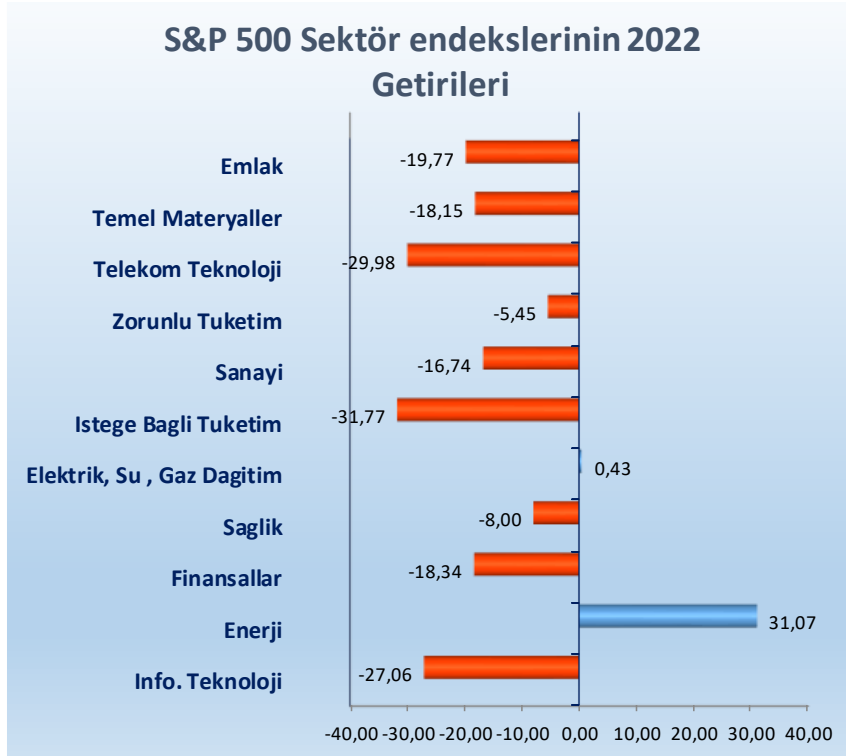


2022 senesinin ilk yarısında kazandıranlar enerji hisseleri oldu...

2022 senesine tarihteki en kötü başlangıçlardan birini yapan ve bir ayı piyasasına savrulan S&P500 endeksinde, sektör performanslarının ciddi şekilde ayrıştığını görüyoruz.

- ✓ Teknoloji hisseleri gibi ileri yönelik spekülasyon büyüme beklentileri ile fiyatlanan hisseler yükselen tahvil faizlerinin etkisi ile baskı altında kalırken, kısa vadede ciddi nakit yaratabilen ve yükselen emtia fiyatlarından fayda gören **enerji hisselerinin ilk yarıda güçlü performans** gösterdiklerini takip ettik. Bu eğilimin bir süre daha devam ettiğini görebiliriz.



FED'in ucu açık sıkılaştırma politikaları endeksleri baskıladı...

ABD'de politik baskının da etkisi ile FED, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak için finansal piyasalarda ve reel ekonomide bir şeyleri kırma pahasına kararlı bir şekilde sıkılaştırmaya devam ediyor. Önümüzdeki aylarda hızı artacak bilanço küçültme, son dönemde miktarı artan faiz artışları ve sene başından bu yana agresif bir şekilde devam eden sözlü yönlendirme ile merkez bankası, finansal koşullardaki sıkılaştırmayı bir süre daha sürdürecektir.

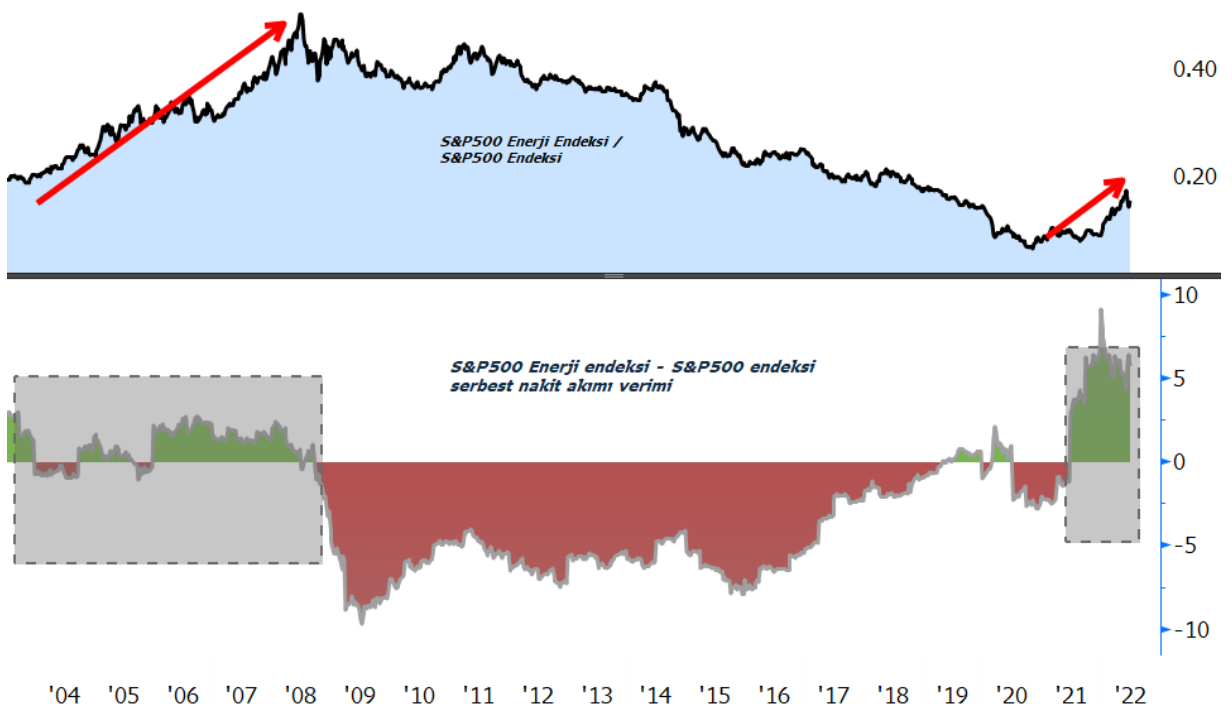
- ✓ Ancak biz yakın bir zamanda (muhtemelen son çeyrekte), politikalarının etki alanının dışında kalan **arz kaynaklı enflasyon baskısını ve agresif sıkılaştırma adımlarının ekonomi üzerindeki negatif etkisini göz önüne alarak, FED'in geri adım atacağını**, sıkılaştırmaya ara vereceğini, bunun da riskli varlıklar için bir soluklanma fırsatı ortaya çıkaracağını düşünüyoruz. Bu rahatlama en çok büyüme profillerine göre ucuzlanmış alanlarda dominant konumdaki teknoloji şirketlerinde alım fırsatları yaratacaktır.
- ✓ Bu zamana kadar ise, **önümüzdeki bir kaç ay spekülasyon yatırımlar konusunda biraz sabırlı davranmak ve dikkatleri bu senenin kazandıranları olan enerji hisselerine çevirmek mantıklı olabilir.**

Nakit yaratma kapasitesi enerji hisselerini avantajlı kılıyor...

En iyi değer yatırımcılarından bir tanesi olan Warren Buffett'ın son dönemde iki petrol/gaz üretici şirketine ciddi miktarda yatırım yapmasına şaşırılmak lazım. Enerji şirketlerinin bilançoları ve nakit yaratma kabiliyetleri bir değer yatırımcısı için çok cazip.

