

Petrol fiyatlarında yükseliş geç geldi...

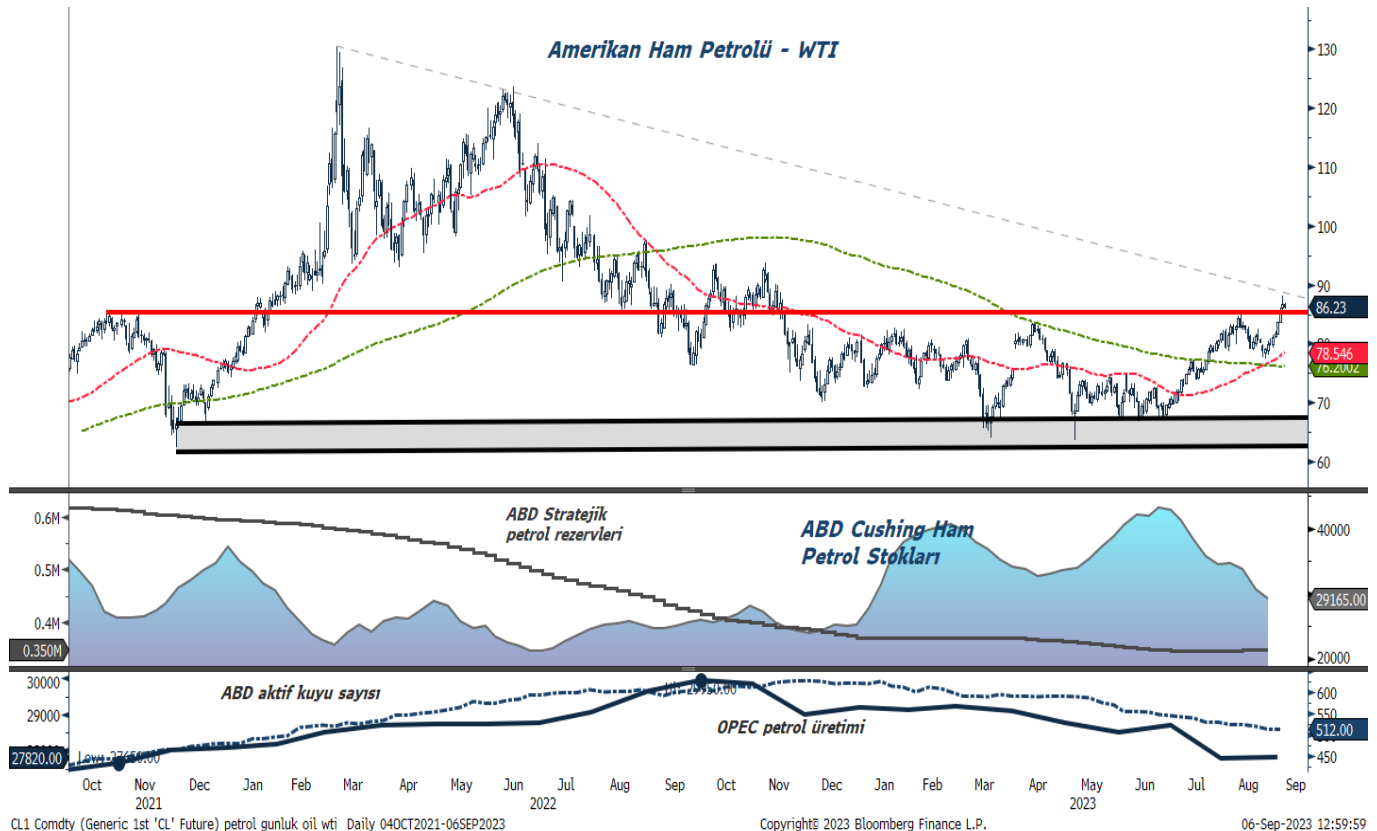
Nisan ayında yayınlanan “*petrolde yükseliş devam edebilir*” raporumuzda **petrolde yukarı yönlü hareketlerin yaz aylarında devam edebileceğine** ve bunun temel nedenlerinin aşağıdaki gibi sıralanabileceğine değinmiştik:

- ✓ Global stokların kırılğan olması,
- ✓ Çin’den gelebilecek ekstra talep,
- ✓ Suudilerin ve OPEC’in yüksek fiyat hedefi ile arzı sıkıştırması,
- ✓ Mevsimsellik

Ancak bu **hareket beklediğimiz şekilde gerçekleşmedi ve oldukça geç geldi**. Bu gecikmenin ana nedenleri;

