

Araştırma Başlangıcı

Turcas Petrol: Gizli Değer

9 January 2024

Cazip çarpanlar ile enerji ve perakende sektörlerine yatırım: Turcas Petrol'ü Araştırma kapsamına alıyoruz. Turcas, küresel enerji şirketlerinin yerel ortağı olarak iki ortak girişimde %30 hisseye sahiptir: (1) Shell-Turcas, Türkiye'nin 1 numaralı akaryakıt perakendecisidir ve pazar payı %21 üzerindedir (2020'de %18 civarındaydı). Shell'in güçlü marka değeri sayesinde istasyon başına en yüksek satış hacmi ile sektörde liderdir. (2) RWE-Turcas, 2013 yılında 600 milyon Avro yatırımla devreye alınan 800 MW'lık gaz yakıtlı elektrik santraline sahiptir. Turcas'ın portföyünün değerini 628 milyon ABD doları seviyesinde hesaplıyoruz, bu da mevcut piyasa değerinin %71 iskontolu olduğu anlamına geliyor. Hedef değerlememizi %40 oranında holding ve azınlık iskontosunu da içerecek şekilde hisse başına 49,0 TL olarak belirliyor, %130 artış potansiyeli öngörüyoruz. Hisse senedinin getirisinin sadece NAD iskontosundaki iyileşmeden değil, ayrıca (a) Shell-Turcas'taki potansiyel pazar payı kazançları ve kar artışlarından (b) RWE-Turcas'ın KKO/spread'lerindeki iyileşmeden c) bilançosunu önemli ölçüde küçülten Turcas'ın potansiyel yeni yatırımlarından olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Shell-Turcas büyüyen pazarda güçlü konuma sahip: Türkiye'de akaryakıt talebi son 10 yıllık dönemde yıllık ortalama %5,3'lük hacim büyümesi gösterdi. Artan otomobil sahipliği ve şehirleşmenin etkisiyle büyümenin devam eğiliminin devam etmesini bekliyoruz. Shell-Turcas, küresel Shell uzmanlığını Turcas'ın yerel deneyimiyle birleştirerek pazarda güçlü bir konuma sahiptir. Ortak girişim, Turcas'ın akaryakıt işini Shell ile birleştirmeyi kabul etmesinin ardından 2006 yılında kuruldu. Bu işlem sonucu Turcas daha büyük ölçekli ve daha karlı bir şirkette azınlık pay sahibi olurken, Shell ağını genişleterek pazar lideri oldu. Bugün 1170 akaryakıt istasyonundan oluşan bir zincire sahip olan Shell-Turcas, son 5 yılda ortalama 210 milyon USD (tahminimize göre 2023 yılında 275 milyon USD) FAVÖK elde etti. Şirket yıllık 9 milyar USD ciro ile Türkiye'nin en büyük 10 şirketi arasındadır. Ayrıca TOGG'un bir yan kuruluşu olan Trugo ile yapılan anlaşma ile elektrikli şarj hizmetini sunmaya başlayan Shell-Turcas; yakıt dışı perakende alanında büyümeyi stratejik odak noktası yapmıştır.

Shell-Turcas'ta revize ortaklık anlaşması uyarınca Turcas'ın sahip olduğu hisseler Shell tarafından satın alınabilir. 2017 yılında yapılan ortaklık anlaşmasındaki revizyonlara göre, Shell'in dilediği zaman Shell-Turcas'ta Turcas'ın sahip olduğu %30 oranındaki hisselerini satın almak amacıyla Şirketin piyasa değerini hesaplatma hakkı bulunmaktadır. Bu kapsamda Turcas, Shell-Turcas'tan yıllık 8 milyon USD imtiyazlı temettü almaya başlamıştır. Bu yapı, Shell'in opsiyonunu kullanmaya karar vermesi durumunda Turcas'ın hisselerini adil bir fiyatla paraya çevirmesine yardımcı olacaktır.

RWE-Turcas borçsuz bilançosu ile ayrışıyor: Şirket son 6 yılda ortalama %55 KKO ile çalışan, %57 verimlilik oranına sahip bir kombine çevrim doğalgaz santrali işletmektedir. Baz yük enerji üreticilerine yapılan kapasite ödemeleri sayesinde FAVÖK performansı son yıllarda iyileşen RWE-Turcas, 2021-2022 döneminde ortalama 45 milyon ABD doları civarında FAVÖK elde etti. Ayrıca santralin iç tüketimini karşılayacak ve karlılığını artıracak 20 MW'a kadar hibrit güneş enerjisi yatırımı için ön fizibilite çalışmalarına başladığı açıklandı.