FED daha güvercin politikalara geri adım atıncaya kadar, yükselen faizlerle artan paranın zaman değerini ve geleceğe yönelik belirsizlikleri göz önüne alan yatırımcılar, hisse senedi yatırımlarında daha konservatif bir tutuma geçiyorlar. Böylelikle uzak gelecekte vaad edilen büyük kar beklentileri yerine, kısa vadede elde edebilecekleri öngörülebilir nakit akımına sahip hisseleri tercih ediyorlar.

- ✓ Bu da fon akımlarının spekülatif gelecek kar beklentileri ile fiyatlanan büyüme odaklı hisselerden, önümüzdeki bir iki çeyrekte ciddi nakit yaratabilecek ve bu nakdi yatırımcılara hızla geri döndürecek hisselerle kaymasına yol açıyor.
- ✓ **Kısa vadede kar rakamları mevcut ekonomik durumunda en sınırlı etkilenen ve varlıklarına göre en yüksek nakdi yaratabilen hisseler ise, artan emtia fiyatlarından faydalanan emtia üreticileri.** Özellikle enerji tarafına baktığımızda petrol ve gaz şirketlerinin çok ciddi nakit yarattıklarını, ancak bu nakdi uzun vade geleceği belirsiz olan yeni fosil yakıt sahalarına yatırımla değerlendirmeyip, hissedarlarına temettü ödemeleri ve hisse geri alımları ile döndürdüklerini görüyoruz.
- ✓ Aşağıdaki grafikte **enerji şirketlerinin S&P500'e göre yüksek nakit yarattığı dönemlerde hisselerinin de endekse göre güçlü performans gösterdiğini** görüyoruz. İçerisinde bulunduğumuz dönem de, likiditenin ve stabil nakit yaratmanın çok önem kazandığı bir dönem.

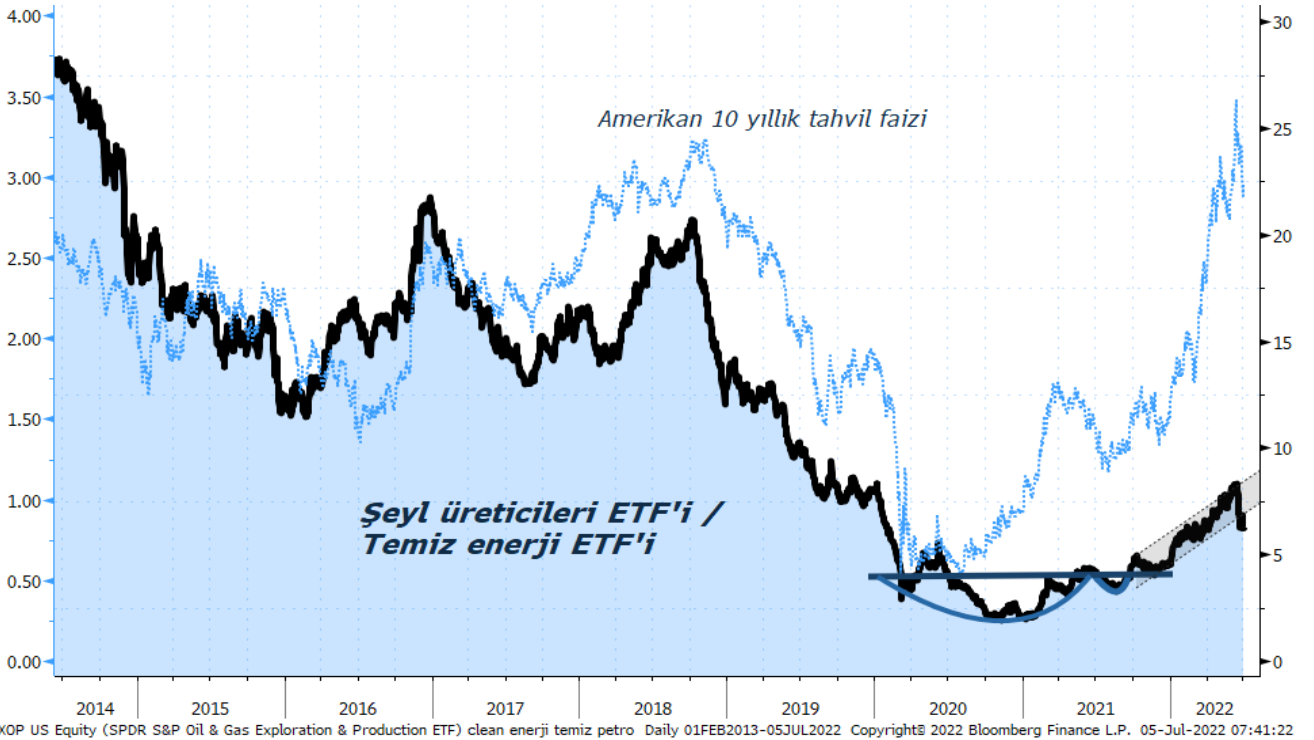


'04 '05 '06 '07 '08 '09 '10 '11 '12 '13 '14 '15 '16 '17 '18 '19 '20 '21 '22
SSENR Index (S&P 500 Energy Sector GICS Level 1 Index) SPX Free cash yield diff Weekly 01JUL2003-28JUN2022 Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P. 05-Jul-2022 07:32:29

Temiz enerji hisseleri finansal koşulların sıkışması ile geride kaldı...

Enerji grubu içerisinde, fosil kaynaklardan(petrol, doğal gaz, kömür) üretim yapan şirketleri değer hisseleri, yenilebilir kaynaklardan (güneş, rüzgar, hidro) üretim yapan hisseleri(elektrikli araç üreticilerini de bu gruba dahil edebiliriz) büyüme odaklı hisseler gibi düşünebiliriz. Bizim bu raporlarda üzerinde durduğumuz ve enerji şirketleri olarak bahsettiğimiz şirketler de daha çok petrol, doğal gaz ve kömür üreticileri olacak.

- ✓ Finansal olarak ilk gruptaki hisseler yavaş büyüyen, gelecek potansiyelleri sıkıntılı olan ancak güçlü bilanço ve nakit akımına sahip şirketler. İkinci grup yani alternatif enerji tarafı ise daha çok gelecekteki büyük potansiyelleri ile spekülasyon olarak değerlendirilen ve finansal açıdan kendi operasyonları ile faaliyetlerini sürdürmekte zorlanan, dış finansmana ve dolayısıyla da finansal koşulların gevşek, faizlerin düşük kalmasına ihtiyaç duyan şirketler.
- ✓ Bu sebeple aşağıdaki grafikte görüldüğü gibi son dönemde **ABD tahvil faizlerindeki artış, alternatif enerji hisselerinin sermayeye erişimini zorlaştırıp daha pahalı hale getirerek ve gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerini azaltarak, hisse fiyatlarında baskı** yaratıyor. Fosil yakıt üreticileri de bu ortamda relatif güçlü kalabiliyorlar. Kısa vadede bu eğilimin devam ettiğini görebiliriz.
- ✓ Faizlerde yükseliş hareketi durulmadan ve FED sıkılaştırma politikalarından geri adım atmadan pandemi döneminde hızla yükselen ve gelecek beklentilerini fazlasıyla fiyatlayan temiz enerji hisselerinde önemli bir toparlanma göremeyebiliriz.



Bilanço sezonunun yıldızı yine enerji hisseleri olacak...

İkinci çeyrek bilanço sezonuna girilirken, **S&P500 şirketlerinin ikinci çeyrekte %4 civarında kar büyümesi açıklamaları bekleniyor. Ancak enerji hisselerini çıkardığımızda bir küçülme yaşanacak.** Aşağıda görüldüğü gibi enerji fiyatlarının yüksek kalması ile beraber son üç ay içerisinde sektör şirketlerinin kar beklentileri de giderek daha yüksek seviyelere revize edildi.