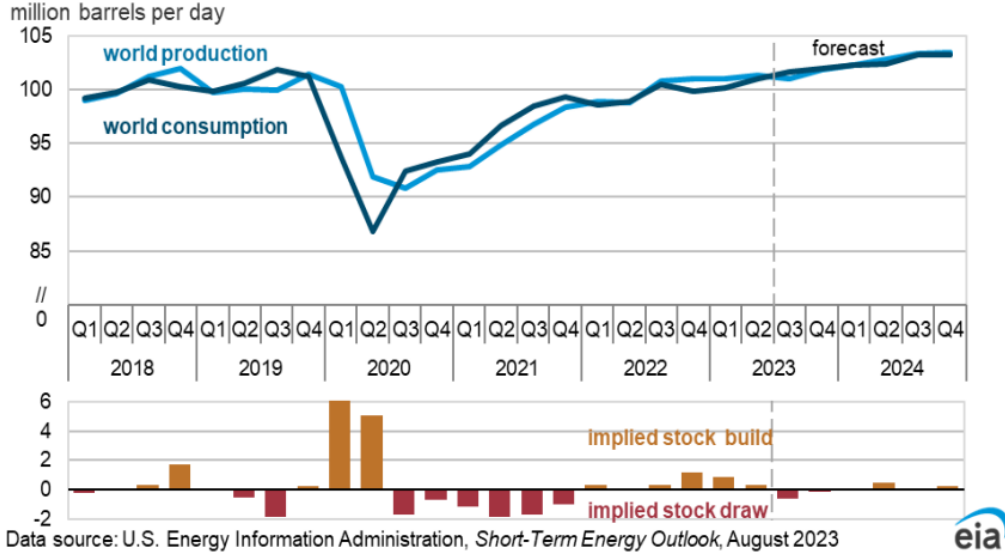
- ✓ Çin’den gelen talebin beklenen kadar güçlü olmaması,
- ✓ Çin ekonomisindeki yavaşlama emareleri,
- ✓ Rus petrolünün Uzak Doğu’da alıcı bulmaya devam etmesi
- ✓ Doların ve faizlerin yüksek kalarak emtia genelinde baskı oluşturması şeklinde sıralanabilir.

Son dönemde ise mevsimsellik etkisinin azalmasına rağmen, özellikle arz tarafında Suudilerin ve Rusya’nın sıkışık koşulları devam ettirmeye yönelik kararlılıkları ve yüksek kalan talebe rağmen kesintileri devam ettirme yönündeki mesajları ve ertelenen resesyon beklentileri fiyatlarda tekrar yükselişi tetikledi. **Temmuz ayı ile beraber başlayan toparlanma, son haftalarda da WTI ve Brent benchmarklarının senenin en yüksek seviyelerine tırmanması ile devam etti. Hızlı yükseliş sonrasında \$85 etrafında bir miktar konsolidasyon görsek de, petrol yükselişlerin devamının geleceğini düşünüyoruz.**



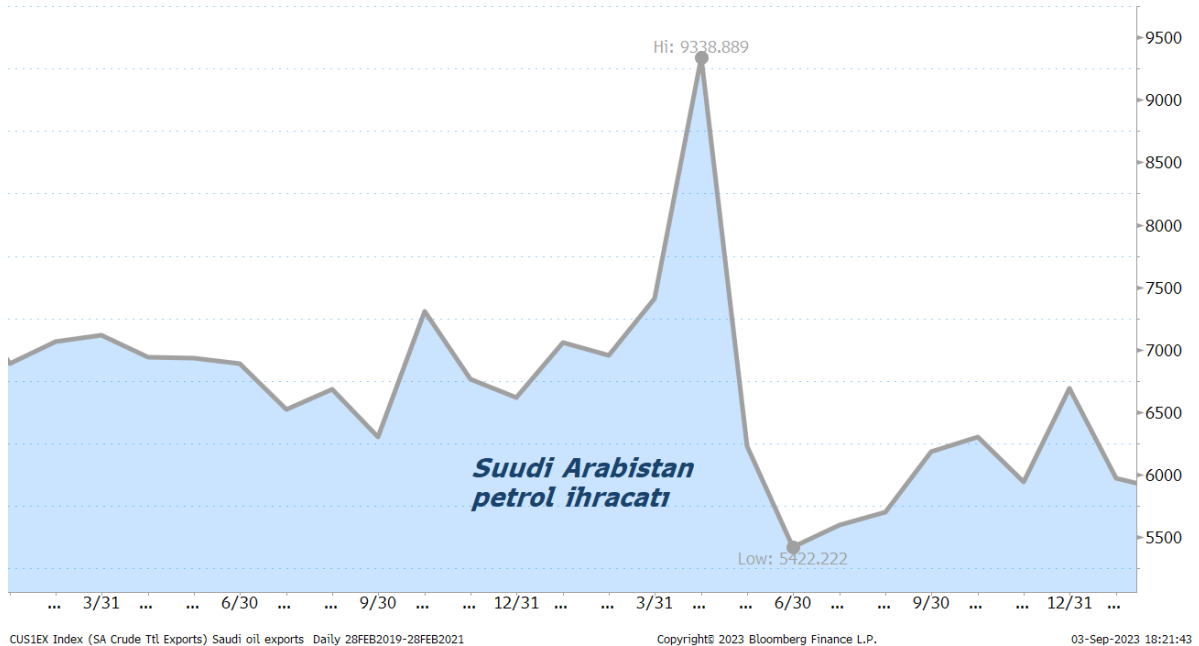
Arz talep dengesi sıkışmaya devam ediyor...

EIA rakamlarına göre günlük 101-102 milyon varil etrafında arz/talep dengesi otururken, üretim kesintilerine karşılık talebin rekor seviyelerde seyretmesi ile son çeyreğe arz sıkışlığı içerisinde giriyoruz. Ekonomik aktivitenin beklenenden güçlü kalması, seyahat sezonunun oldukça hareketli geçmesi ile benzin ve dizel talebinin yüksek seyretmesi ve elektrik üretiminde giderek artan petrol kullanımı, fiyatları belli desteklerin üzerinde tutuyor.