Enflasyon muhasebesi iştirak değerlerini daha görünür kılacaktır

Turcas, ortak girişimlerden gelen temettü akışı ve 2021 yılında gerçekleşen varlık satışı sayesinde net borcunu 2020 sonunda 102 milyon avrodan 2023 sonunda 12,3 milyon avroya düşürmeyi başardı ve bu sayede şirket kur riskini ortadan kaldırdı. Diğer yandan, enflasyon muhasebesi uygulanmasıyla iştiraklerin özsermaye değerindeki olası artış nedeniyle Turcas'ın enflasyon muhasebesinden olumlu bir etki görebileceğini tahmin ediyoruz.

Tavsiye

Endeks Üzeri Getiri

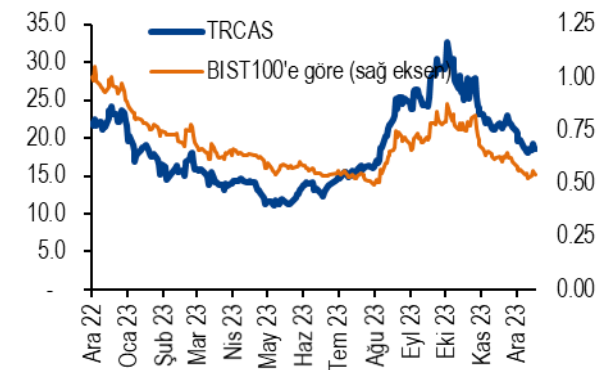
Hedef Fiyat	TL49.0
Hisse Fiyatı (08-01-2024)	TL21.3
Getiri potansiyeli	130%
Bloomberg Hisse Kodu	TRCAS TI
Piyasa Değeri (TLmn)	5,439
Halka Açıklık Oranı	28%
Hisse adedi (mn)	256
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	46

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	8%	-28%	12%
Nominal (USD)	4%	-33%	-30%
BIST100'e göre	9%	-22%	-24%

Tahminler (TLmn)	2023T	2024T	2025T
Net Kar	820	1,378	1,847

Değerleme	2023T	2024T	2025T
F/K	6.6x	3.9x	2.9x
F/DD	2.9x	1.7x	1.1x
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00
Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%

Fiyat Grafiği



TRCAS: Değerleme Özeti

Turcas Özet Değerleme (Milyon USD)	Shell-Turcas	RWE-Turcas
2023-25 Tahmini FAVÖK (yıllık ortalama)	290	29
FAVÖK çarpanı	7.5	7.0
Değerleme	1,895	203
Turcas Sahiplik Oranı	30%	30%
Turcas Paylarının Değeri	568	61

Turcas - parçaların toplamına göre değerlendirme (Milyon USD)

Shell-Turcas	568
RWE-Turcas	61
Ataş (Depolama - %5 sahiplik)	5
Net Diğer Varlıklar	8
(-) Net Borç (3Q'23)	14
Net Aktif Değeri	628
Hedef Net Aktif Değeri (%40 Holding iskontosu sonrasında)	377
Mevcut Piyasa Değeri	182
NAD'ye göre iskonto	-71%
Hedef NAD'ye göre iskonto	-52%
Hedef Hisse Fiyatı (TL/hisse)	49.00
Mevcut Hisse Fiyatı	21.28
Yükseliş Potansiyeli	130%

*2023-2025 tahminleri YF Araştırma tahminleridir

- RWE-Turcas için yaptığımız değerlemenin 1 MW kurulu güç başına 0,3 milyon ABD doları tutarında bir çarpana işaret ettiğini belirtiyoruz. Bizim görüşümüze göre bu, MW başına 1,0 milyon ABD Doları tutarındaki tahmini yenileme maliyetiyle karşılaştırıldığında ihtiyatlı bir rakamdır.
- Ayrıca akaryakıt perakendeciliğinde gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinde oluşan tarihsel değerlendirme katsayılarını kullanarak Shell-Turcas değerlememizi de çapraz kontrol ediyoruz. Geçmiş işlemlere bakıldığında, ortalama %1 Pazar payının el değiştirme fiyatı 89 milyon ABD doları oldu. Bu çarpan üzerinden Shell-Turcas'ın bugünkü değerlemesi 1,88 milyar USD seviyesine işaret ederken, bizim kullandığımız FAVÖK çarpanı odaklı değerlendirme de benzer şekilde 1,9 milyar ABD doları değerlemeye ulaşıyor.