- ✓ Uzun senelerce arka plana atılan ve hatta **S&P500 içerisinde ağırlığı %4'ün altına inen** (1980'de %30'a yaklaşmıştı) enerji hisseleri ön plana çıktı. Bu hisselerin daha efektif birer enflasyon hedge'i olmaları da artan enflasyon ortamında yatırımcıları çeken diğer bir faktör.
- ✓ Kısa vadede enerji hisselerine yatırım yapmak isteyen ancak bizim bir sonraki bölümde inceleyeceğimiz hisseler gibi spesifik hisse seçimi yapmak istemeyen yatırımcılar için, doğal gaz ve petrol üreticilerinden oluşan borsa yatırım fonları tercih edilebilir.



Beğendiğimiz enerji şirketleri...

Geçmişte petrol ve gaz şirketleri, fiyatlar artarken yatırımlarını hızlandırarak, üretimlerini arttırmaya ve yeni saha geliştirme faaliyetlerine odaklanırlarken, uzun vadede bu yatırımların getirisinin tatminkar olmadığını gören yatırımcıların da taleplerini göz önüne alarak temettülerini arttırmaya ve hisse geri alım programlarını büyütmeğe ağırlık veriyorlar.

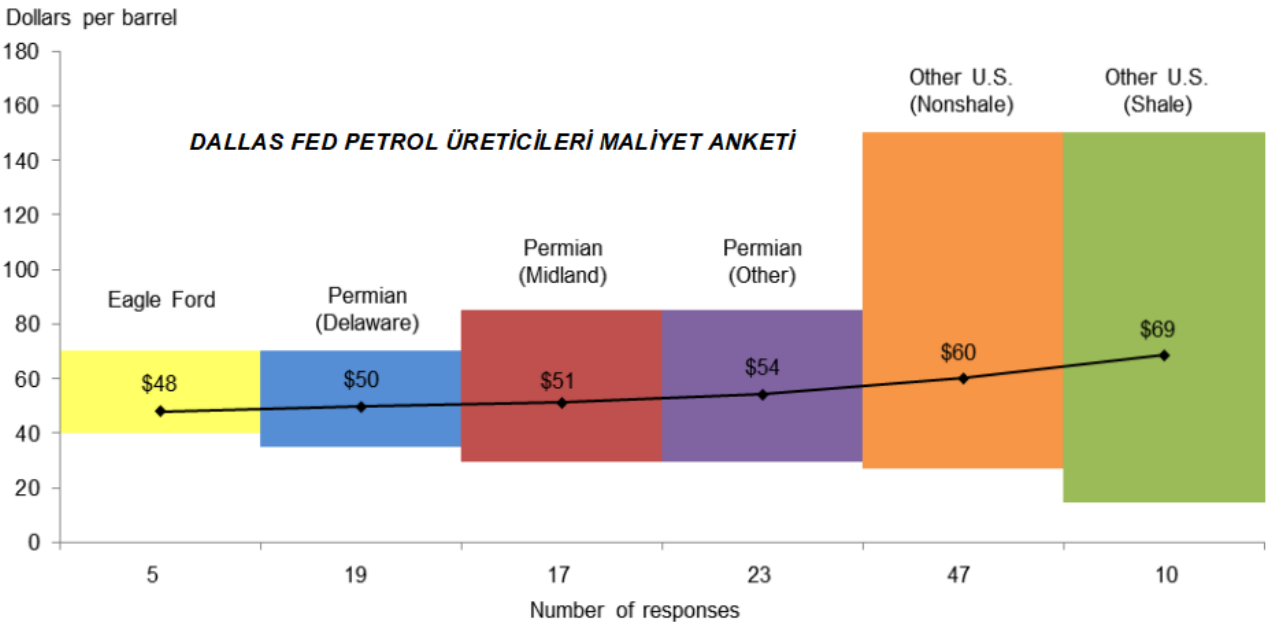
- ✓ Aslında son dönemde bu şirketlerin Biden hükümetinden ciddi eleştirilmesinin da önemli sebeplerinden bir tanesi, petrol fiyatlarının ciddi şekilde arttığı ve enflasyonu etkilediği bir ortamda, bir çoğu federal sahalarda petrol üretimi yapan enerji şirketlerinin, elde ettikleri nakdi sermaye yatırımlarına yönlendirmek yerine, hissedarlarına geri vermeleri konusu. Nitekim Dallas Fed'in yaptığı bir anket petrol ve gaz fiyatlarının çok yüksek seviyelerde olmasına rağmen, büyük üreticilerin yarısının 2022 senesi için %0-%5 arası üretim artışı öngördüklerine ve kapital alokasyonu konusunda oldukça temkinli davrandıklarına işaret ediyor.
- ✓ ABD'de şeyl odaklı üretim yapan petrol şirketleri, son dönemde hızla artan petrol fiyatlarından olumlu faydalanırlarken, relatif yüksek maliyetlerine rağmen ciddi miktar kar elde etmeye ve nakit yaratmaya başladılar. Özellikle geçtiğimiz senelerde petrol fiyatlarının kısa bir sürelik de olsaeksiye gittiği, çıkarılan petrolün depolanamadığı için üzerine ücret ödenerek taşıyıcılara teslim edildiği ve şirketlerin iflas riski ile karşı karşıya kaldığı dönemlerde, ellerindeki nakdi ucuzlamış sahaları ve şirketleri almak için kullanan güçlü bilançolu şirketlerin şu anda bu kaynaklardan çok yüksek miktarlarda getiriler yarattıklarını görüyoruz. Bu şirketlerden iki tanesine (WPX'i alan Devon Energy ve Concho Resources ve Shell'in Permian operasyonlarını alan ConocoPhillips) aşağıda değindik.
- ✓ Nakdin önem kazandığı, resesyon ve büyüme kaygılarının alevlendiği, defansif hisselerin ve sabit getirinin ön plana geldiği bir dönemde, yatırımcılarına ciddi miktarda nakit geri döndüren bu şirketlere olan ilgi ve fon akımları da artıyor.

Şirket	Piyasa Büyüklüğü	2022s F/K Çarpanı	Gelir Büyümesi Yoy (%)	FAVÖK Marjı (%)	FD/FAVÖK FY1	Yatırılan Sermaye Getirisi	Petrol ve Gaz Üretimi (MBOED)	Hisse başı üretim artışı (%)	3s arama ve geliştirme maliyetleri (\$/BOE)	Rezervler ABD payı (%)	Mix - Petrol (%)
ConocoPhillips	117.68B	6,03	143.97%	42.26%	3,5	17.79%	1.57k	13.19%	17,83	70,97	57,31
EOG Resources Inc	65.38B	6,8	73.91%	52.50%	3,97	14.32%	828,9	9.58%	8,13	98,56	53,69
Occidental Petroleum Corp	56.64B	5,8	45.75%	51.27%	4,05	14.88%	1.17k	-13.33%	26,37	74,03	52,96
Pioneer Natural Resources	54.18B	6,75	115.56%	36.36%	4,12	15.60%	617,33	19.04%	13,08	100	57,83
Devon Energy Corp	36.37B	6,26	152.82%	43.23%	4,04	23.47%	571	-2.50%	10,71	100	50,96
Hess Corp	32.80B	11,32	60.12%	48.66%	6,43	7.49%	315	-5.64%	11,71	67,77	51,75
Continental Resources Inc/t	23.83B	5,72	121.12%	76.26%	3,96	16.74%	329,65	10.19%	19,38	100	48,73
Diamondback Energy Inc	21.52B	4,77	82.17%	72.77%	3,77	13.45%	375,35	11.77%	9,18	100	59,5
Coterra Energy Inc	21.22B	5,43	135.27%	66.11%	3,53	18.05%	457,8	-7.03%	12,59	92,91	4,85
Marathon Oil Corp	15.96B	4,72	79.88%	56.71%	3,29	13.25%	347	--	--	88,79	49,57
EQT Corp	12.66B	10,46	31.58%	7.17%	5,18	-17.79%	848,32	0.02%	5,53	100	0,52
Ovintiv Inc	11.23B	3,87	42.24%	33.81%	3,38	9.64%	533,9	-2.05%	3,25	62,66	26,28

Kaynak: Bloomberg

Bizim aşağıda kısaca incelediğimiz şirketlerin yarattıkları nakit üzerinde önemle durmamızın ana nedeni, bu noktada enerji hisselerinin bir büyüme hikayesinden çok bir değer ve nakit akımı hikayesi olmaları ve hisselerle olan yatırımın cazibesinin de buradan gelmesi.