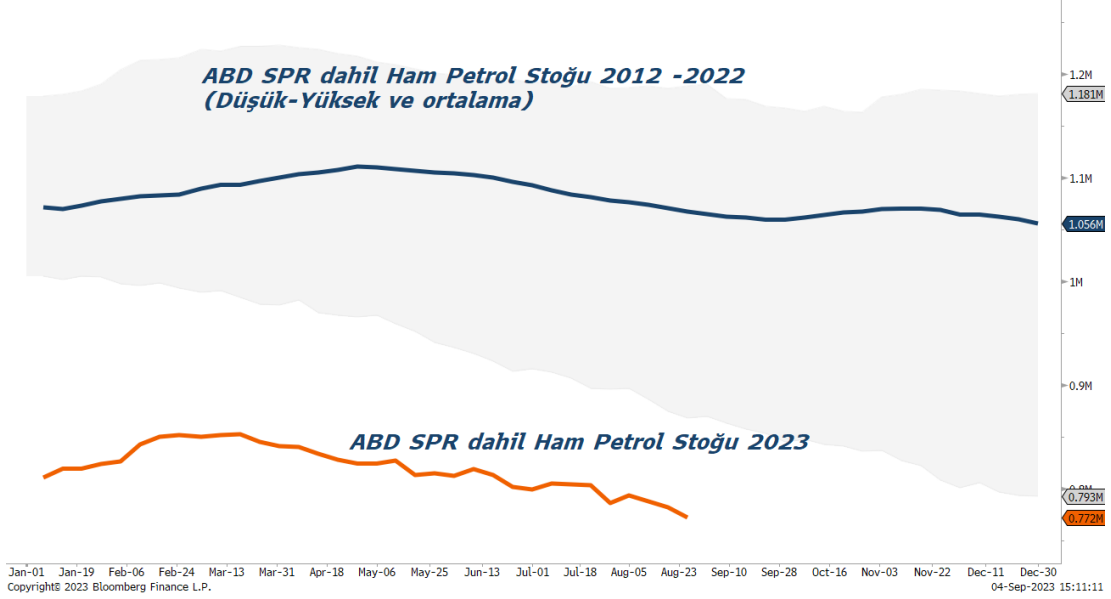
Suudiler yüksek fiyatlar konusunda kararlılar...

Arz tarafındaki sıkışıklıkta ise en büyük rolü günde 1 milyon varil kesinti kararı alan ve bugün bu kararı Aralık ayına kadar sürdürme mesajı veren Suudiler oynuyor. Suudilerin yüksek fiyat hedefi ile kararlı bir şekilde üretim azaltması ihracat rakamlarına da yansımış durumda. Daha önce de belirttiğimiz gibi ani kararlarla üretimi açıp kapatabilme ve en yüksek miltarda atıl kapasiteye sahip olması Suudileri petrol piyasasında merkez bankası gibi davranabilmesine yardımcı oluyor. Suudilerin büyük katkısı ile Temmuz ayında OPEC'in üretimi günlük 1,2 milyon varil düşerken, son iki senenin en düşük seviyelerine geriledi.



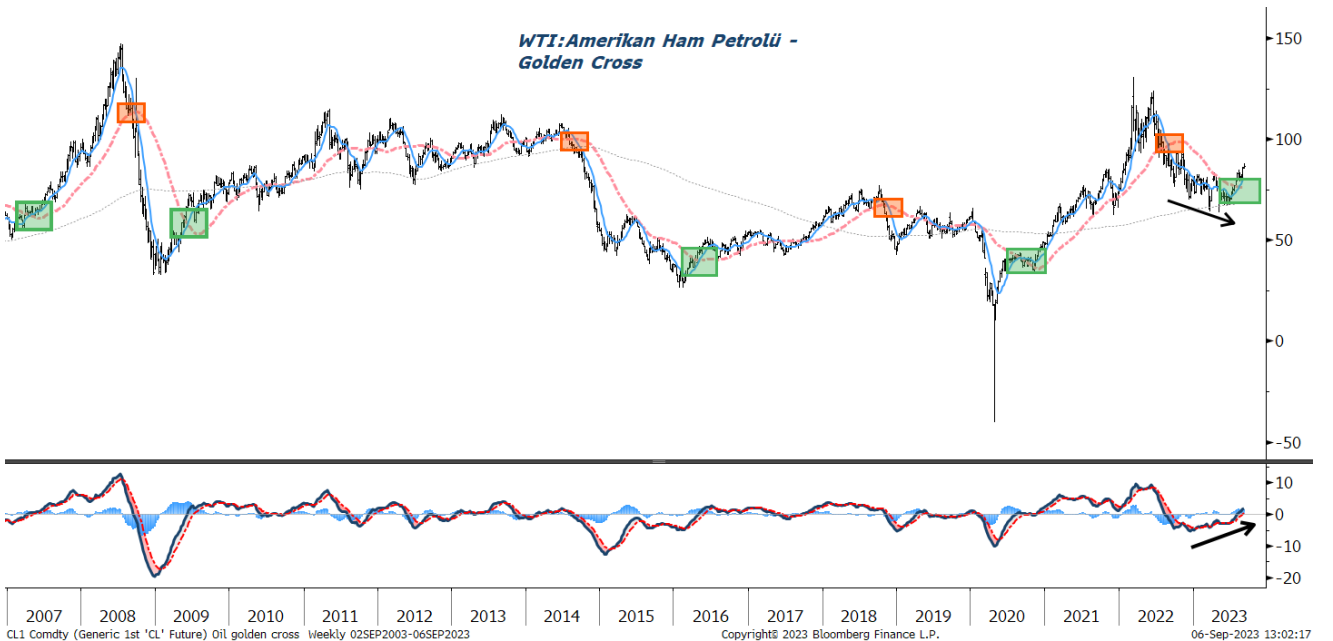
Stoklar kırılğan...