Fuel Retailing M&As in Turkey

Target	Buyer	Seller	Price (USDmn)	Market Share	Deal Year	Market Share Multiplier (USD million for 1% share)
Total	Demirören	Total	365	5.5%	2016	66
Total+Moil	Oyak	Demirören	450	5.1%	2020	88
Aytemiz	Tatneft	Doğan	320	3.4%	2023	93
Full	Doğan		182	1.7%	2012	107
Petrol Ofisi	Vitol	OMV	1450	22.4%	2017	65
Akpet	Lukoil	Akpet	550	4.7%	2008	117

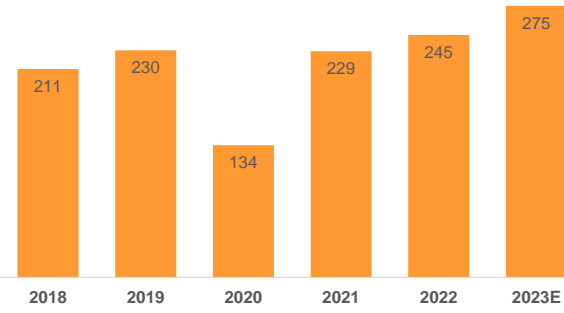
Average (USDmn per 1% market share)	89
Implied Valuation for Shell-Turcas	1878

Turcas Özet Finansal Veriler (Milyon TL)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen İştiraklerden Karlar					
Shell-Turcas	60	232	574	1,350	1,891
RWE-Turcas	114	199	123	178	245
Faaliyet Giderleri	-28	-50	-105	-147	-184
Net Diğer/Finansal Gelir (Giderler)	-188	360	250	150	100
Vergi Öncesi Kar	-42	741	842	1,532	2,052
Net Kar	-80	793	820	1,378	1,847
Toplam Varlıklar	1,564	1,494	2,420	4,199	6,585
Özsermaye	191	1,061	1,881	3,259	5,106
Ortalama Özsermaye Getirisi		126.8%	55.8%	53.6%	44.2%
F/K			6.6	3.9	2.9
PD/DD			2.9	1.7	1.1
FD/FAVÖK (iştiraklerin %30 oranında konsolide olduğu varsayımı ile)			3.9	2.6	2.1

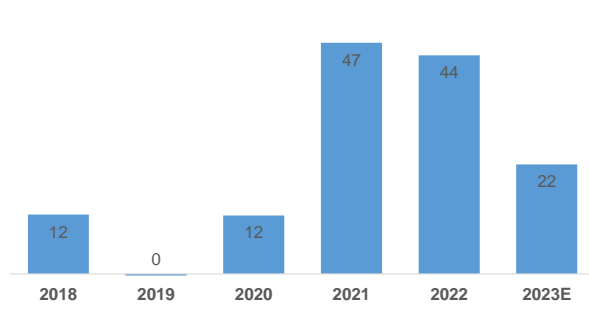
Source: YF Estimates

TRCAS: İştiraklerin temel performans göstergeleri

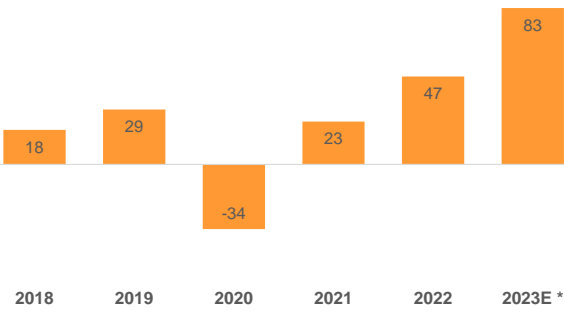
Shell-Turcas EBITDA (USD million)



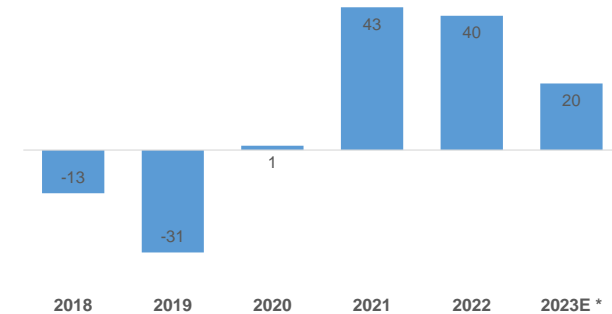
RWE-Turcas EBITDA (USD million)