- ✓ ABD'deki bütün bağımsız petrol üreticilerinde, **operasyonel ve finansal anlamda benzer temalar** görüyoruz. 2022 için yatay veya tek haneli üretim büyümesi, emtia fiyatlarındaki artışla yaratılan büyük miktardaki nakdin ekstra temettü ödemeleri ile hissedarlara döndürülmesi ve pandemi döneminde yapılan saha/şirket alımı yatırımlarının şişirdiği borçların azaltılarak bilançonun rahatlatılması.
- ✓ **Konservatif bir bakış açısı ile** önümüzdeki dönemde petrol ve gaz fiyatları gevşese dahi, aşağıda değineceğimiz şirketler halen güçlü miktarda nakit yaratmaya devam edecekler ve bilançolarındaki borç sorunundan büyük orandan kurtulmuş olacaklar. Bir çoğunun sermaye harcaması planlarının da oldukça makul seviyelerde olması ve maliyetlerini kontrol altında tutmaları aşağı yönlü riskleri sınırlandırıyor.
- ✓ **İyi bir senaryoda ise** petrol ve gaz fiyatlarının yükselmeye devam etmesi, değer hissesi halindeki bu şirketlere ciddi bir gelir büyümesi katkısı da yapabilir. Biz özellikle doğal gaz tarafından böyle bir katkının gelebileceğini düşünüyoruz ve seçtiğimiz şirketlerin de gelirlerinde petrol kadar doğal gaz ve doğal gaz sınırlarının da payı var.
- ✓ ABD'de petrol üretim maliyetleri hakkında Dallas Fed'in çalışmalarına baktığımızda hali hazırda açık kuyularda, operasyonel karlılık anlamında **başabaş noktalarının \$30-\$35 civarında olduğunu**, yeni kuyularda ise başabaş seviyelerinin \$50-\$55 civarında olduğunu görüyoruz (Permian günlük 5 milyon üzeri üretimi ile ABD'de şeyl üretiminde dominant bölge olması dolayısıyla buradaki maliyetlere ağırlıklı verilmeli). Bu maliyet yapısı da, **fiyatlarda yaşanabilecek olası bir düşüş durumunda, karlılık anlamında ABD'deki enerji şirketlerinin geniş bir güvenlik ağları olduğunu** gösteriyor.

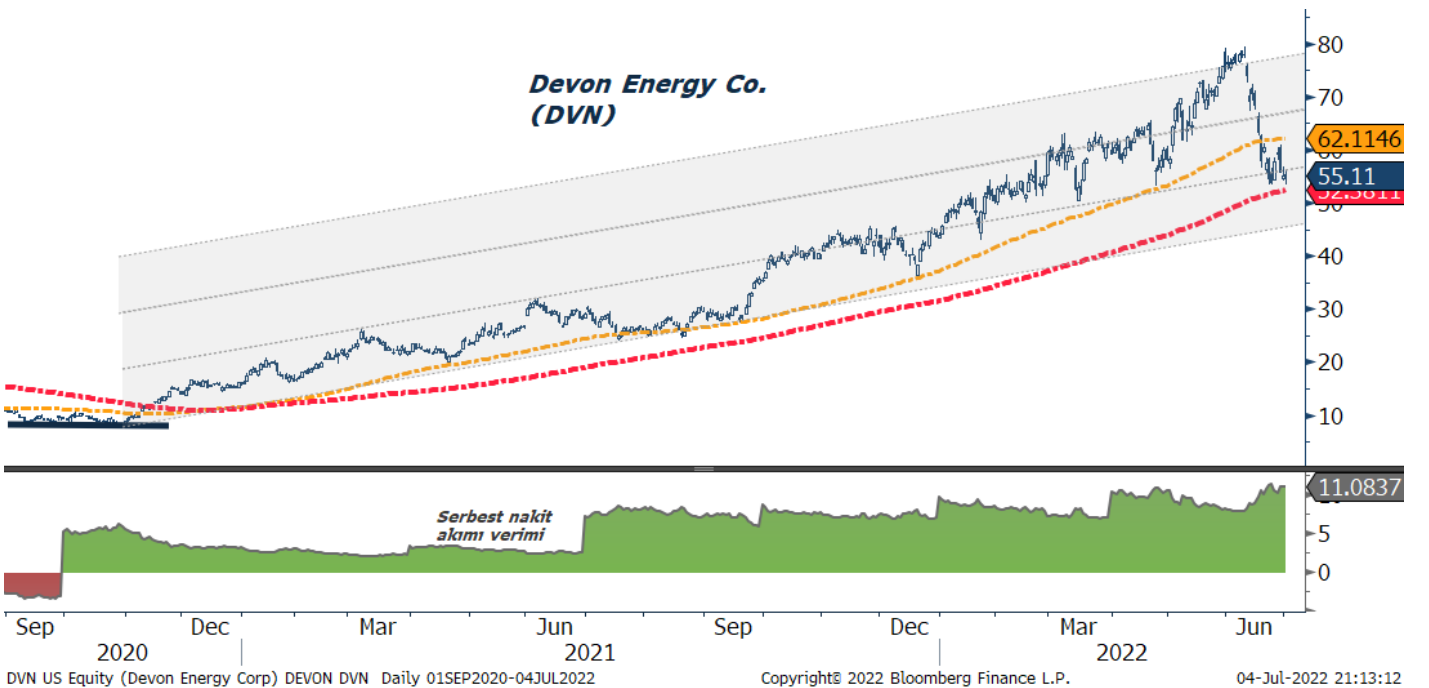


Devon Energy Corp (DVN):

1971 senesinde ufak bir doğal gaz üreticisi olarak kurulan, zamanla bir çok farklı şirketi bünyesine katarak büyüyen Devon Energy, son senelerde Afrika ve Kanada'daki varlıklarını ve ABD'deki midstream(orta akış) operasyonlarını sattıktan sonra Amerika'da petrol, gaz ve doğal gaz sınırları üretimine odaklandı. ABD'deki önemli bağımsız enerji şirketlerinden bir tanesi olan Devon Energy'nin 2021 sonu itibariyle 1,6 milyar varil kanıtlanmış petrol ve eşleniği rezerve var ve üretiminin %60'ından fazlasını Delaware bölgesinde yapıyor. Son dönemde bu bölgede ayak izini genişletmesine yardımcı olan en önemli faktör de, oldukça güzel bir zamanlama ile geçtiğimiz sene bünyesine kattığı ve cazip sahalara sahip olan WPX Energy ile birleşmesi idi.

Devon Energy, şeyl üretimi yapan petrol ve gaz şirketleri arasında nakit akımını yatırımcılara geri döndürme konusuna en çok odaklanan şirketlerden bir tanesi ve sabit temettü veriminin yanı sıra elde ettiği nakit miktarına göre değişken bir temettü ödemesi de yapıyor. Aşağıda hisseyi beğenmemizin bazı nedenlerini bulabilirsiniz, çok güçlü nakit akımı ve bu nakdin efektif bir şekilde yatırımcılara döndürülmesi ana yatırım temasını oluşturuyor.