Yüksek kalan talep global bazda stokları aşağıya çekerken, ABD'de stratejik rezervlerden serbest bırakılan petrolün tekrar doldurulamaması dolayısıyla toplam petrol stoklarında ciddi bir düşüş var. Stoklar bu sene son 10 senelik ortalamasının ve hatta en düşük seviyenin de altında seyrederken, rezervlerin doldurulamaması olası bir arz şokuna piyasayı kırılğan bırakmış durumda. OECD envanterinde de benzer bir durum var ve stokların beş senelik ortalamasının altında, özellikle bitmiş ürünler tarafında ciddi bir sıkışıklık var.



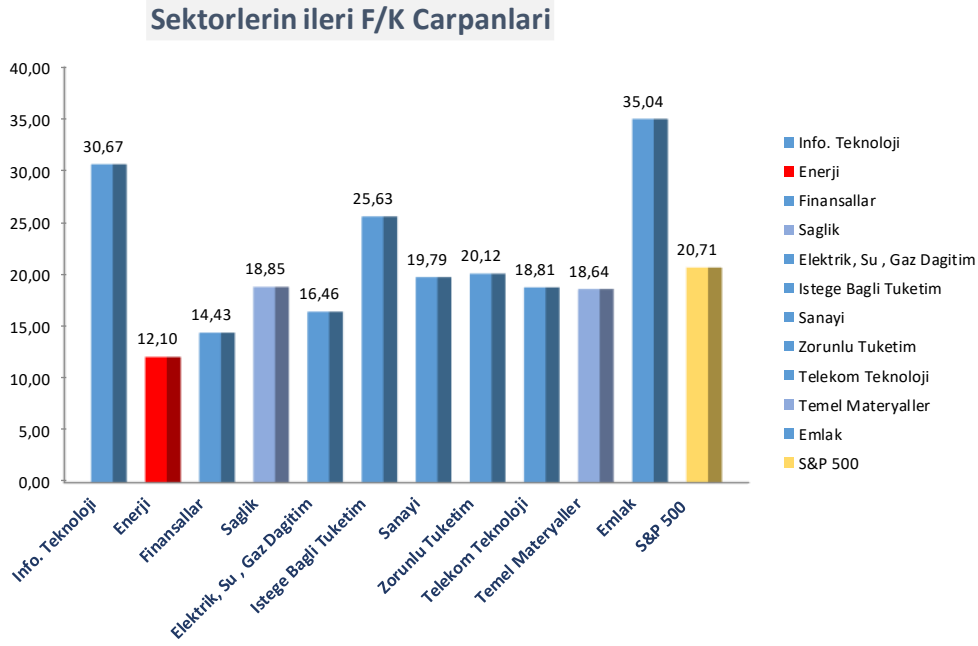
Golden cross...

Bu faktörlerin yanı sıra, WTI petrolünde daha önce önemli fiyat kırılmalarına işaret eden 50 günlük hareketli ortalamasının geçtiğimiz günlerde 200 günlük ortalamasının üzerine çıktığını görüyoruz. Aynı zamanda kritik dirençlerin de kırılması ile yukarı yönlü momentumun devam ettiğini görebiliriz.



Enerji hisseleri hala ucuz...

Nisan ayındaki raporumuzda petroldeki yükselişin, enerji hisseleri üzerinden değerlendirilmesinin daha makul olacağına değinmiştik. Bu süreçte S&P 500 sektörleri arasında enerji grubu relatif güçlü performans gösterirken, Nisan ayından bu yana S&P 500 Petrol üreticileri endeksinin toplam getirisi +%14,05 ile S&P 500 endeksinin (+%9,60) üzerine çıktı. Ancak bir çok entegre üretici ve E&P şirketi halen oldukça cazip değerlemelerle işlem görüyorlar.



Global bazda en büyük petrol üreticisi olan ABD’de enerji sektöründe son senelerde bir değişim görüyoruz. Eskiden fiyatların yükseldiği dönemlerde borçlanarak yatırım ve üretim artıran, sonrasında fiyatlar gerilerken krizlerle başbaşa kalan sektör oyuncularını, bu sefer yüksek kalan petrol fiyatlarına rağmen yatırımlarını ve üretimlerini daha sınırlı tutuyorlar ve **büyümeye gitmek yerine elde ettikleri nakdi yatırımcılarına geri döndürüyorlar.**

Petrol üreticilerindeki bu değişim, uzun vadede sektörden istedikleri getiriyi sağlayamayan ve bir çok iflas eden şirketle başbaşa kalan yatırımcıları memnun ederken, WTI fiyatlarının da ülke içerisindeki aşırı üretimle baskılanmasına engel oluyor. Pandemi sonrasında yüksek kalan fiyatlara rağmen ülkede üretim sınırlı ve kademeli olarak artarken, bir çok şeyli sahasında \$50 etrafında seyreden yeni kuyu maliyetlerine ve ekonomik olarak üretimin cazip olmasına rağmen, aktif kuyu sayısı bir önceki seneye göre düşüyor ve şirketler sermaye harcamalarını bu sene de yataya yakın tutuyorlar.

