çıkmış, ardından Haziran 2005'de \$826/tona inmiş, AYPE fiyatı Haziran 2004'de \$1,036/tondan Mart 2005'de \$1,329/tona çıkmış, ardından Haziran 2005'de \$1,103/tona inmiştir. PP'de ise aynı tarihlerde fiyat önce \$1,007/ton'dan \$1,277/tona çıkarken, ardından \$1,014/tona gerilemiş, ilk çeyrekte Petkim'in \$183.3 olan net satış gelirleri ilk yarı sonunda \$390.8 milyon olmuştur. Şirketin mali tablolarında bir önceki yılın aynı dönemine yer verilmemesi nedeniyle karşılaştırma yapmak mümkün olmamakla beraber, 2004 yılının ilk yarısında ortalama \$33.49 olan varil başına ham petrol fiyatının bu yılın ilk yarısında ortalama \$47.64 düzeyine çıkması ana hammadde naftanın fiyatını da yukarı çekmiş ve mali tablolara olumsuz etki etmiştir. Haziran 2004'de \$357/ton olan hafif nafta ile \$359/ton olan ağır nafta fiyatı Mart 2005'de sırası ile \$415 ve \$489'a, Haziran 2005'de de \$426 ve \$428'e çıkarken, yıllık bazda %19'luk bir artış yaşanmış, ancak PVC satış fiyatı Haziran 2005'de bir önceki yıl ile kıyaslandığında %16.4 düşmüş, AYPE ve PP'nin ton başına fiyatı ise sadece sırası ile %6.5 ve %0.6 artmış, böylelikle Petkim'in 1Ç05'de net esas faaliyet kar marjı eksi %18 olmuştur. İlk yarı sonunda şirketin net esas faaliyet kar marjı ise hesaplamadaki değişiklik sayesinde eksi %11.7'de kalmıştır. Etilen üretiminin durması ile bu maddenin ithalat yolu ile karşılanması da brüt karlılığı aşağı çekmiştir.

□ Bu arada Petkim'in Aliğa Kompleksi bünyesinde bulunan 13 üretim ünitesi ve on yardımcı tesisin mevcut durumunun sistem çalışır haldeyken incelenerek işletmeye uygunluk ve kalan hizmet sürelerinin yeniden değerlendirilmesi amacıyla yapılan çalışma sonucunda, koruyucu ve önleyici bakım sisteminin işlerliği, etkinliği, Petkim'in ileriye yönelik hedefleri ve geçmişte yaptığı yatırımlar incelenmiş, Petkim Aliğa tesislerinde, raporda tarif edilen önleyici ve koruyucu bakım faaliyetlerinin sürmesi durumunda, 2005 – 2015 yıllarını kapsayan dönemde, 3 ana üretim ünitesi ve 10 yardımcı tesisin faaliyet ve performansında kayda değer bir eksilme olmayacağı sonucuna varılmıştır. Bu bağlamda söz konusu amortisman tabii sabit kıymetlerin 31 Aralık 2004 tarihindeki net değerleri temel alınmış, bu varlıkların ekonomik ömürlerini 2015 yılına kadar uzatılırken, 2005 yılının ilk yarısında isabet eden altı aylık amortisman gideri yeniden hesaplanmıştır ki, bu işlem cari dönem amortisman giderini 83.4 milyon YTL (\$62.3 milyon) azaltmıştır. Operasyonel bazda gerileyen karlılığın üzerine şirketin amortisman giderlerindeki düşüş de eklenince, Petkim'in 1Ç05'de %6.2 olan Vergi-Faiz-Amortisman-Öncesi-Kar Marjı 1Y05'de eksi %4.7 olmuştur.

□ Diğer faaliyetlerden, kambiyo karı kaynaklı olarak \$23.2 milyonluk kar yazan Petkim'in diğer faaliyet giderleri çalışmayan kısım giderleri ile kambiyo zararları sonrasında \$34.5 milyon olmuş, şirketin finansman giderleri ise \$4 milyonda sınırlı kalmıştır. Bu arada 2004 sonu itibarıyla Petkim'in \$116.2 milyon olan net nakit pozisyonu Mart 2005'de \$51.7 milyona, Haziran ayı sonunda da \$16.9 milyona gerilemiş, bunda \$100 milyonu aşan yatırım harcaması rol oynamış, Petkim ilk yarıyı \$55.5 milyonluk zararla noktalamıştır. Biz şirketin hacim bazındaki artışa rağmen ürün fiyatlarını dikkate alarak 2005 yılında satış gelirlerini \$1,250 milyon olarak öngörüyor, amortisman giderlerinin hesaplanmasındaki değişikliğin yılın geri kalan kısmı için yarattığı belirsizlik ve etilen üretiminde tam kapasiteye ne zaman ulaşılacağını net kestiremememiz nedeniyle önümüzdeki ay revize edilmek üzere net kar tahminimizi eksi \$15.8 milyonda tutuyoruz (Petkim'in 2004'de net satışları ve net karı sırası ile \$1,169 milyon ve \$46.2 milyon idi).

Sonuç...

□ Petkim'i, 2005'de devreye giren yatırımları, Türkiye'de termoplastik talebinin GSMH'den hızlı büyümesi, şirketin kapasite artırımı ile yükselen üretiminin pazarlanmasında artan iç



talep paralelinde sorun yaşanmaması, teknolojisi ve ürün kalitesi, yeni yönetimle beraber dikkat çeken verimlilik artışı, özkaynakla finanse edilen yatırımlara rağmen nakit pozisyonu paralelinde beğeniyor, Nova Chemicals, Borsodchem, Braskem ve Tessengerlo ile yaptığımız uluslararası mukayesede Firma Değeri/Satış ile Firma Değeri/VFAÖK çarpanları üzerinden biçtiğimiz değer \$990 milyar olduğunu, şirketin aktiflerinin sigorta değerinin ise \$1.5 milyar düzeyinde olduğunu hatırlatmak istiyoruz. Ancak petrokimya sektörünün karlılık açısından içinde bulunduğu trend ve 2004'de artan faaliyet karlılığı ertesinde petrol fiyatlarındaki son artış, daha da önemlisi bu artışın bire bir ürün satış fiyatlarına yansımaması, hisseye temkinli yaklaşmamıza neden oluyor. Haziran ayında \$54.95/varil olan ham petrol fiyatının Temmuz ayında \$57.72/varil olduğu, fiyatlardaki artış trendinin devamı ile \$70/varil seviyesinin konuşulduğu, hafif ve ağır nafta fiyatının sadece Temmuz ayında ton başına \$27-30 arttığı düşünülürse, başlıca ürünler olan AYPE ve PP'de kayda değer satış fiyatı artışı olmaması, PVC'de ise fiyatın gerilemesinden tedirginlik duyuyor, bu bağlamda hisse için "Piyasaya Paralel" önerisi veriyoruz.