- ✓ **Güçlü bilanço....** Şirket üretim artışını %5 ve altında tutarak, bilançosunu güçlendirmeye ve temettü ödemelerine ağırlık verirken, kar marjlarını maliyet kesintileri ile genişletiyor. WPX Energy birleşmesi sonrasında 1,4x seviyesine çıkan **Net Borç/FAVOKX oranını, bu sene sonunda 0,2x** gibi oldukça düşük seviyelere geri çekmeyi hedefliyor ve güçlü nakit akımı ile bunu rahatlıkla yapabilecektir.
- ✓ **Çok güçlü serbest nakit akımı...** Devon 2021 senesinde \$2,8 milyar serbest nakit akımı yaratırken, 2022 ve 2023 senelerinde bunun iki katı yani senelik \$6 milyar civarında bir serbest nakit üretmesi bekleniyor. Şirketin kendi beklentisine göre; 2022 senesinde WTI fiyatının \$100 civarında kalması durumunda, bugünkü piyasa değerine göre **serbest nakit akımı verimi %16 seviyelerine çıkabilir.**





- ✓ **Artan enerji fiyatlarına hassasiyeti yüksek...** Şirketin üretiminin yaklaşık yarısı petrol, yarısı da doğal gaz ve doğal gaz sıvılarından geliyor. Devon'da beğendiğimiz bir nokta da, şirketin güçlü finansal yapısı dolayısıyla artan petrol ve gaz fiyatlarından faydalanmak için **düşük hedge oranları** ile gidebilmesi. 2022 üretiminin %20'sini hedge eden şirket, emtia fiyatlarının yüksek kalmasından olumlu etkilenecektir.
- ✓ **Yüksek temettü verimi...** Son çeyrekte hisse başı karını %35, serbest nakit akımını %18 arttıran şirket, temettüsünü bir önceki seneye göre %270 arttırdı. Değişken temettüsü ile beraber **temettü verimi %8'lerin** üzerine çıkan Devon, 2022 sonuna kadar hisse başına \$0,64 sabit, kalanı değişken olmak üzere, \$4,75 temettü ödemesi yapmayı planlıyor. Dolayısıyla petrol fiyatlarının yüksek kalması durumunda yatırımcıların sabit getiri anlamında en çok memnun edecek hisselerden bir tanesi.
- ✓ **Hisse geri alım programı...** Aynı zamanda **halka açık hisse miktarının yaklaşık %5'ine** denk gelen hisse geri alım programı da bulunan Devon Energy, bu sene yaptığı \$891 milyonluk geri alımları ortalama \$47 hisse fiyatı ile yaptı.
- ✓ **Benzerlerine göre çok yüksek yatırılan sermaye getirisi...** Karlılık anlamında da yatırımcılarına son senelerde oldukça tatminkar getiriler sağlayan şirketin yatırılan sermaye getirisi, yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi **%23,4** ile benzerlerine göre de oldukça yüksek.
- ✓ **Sermaye harcamalarında disiplin...** Bir çok enerji üreticisinde olduğu gibi Devon Energy de CAPEX harcamalarını sınırlandırarak, üretimini sabit seviyelerde tutmak ve ileri yönelik temkinli bir yaklaşımla gelir büyümesini petrol ve gaz fiyatlarındaki artışa endeksleme eğiliminde. 2010-2015 seneleri arasında yaklaşık senelik \$6,8 milyar sermaye harcaması yapan şirket, 2019 senesinde bu yana bu rakamı ortalama **\$2,5 milyar seviyesine indirdi.**
- ✓ **Rezervlerde artış...** Devon'un çok makul bir zamanda yaptığı WPX alımı ile Delaware bölgesindeki ayak izini ciddi şekilde arttırması ve üretim sinerjileri ile maliyetleri aşağı çekme çabaları olumlu dinamikler. WPX sahalarının yanı sıra, saha çalışmaları ile de şirket 2021'de **kanıtlanmış rezervlerini %116 arttırdı.**
- ✓ **Ucuz kar çarpanları...** 2022 sonu kar beklentilerine göre **6,26 F/K, 4 FD/FAVÖK** çarpanlarıyla işlem gören Devon'un firma değerine göre serbest nakit akımı verimi %10'a yakın. Biz kısa vadede enerji fiyatlarında düşüş olasılığının çok fazla fiyatlandığını, hissenin sene sonuna kadar \$72 seviyelerine tırmanabileceğini ve temettü ödemeleri ile beraber %35'e yakın bir getiri potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.


Devon Energy Co (DVN US Equity)							
Güncel çarpanlar vs 2 yıllık ortalamalar							
	Güncel çarpan	Tarihsel ortalama	Fark (%)	# Ssapma	En düşük	En yüksek	Ortalamaya yakınsarsa fiyat
2022s F/K	6,26	11,99	-47,77	-1,40	6,10	30,70	\$105,52
2022s FD/FVOK	5,11	9,46	-45,99	-1,70	5,00	19,40	\$107,48
2022s FD/FAVOK	4,04	5,15	-21,57	-1,80	3,10	6,50	\$72,00
2022s F/NA	5,76	10,19	-43,47	-1,70	5,50	18,20	\$97,48

● Current
 ◆ Hist Avg

6.1x

30.7x

5.0x

19.4x

3.1x

6.5x

5.5x

18.2x

ConocoPhillips (COP):

Petrol ve doğal gazdaki yükselişi değerlendirmek isteyen yatırımcılar için, her iki emtiayı da üreten, güçlü bilançolu ve sağlıklı serbest nakit üretebilen, düşük hedge oranları ile enerji fiyatlarındaki artışı rakamlarına yansıtabilen, makul değerlendirme çarpanlarına sahip bir diğer enerji şirketi de ConocoPhillips. 2021 senesinde günlük ortalama 1,56 milyon varil petrol eşdeğeri üreten şirketin üretiminin yaklaşık %53'ü petrol, %9'u NGL, %34'ü doğal gazdan geliyor ve geçtiğimiz sene sonu itibarıyla 6,1 milyar varil kanıtlanmış petrol ve eşdeğeri rezervi bulunuyor.

Geçtiğimiz sene Ocak ayında Amerika'da bir diğer önemli petrol/gaz üreticisi olan **Concho Resources** alımını sonuçlandıran ve Aralık ayında Shell'in Permian'daki varlıklarını **\$9,5 milyara alan** ve böylelikle şeyl rezervlerini ve üretimini güçlendiren şirket, iyi bir zamanlama ile değerli varlıkları bünyesine kattı. Geçtiğimiz sene \$10,4 milyar serbest nakit akımı üreten Conoco, operasyonel nakit akımının %38'ini (\$2,4 milyar temettü + \$3,6 milyar hisse geri alımları) yatırımcılarına geri döndürdü. 2021 senesi yan tabloda (rakamlar 2021 sonu itibarıyla) görüldüğü gibi 2020'ye göre oldukça güçlü geçerken, 2022 çok daha iyi geçiyor ve son çeyrek bilançosu sonrasında şirket bu sene için sermaye geri döndürme planını \$10 milyara çıkaracağına değindi. 2022 üretim tahmini ise günlük 1,76m ile geçen seneye göre sınırlı bir artışa işaret ediyor.