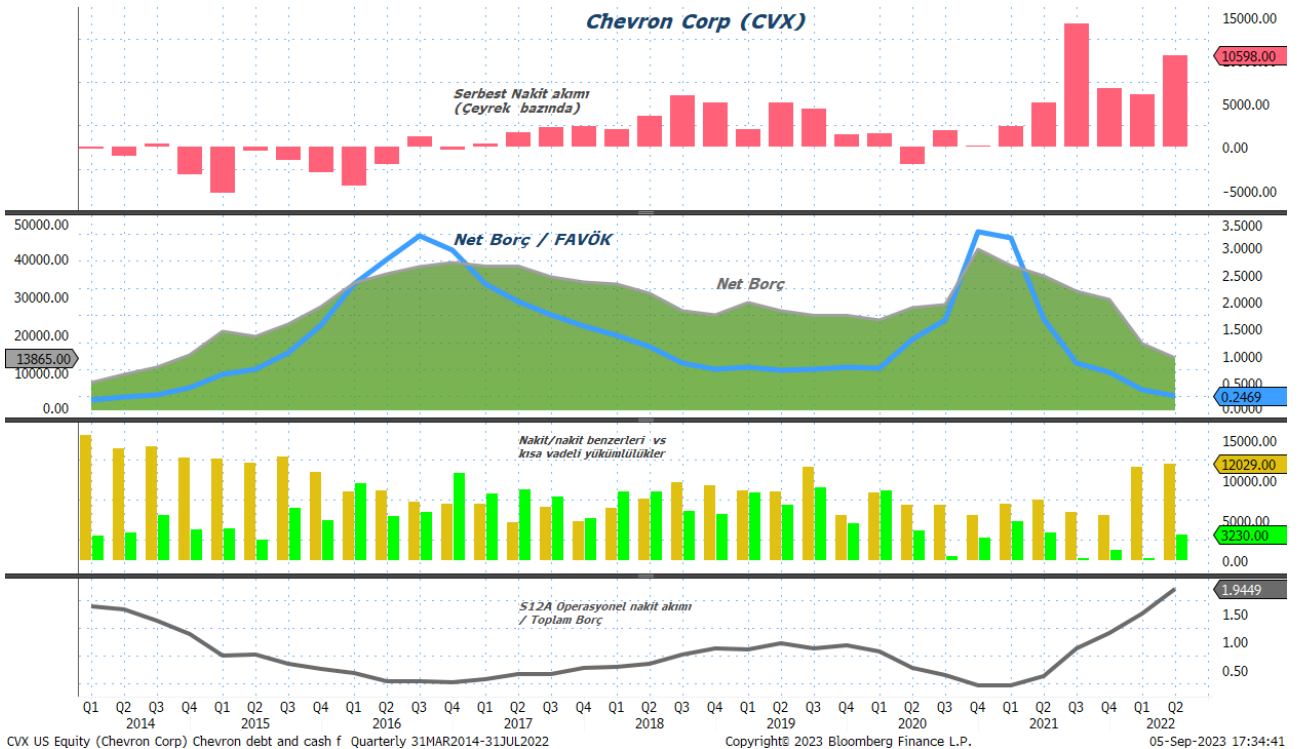
ABD üreticilerinin bu temkinli yaklaşımı, OPEC’in tekrar fiyatlar üzerinde hakim güç olmasına yardımcı oluyor. Geçmişte OPEC’in kesinti yaptığı dönemlerde artan fiyatları değerlendirerek üretim artıran ve **OPEC ile pazar payı için savaşan ABD’li bağımsız şeyli üreticilerinin bu sefer üretim artışına isteksiz olmaları, OPEC’in de üretim kesintileri konusunda elini rahatlatıyor.**

Chevron geride kaldı ve cazip seviyelerde...

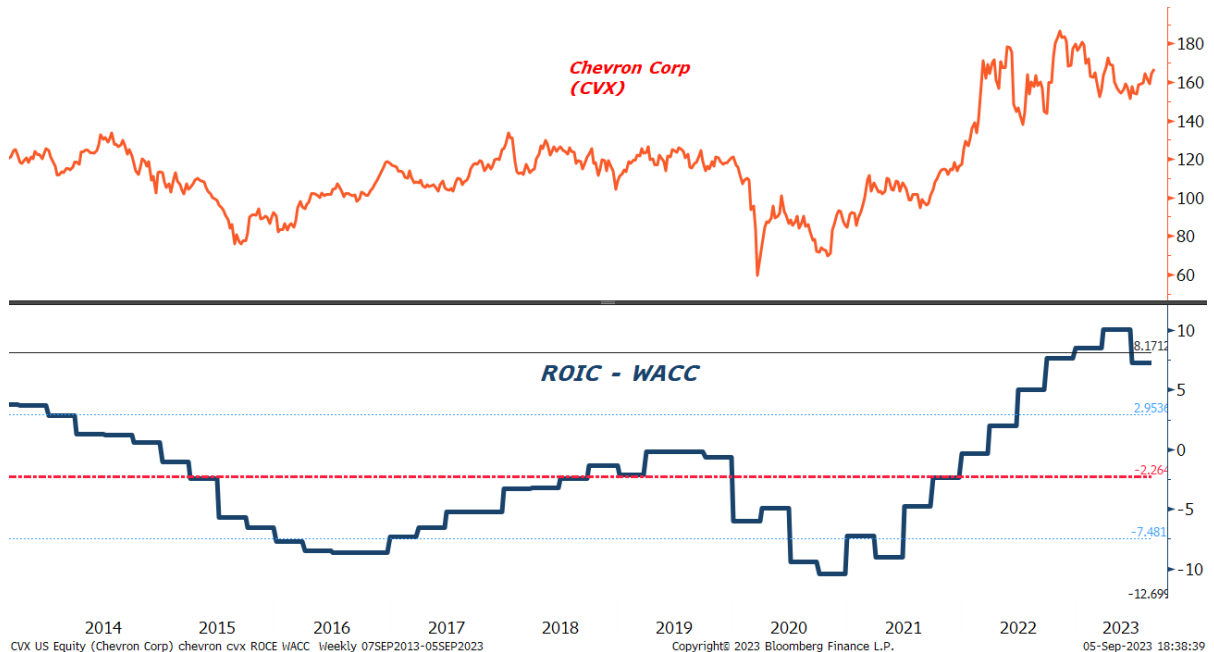
Bizim entegre petrol üreticileri arasında en beğendiğimiz şirket olan Chevron hissi, bu süreçte sektörün gerisinde kaldı. Sene başından bu yana WTI %8 yükselirken, S&P 500 %17,1, S&P 500 Enerji şirketleri endeksi %3,3 getiri sağladı ancak Chevron hissesi %7,2 geriledi. Biz Chevron'daki zayıf görünümün uzun süre devam etmeyeceğini ve hissenin orta vadede oldukça ucuz çarpanlarla işlem gören bir değer hissesi haline geldiğini düşünüyoruz.

Chevron'u petrol üretim şirketleri arasında ön plana çıkarmamızın bazı nedenleri:

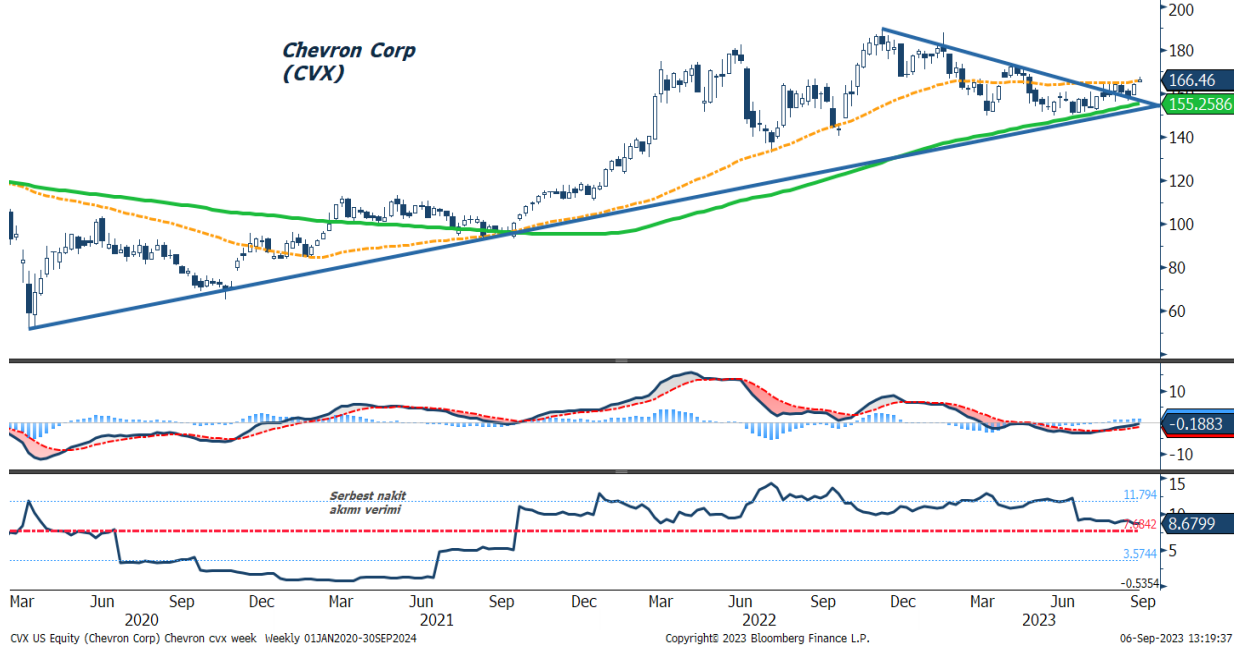
- ✓ **Entegre bir enerji üretim şirketi...** Chevron, konvansiyonel ve şeyl üretim sahaları, doğal gaz üretimi, LNG operasyonları, derin denizlerde petrol üretimi, yenilebilir enerji sahaları, rafinasyon, dağıtım ve trading operasyonları gibi çeşitlendirilmiş alanlardan gelir elde ediyor. Burada "upstream" olarak adlandırılan hammadde üretilen sahaların geliştirilmesi ve operasyonu karın yaklaşık %80'ini, downstream olarak adlandırılan tüketiciye yakın dağıtım hizmetlerini kapsayan kısım kalan %20'sini oluşturuyor ve toplam karın yaklaşık yarısı ABD'den geliyor.
- ✓ **Sağlıklı serbest nakit akımı...** Chevron \$60 Brent fiyatını baz alarak, serbest nakit akımını %10 büyütme projeksiyonu paylaşırken, 2022 senesinde şirket \$37 milyar serbest nakit akımı üretti ve firma değerine serbest nakit akımı verimi %8,6 seviyesinde. Bu ürettiği nakdi şirket efektif bir şekilde yatırımcılarına geri döndürüyor ve 2023 senesinde \$11,1 milyar temettü ödemesi, \$15 milyar dolar hisse geri alımı yaptı.
- ✓ **Güçlü bilanço...** Aşağıda görüldüğü gibi şirket son senelerde ürettiği güçlü nakit akımını hissedarlarına geri döndürmesinin yanı sıra, yükümlülüklerini azalttı ve nakit biriktirek bilançosunu güçlendirdi.