ConocoPhillips Finansal Performans			
	FY 2021	FY 2020	
<i>Toplam Gelirler</i>	48,3	19,3	150,26%
<i>Net Kar</i>	8,1	-2,7	-
<i>Düz net kar</i>	8	-1	-
<i>Hisse başı temettü</i>	1,95	1,69	15,38%
<i>Operasyonel nakit akımı</i>	17	4,8	254,17%
<i>Geri alınan hisseler</i>	3,6	0,9	300,00%
<i>Ödenen temettü</i>	2,4	1,8	33,33%
<i>Piyasa büyüklüğü</i>	72,1	39,99	80,30%
<i>Toplam Varlıklar</i>	91	63	44,44%
<i>Toplam Borç</i>	20	15	33,33%
<i>Toplam Borç/Özsermaye</i>	31	34	-8,82%
<i>Üretim</i>			
<i>Petrol (MBD)</i>	829	568	45,95%
<i>Doğal gaz sıvıları (MBD)</i>	142	105	35,24%
<i>Bitümen (MBD)</i>	69	55	25,45%
<i>Doğal gaz (MMCFD)</i>	3,162	2,394	32,08%
<i>Toplam Üretim</i>	1567	1127	39,04%

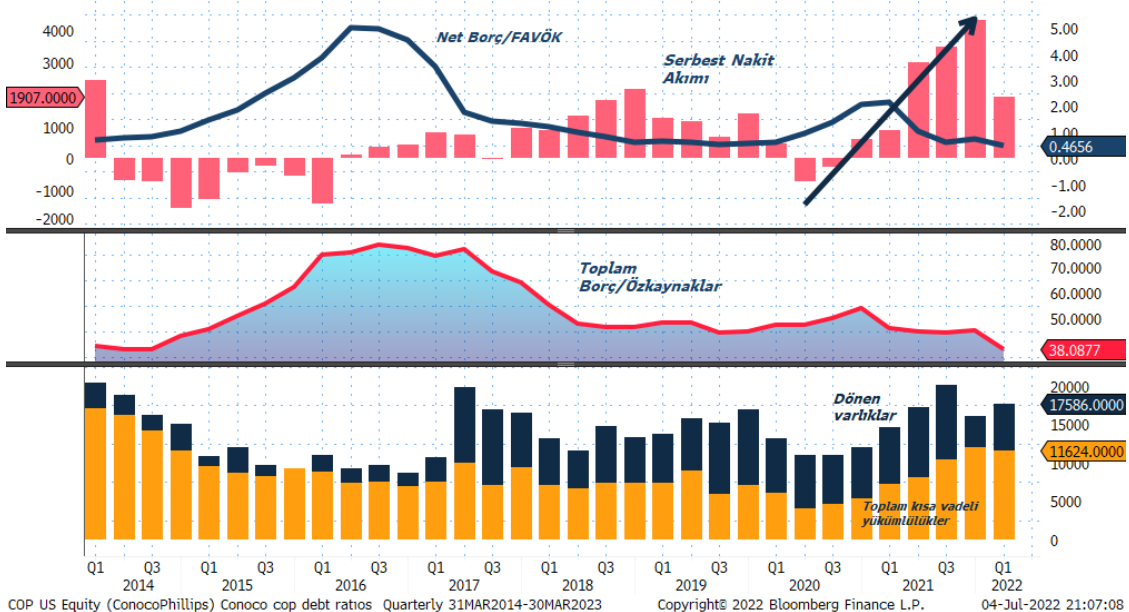
Kaynak: ConocoPhillips

Değerlemelere baktığımızda Conoco'nun da Devon Energy'e yakın seviyelerde 2022 sonu kar beklentilerine göre 6,03 Fiyat/Kazanç çarpanı ve firma değerine göre yaklaşık %10 serbest nakit akımı verimi ile işlem gördüğünü takip ediyoruz. Aslında iki şirketin de güçlü bilançoları, pandemi döneminde cazip değerlemelerle yaptıkları şirket alımları, benzer değerlemelerle işlem görmeleri, petrol/gaz üretim mix'lerinin paralellliği, hissedarlarına nakit geri döndürme odakları göz önüne alındığında benzerlikleri oldukça fazla. Ancak ConocoPhillips daha büyük çaplı ve coğrafi olarak daha çeşitlendirilmiş bölgelerde ayak izine sahip bir bağımsız üretici. Son dönemde Katar NFE LNG projesine %6'lık da olsa ufak bir payla katılan şirket, kısa vadede önemli bir etkisi olmasa da farklı alanlara doğru da kayıyor.

Son çeyrekte sene sonu sermaye harcaması beklentilerini enflasyon etkisi dolayısıyla \$600 milyon arttıran ve \$7,8 milyara çıkartan Conoco'nun son telekonferansında, petrol fiyatlarına hassasiyet konusunda WTI'daki \$10'lık düşüş/artışın nakit akımını \$1,2 milyar etkilediği belirtilirken, nakit akımının %30'unu hissedarlara geri döndürmeyi hedefliyor ve petrol \$90 altına inerse de bu sene \$10 milyar civarında bir nakdi yatırımcılara geri döndürebilecek. Dolayısıyla biz her ne kadar Eylül ayı ve sonrasında petrolde bir gerileme beklesek de, şirketin yarattığı nakit, önümüzdeki dönemde de hisseye destek olmaya devam edecektir.

İleri yönelik beklentilere baktığımız zaman, çok uzağa gitmeden önümüzdeki seneye baktığımızda, analist beklentileri arasında büyük ayrışmalar var. 2023 sonu için gelir beklentisi \$44,7 - \$91,5 milyar arasında değişirken, net kar beklentisi de \$11,5 - \$25,9 milyar gibi geniş bir bantta seyrediyor. Üretim beklentisi ise büyük oranda şirketin verdiği 1,76 MMBOED etrafında. Dolayısıyla burada esas görüş ayrılığı, şirketin gelir ve karını belirleyen petrol ve gaz fiyatlarının nasıl şekilleneceği konusunda. Uzun vadelere gittikçe de bu sapmalar artıyor. Biz bir önceki raporumuzda değindiğimiz gibi yaz aylarında petrol fiyatlarının güçlü performans göstermesini ve 2. ve 3. çeyreklerde petrolün, son çeyrekte ise doğal gazın gelirleri desteklemesini bekliyoruz.

Resesyon ve ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya yönelik belirsizliklerin önümüzdeki aylarda bir miktar daha azalması ve emtia fiyatlarının, dolayısıyla da **petrol/gaz şirketlerinin kar rakamlarının daha tahmin edilebilir hale gelmesi, Conoco gibi çarpanları depresif seviyelere gerileyen şirketlerde normalleşmeye yol açacaktır.** Yukarıda bahsettiğimiz gibi bu ortamda uzun vadeli petrol/gaz tahminlerinin yapmanın güçlüğü dolayısıyla biz öngörebildiğimiz vade içerisinde; FED'in parasal sıkılaştırma yolundaki agresif adımlarının önümüzdeki aylarda daha güvercin bir hale gelmesi, bir resesyon yaşansa da en kötü senaryoların ve çöküş korkularının geride kalması, petrol ve gaz fiyatlarının da sene sonuna kadar ve muhtemel olarak da 2023'ün ilk yarısında bu seviyelerde olmasa da \$80+ gibi yüksek kalmaya devam etmesi varsayımlarıyla hareket edersek, Conoco'nun önümüzdeki dört çeyrekte \$75 milyar gelir, \$22 milyar civarında serbest nakit yaratabileceğini düşünuyoruz. Burada sermaye harcamalarının çeyrek bazında \$2 milyar civarında kalması ve üretimin de şirketin projeksiyonlarına paralel günlük 1,7 MMBOED olarak gerçekleşmesini baz alıyoruz. Böylelikle hissenin 4ç ileri Fiyat/Serbest Nakit Akımı çarpanı 5,3 seviyelerine gelirken, bu rakam S&P500 Enerji endeksinin son iki senelik ortalamasının yaklaşık yarısı, S&P500 endeksi için bu çarpanın son 15 sene ortalaması ise 11,5 seviyelerinde. Biz yukarıda bahsettiğimiz gibi önümüzdeki aylarda öngörülebilirliğin bir miktar daha artması, şirketin projeksiyonlarını gerçekleştirilmesi ve emtia fiyatlarının belli bir banda oturması ile Conoco'nun Fiyat/Serbest Nakit Akımı çarpanının 7 seviyelerine genişleyebileceğini ve hissenin önümüzdeki sene \$125 seviyelerine tırmanabileceğini düşünuyoruz.