- ✓ **Yatırım ve harcama disiplini...** 2023 senesindeki \$14 milyar sermaye harcaması bütçesine karşılık şirket, 2024-2027 arasında da \$13-\$15 milyar sermaye harcaması yapmayı planlıyor ve %3 bileşik üretim büyümesi projeksiyonu veriyor.
- ✓ **Hisse geri alımlarının devamı...** Şirket elde ettiği nakitle hisse geri alımlarını devam ettirmeyi planlarken, 2027'ye kadar her sene dolaşımdaki hisselerin %3-6 arası bir miktarı geri almayı hedefliyor.
- ✓ **Tecrübeli yönetim kadrosu...** Chevron, Mike Wirth gibi sektörde iyi tanınan, tecrübeli ve şirkette uzun zaman geçirmiş bir CEO'ya sahip ve şirket son dönemde 65 yaş emeklilik zorunluluğu Wirth'ün şirketin başında kalması için kaldırdı.
- ✓ **Permian bölgesinde geniş ayak izi...** ABD'deki en cazip petrol sahalarını içerisinde bulunduran Permian bölgesi, Chevron'un son senelerde yatırımlarını (satın aldığı şirketlerin de etkisi ile) arttırdığı bir bölge ve Chevron'un gelirleri içerisindeki payı giderek artıyor. Chevron, şeyl üretimine diğer entegre şirketlere göre daha çok odaklanması ile daha esnek kalarak, hızlı geri dönüşü olan sahalara yatırım yapıyor. Şirket üretiminin yaklaşık %40'ını Amerika'dan sağlarken, Permian Chevron için çok önemli bir büyüme bacağı.
- ✓ **Venezuela...** ABD'nin Suudi Arabistan ile ilişkilerinin gerilmesi ile beraber Venezuela'ya yönelik yaptırımların gevşetileceği söylentileri (her ne kadar uzak bir ihtimal olsa da), burada en büyük yatırımları olan Chevron'a olumlu yansıtacaktır.
- ✓ **Cazip sermaye getiri oranları...** Chevron, yüksek petrol fiyatlarının marjları açık tutması ve harcamalar tarafında konservatif yaklaşımı ile beraber yatırılmış sermaye getirisini ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin üzerine çıkarırken, bu da hisse fiyatına olumlu yansıyor. (S12A ROIC:%17,5,WACC: %8,2).



- ✓ **Kritik dirençler aşıyor...** Sene başından bu yana \$150 seviyelerini dip yapan Chevron hissesi, son aylarda sıkışmış olduğu \$150-\$165 bandını yukarı yönlü kırma eğiliminde. Bu hafta petroldeki yukarı yönlü hareketin devamı ile \$165 seviyesinin haftalık bazda kararlı kırılması, yukarı hareketin devamını getirebilir.



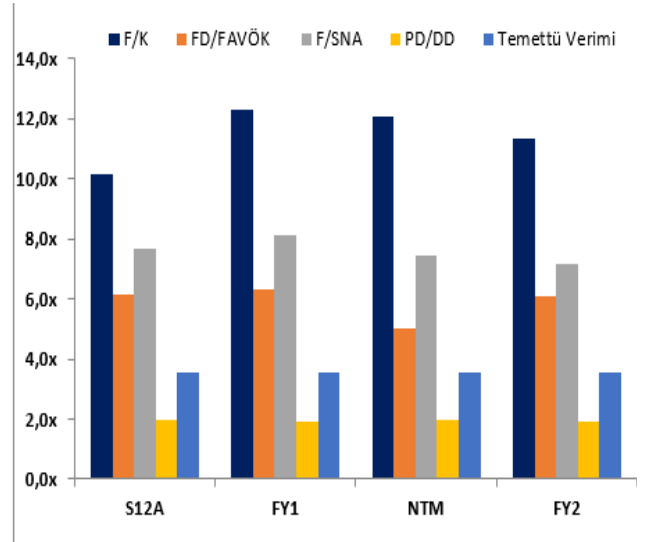
- ✓ **Makul değerlendirme çarpanları...** Chevron her ne kadar aşağıdaki grafikte gösterildiği gibi benzerlerine göre bir miktar primli işlem görüyor olsa da, bu prim geçmiş ortalamının altında. Burada şirketin operasyonlarına yönelik yukarıda bahsettiğimiz olumlu faktörler, değerlendirme çarpanlarına ek prim olarak yansıyor. Ancak net net baktığımızda; son on iki aylık kar rakamlarına göre 10,2x F/K ve 6,1 FD/FAVÖK, 2023 sonu kar beklentilerine göre 12,4x F/K ve 6,3x FD/FAVÖK gibi oldukça makul kar çarpanları ile işlem görüyor.

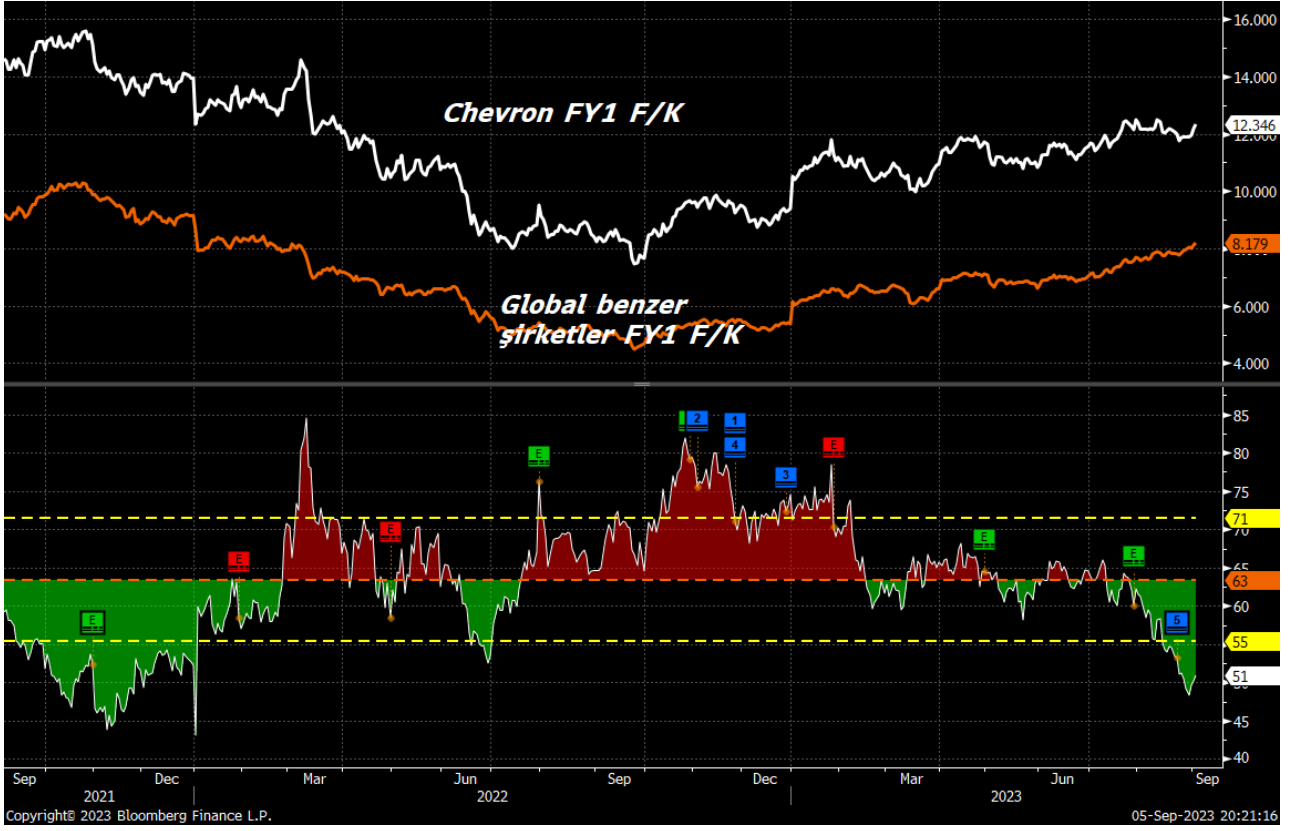
Değerleme Çarpanları	S12A	FY1	NTM	FY2	5 SENE ORT
F/K	10,2x	12,3x	12,1x	11,3x	20,4x
FD/FAVÖK	6,1x	6,3x	5,0x	6,1x	8,8x
F/SNA	7,7x	8,1x	7,5x	7,2x	9,2x
PD/DD	2,0x	1,9x	2,0x	1,9x	1,6x
F/Satış	1,5x	1,6x	1,6x	1,5x	1,6x

Temettü Verimi	3,57%	3,57%	3,57%	3,57%	4,4%
Serbest Nakit akışı verimi	8,89%	7,20%	8,75%	8,31%	6,84%
S12A Temettü + Hisse geri alımı	8,43%				

Özsermaye getirisi	19,35%
Yatırılmış Semaye getirisi	17,52%
AOSM	8,26%
YSG - AOSM	9,26%
Yeniden yatırım oranı	12,16%

Kaynak: Bloomberg





UYARI NOTU:

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.