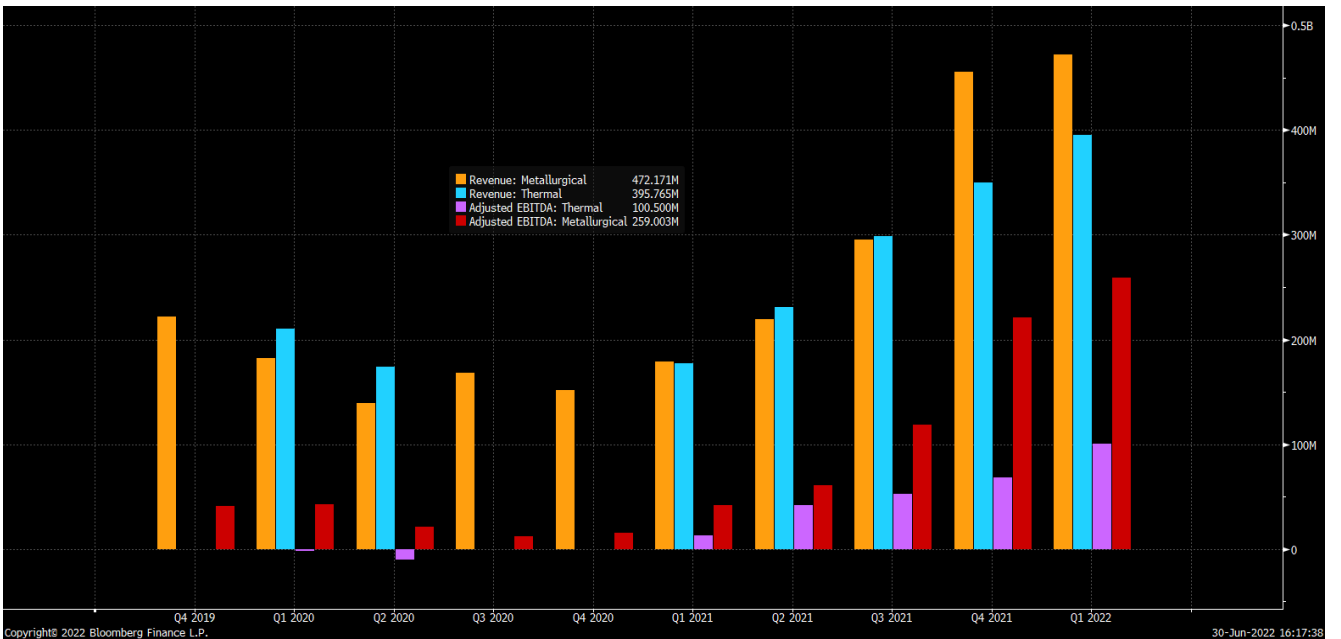


Arch Resources Inc. (ARCH):

Kömür şirketleri, son senelerde ESG temasının ön plana gelmesi ve çevre hassasiyetinin artması ile beraber adeta toksik ve uzak durulması gereken şirketler haline gelmiş ve özellikle elektrik santrallerinde kömürden doğal gaz geçiş trendinin hızlanmasıyla, sektör adeta yavaş bir ölüme terk edilmişti. **Bir çok sanayi şirketi ve enerji santralinin operasyonlarını diğer yakıtlara göre düzenlemesiyle, kömür şirketleri yatırımlarını uzun vadeli fonlayacak kaynakları bulamamış ve yatırım yapmayı bırakarak, hayatta kalma çabasına girmişlerdi.**

- ✓ Ancak Rusya-Ukrayna savaşı ile beraber enerji güvenliğinin ön plana gelmesi ve henüz yenilebilir enerji kaynakları yeterince geliştirilmeden fosil yakıtlara yönelik yatırımların sonlandırılmasının bir hata olduğunun anlaşılması, tekrar fosil yakıtlara ve kömüre olan ilgiyi artırdı.
- ✓ Bu noktada kömür şirketlerinin uzun vadeyi düşünerek halen artan fiyatlara rağmen yatırım yapmak istememeleri, eldeki envanerin sınırlı olması (geçtiğimiz aylarda ABD’de kömür stokları 1970’lerden bu yana en düşük seviyelere gerilemişti) ve doğal gaz fiyatındaki sert yükselişler spot kömür fiyatlarında da yukarı hareketlere yol açıyor.

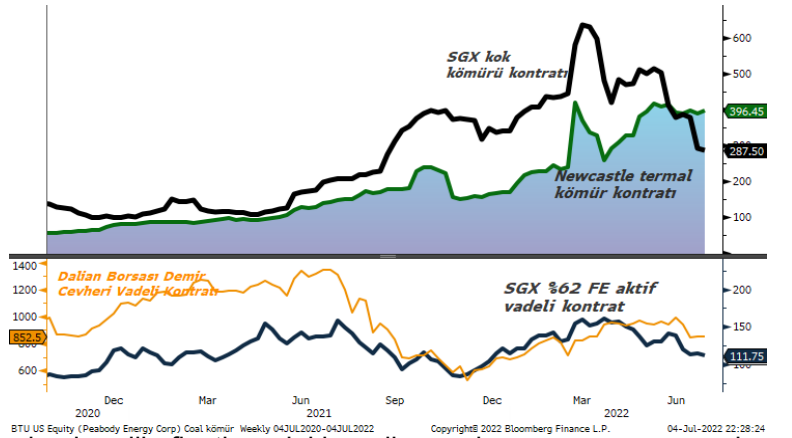
Kömür fiyatlarındaki yükselişten fayda gören ve ABD’de üretim yapan önemli kömür şirketleri arasında yer alan Arch Resources, metalurjik(demir çelik yapımında kullanılan) ve termal kömür(elektrik santrallerinde kullanılan) üretiyor. Şirket **stratejik bir kararla termal kömür üretimini giderek azaltırken, daha pahalı ve katma değerli bir ürün olan metalurjik kömüre ağırlık veriyor.** Aşağıdaki grafik de şirketin çeyrek bazında metalurjik kömür satışlarının nasıl termal kömürün önüne geçtiğini gösteriyor. 2010 senesinde şirketin FAVÖK rakamının %25’i metalurjik kömürden gelirken, bugün bu rakam %80’e çıkmış durumda. Ürün bazında da üretimin yaklaşık %80’i High-Vol A kok kömüründen oluşuyor ve bu kömür cinsinde global bazda %30 Pazar payı var. Coğrafi olarak ise satışlarının %45’i, demir-çelik üretiminde dominant bölge olan Asya’ya gidiyor.



Düşük maliyetli kömür madenlerine sahip olan Arch Resources, kömür fiyatlarındaki sert yükselişten olumlu etkilenirken, 2021 senesinde finansallarda başlayan iyiyeye gidiş bu sene daha da hızlandı ve iki çeyrek arka arkaya rekor kar rakamları açıkladı. 2022 senesi başından bu yana elde ettiği nakit ile borcunun %70'ini ödeyerek bilançosunu rahatlatan ve son olarak da yaklaşık \$125 milyonluk hisseye çevrilebilir bonosunu ödeyen ve hissedarların buradan gelebilecek seyreltme etkisi endişelerini azaltan şirket, **net borcunu sıfır seviyesine doğru yaklaştırdı ve hisse başına \$8,11(\$7,86'ı değişken) temettü açıkladı**. Önümüzdeki dönemde bilançosunda nakit seviyesini \$300 milyonda tutacak şekilde, elde ettiği nakit akımının yarısını temettü olarak ödemeyi planlayan ve bu doğrultuda sabit temettüsünün yanına ek bir değişken temettü de ekleyecek olan Arch'ın, aynı zamanda \$500 milyonluk bir hisse geri alım programı da bulunuyor.

Şirket için son dönemde özellikle operasyonlarını sona erdirmeye başladığı **termal kömür fiyatlarındaki sert yükseliş olumlu bir sürpriz oldu ve bu ürün geçtiğimiz çeyrekte \$321 milyon seviyesine sıçrayan(geçen sene \$31m idi) FAVÖK rakamınının yaklaşık üçte birini oluşturdu**. Termal kömür fiyatları elektrik santrallerinin tekrar kömüre dönerek stoklarını arttırmaları ile şaşırtıcı güçlü bir performans gösterirken, şirket bu alanda 2016 senesinden bu yana \$110 milyon sermaye yatırımına karşılık \$905 milyon FAVÖK elde etti ve görünüme göre termal kömür bu sene ve yakın gelecekte de şirketin karına önemli katkıda bulunacak.

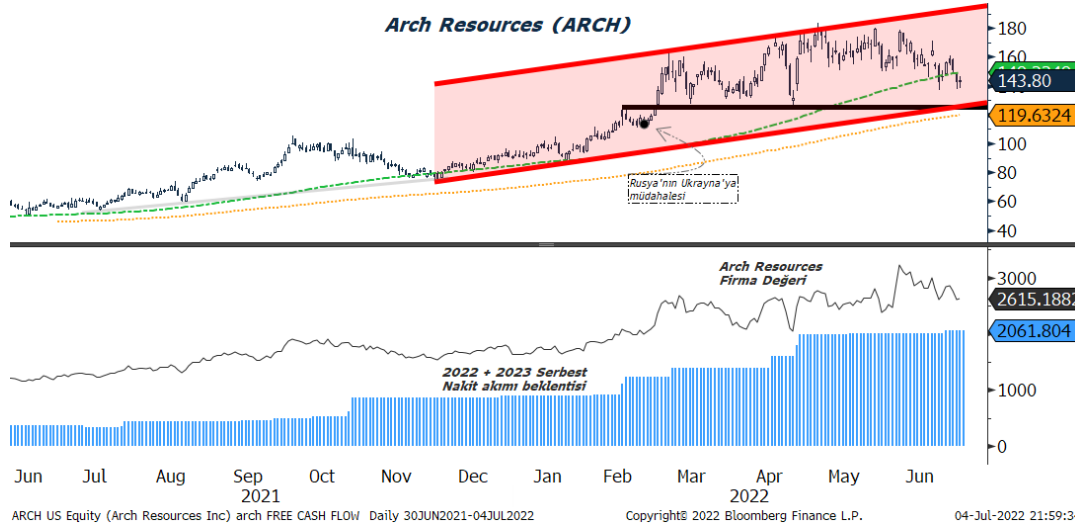
Metalurjik kömür tarafında da 2. çeyrek çok parlaktı. Şirket önceki sene ilk çeyrekte 1,7 milyon ton ürünü ortalama \$83 fiyat ve \$59 maliyetle satarken, bu çeyrekte 1,5 milyon ton ürünü ortalama \$255 fiyat ve \$167,48 maliyetle sattı. Kar marjları adeta kömür fiyatları ile patlayan Arch, oldukça güçlü iki çeyrek geçirmiş durumda. Ancak yandaki grafikte de görüldüğü gibi son dönemde bu tarafta yaşanan düşüşler bir miktar kaygı yaratıyor. Burada resesyon endişeleri ile beraber demir-çelik fiyatlarındaki gerileme, bu ürünün yapımında kullanılan çeşitteki kömür fiyatlarına da yansıyor. Ancak şirket metalurjik kömür piyasasında %15 global payı olan Rusya kaynaklı sıkıntılarının fiyatlara destek olacağını düşünüyor.



Şirketin finansal performansının ana dinamosu olan kömür fiyatlarının önümüzdeki dönemde seyrini tahmin etmek güç olsa da, Rusya-Ukrayna savaşının devam etmesi fiyatlara destek olacaktır. 2022 sonu kar beklentilerine göre 1,95 Fiyat/Kazanç, 1,55 FD/FAVÖK çarpanları ile işlem gören hissenin değerlemeleri oldukça ucuz. **Burada esas cazip nokta ise fiyatların güçlü kalmaya devam etmesi durumunda şirketin 2022 ve 2023 senelerinde şu anki firma değerinin %78'ine (\$2 milyar civarında) yaklaşan miktarda nakit yaratabilme potansiyeli**.

Arch Resources'a yönelik temel risk, her ne kadar kömür piyasasında kısa vadede ciddi bir sıkışıklık ve fiyat artışları yaşansa da, uzun vadede kömürün çevresel faktörler dolayısıyla talebinin zayıflamaya devam etmesi ve

sektörün giderek daralması konusu. Rusya-Ukrayna savaşı sonrasında hükümetlerin tekrar yenilenebilir enerji kaynaklarını geliştirmeye ve fosil yakıtlardan uzaklaşmaya yönelik politikalara ağırlık vermesi, kömür fiyatlarında düşümlere neden olabilir. Kısa vadede metalurjik kömür fiyatlarındaki düşüşün derinleşmesi hisseyi bir miktar aşağıya \$120 seviyelerine doğru çekebilir, ancak böyle bir geri çekilme çok cazip bir alım fırsatı yaratacaktır.



Biz mevcut durumda **şirketin ürettiği nakdi yatırımcılarına döndürme konusundaki isteğini, depresif seviyelerdeki değerlemeleri** ve kömür piyasasının bir süre daha sıkışık kalabileceğini düşünerek, hisseyi cazip bir orta vadeli yatırım olarak düşünüyoruz. Önümüzdeki **iki çeyrekte yatırımcılar hisse başına \$30 civarında bir temettü** alabilirler, bu da hisse fiyatı yatay kalsa dahi sene sonuna kadar %21 civarında bir getiriye işaret ediyor. Ek olarak hisse geri alım programı ile dolaşımdaki hisse sayısının düşürülmesiyle de Arch Resources önümüzdeki dönemde 1x ileri Fiyat/Kazanç çarpanı ile değerlendirilebilir.

Arch Resources Inc. (ARCH US)						
Milyon USD	FY 2019	FY 2020	FY 2021	S12A	FY 2022 Est	FY 2023 Est
12 Aylık	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	03/31/2022	12/31/2022	12/31/2023
Piyasa Değeri (mil. USD)	1.085,57	666,84	1.405,69	2.599,56		
Nakit & Nakit Benzerleri	288,69	284,26	339,66	318,73		
İmtiyazlı Paylar & Diğer	0,00	0,00	0,00	0,00		
Toplam Borç	330,62	526,04	581,01	334,35		
Firma Değeri	1.127,50	908,62	1.647,04	2.615,19		
Gelirler	2.294,35	1.467,59	2.208,04	2.711,94	3.856,83	2.938,67
Büyüme %, YoY	-6,42	-36,03	50,45	142,75	74,67	-23,81
Brut Kar	397,75	67,44	606,46	913,04		
Brut Kar Marjı	17,47	4,72	27,47	33,83		
FAVOK (Düzeltilmiş)	361,27	-21,83	536,88	828,10	1.672,50	1.191,17
FAVÖK(düz.) Marjı	15,75	-1,49	24,31	36,53		
Operasyonel Kar/Zarar	242,87	-330,14	367,13	651,81	1.498,40	724,40
Net Kar/Zarar (Düzeltilmiş)	247,07	-199,96	394,84	662,01	1.649,50	675,50
Hisse Basi Kar/Zarar (Düz.)	14,29	-13,20	22,46	33,82	73,71	35,62
Operasyonel Nakit Akımı	419,71	61,11	238,28	525,54		
Sermaye Harcamaları	-266,36	-285,82	-245,44	-190,97	-145,00	-130,00
Serbest Nakit Akımı	153,36	-224,72	-7,16	334,57	1.446,47	615,34
Fiyat/Satış Çarpanı	0,51	0,45	0,63	0,81	0,67	0,88
FD/FAVOK Oranı	3,12	1,97	3,34	3,34	1,55	2,18
Fiyat/Kazanç Çarpanı	5,02	—	4,07	4,25	1,95	4,04
FD-Serbest nakit akımı verimi	13,94	-24,33	-0,23	12,92		

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 getirisinin 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 tecrübeye 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.