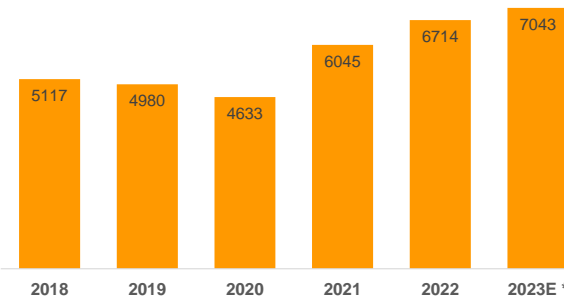
Shell-Turcas Net Profit (USD million)



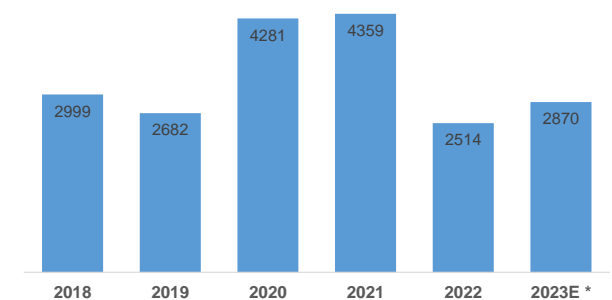
RWE-Turcas Net Profit (USD million)



Shell-Turcas White Products Sales Volume ('000 m3)



RWE-Turcas Electricity Sales Volume (GWh)



Kaynak: Şirket Sunumları, * YF Tahminleri 2023T

Shell-Turcas Hakkında

Shell-Turcas, Türkiye'de 100 yıllık geçmişiyle lider akaryakıt perakende şirketidir. Shell-Turcas, Shell Mobility bölümünün Avrupa bölgesinin bir parçasıdır ve Türkiye, Shell'in bölgedeki en büyük 2 operasyonu arasında yer almaktadır.

Akaryakıt Perakende İş Modeli

Mark-ups: Türkiye akaryakıt piyasasında perakende/distribütör kar marjları aylık olarak EPDK tarafından düzenlenmektedir. Aylık ayarlamalar enflasyona endekslidir ve bu da yakıt perakendecilerinin kazançlarını reel anlamda korumasına yardımcı olur. Toplam kârın minimum %55'i perakendeciye, maksimum %45'i distribütöre gitmektedir.

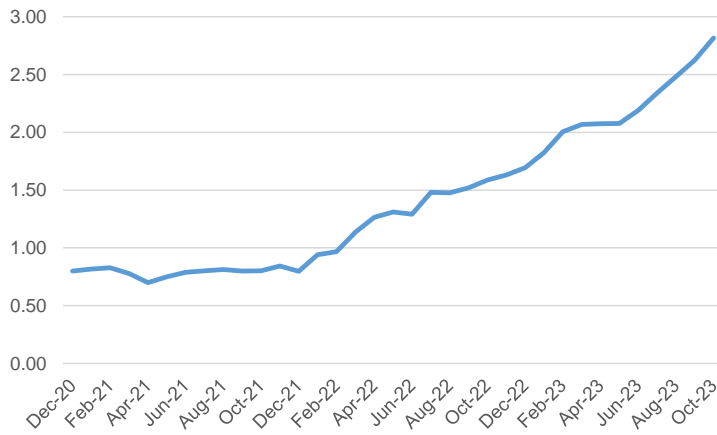
Bayi modeli: Shell Turcas'ın yaklaşık 1.170 istasyondan oluşan bir ağı bulunmaktadır. Bunların 87'si şirket, 1.083'ü ise bayi tarafından işletilmektedir. Shell-Turcas bayiler ile genellikle 5 yıllık anlaşmalar imzalamaktadır. Shell-Turcas, franchise ağını genişletme/koruma konusunda temel rekabet avantajı olarak güçlü marka değerini ve güçlü trafik (istasyon başına en yüksek) performansını kullanmaktadır. Shell-Turcas yönetimi, BP'nin Türkiye'den ayrılmasının ardından önümüzdeki dönemde daha fazla bayi sayısı kazanabileceklerini düşünmektedir.

Non-fuel retailing: Akaryakıt dışı satışlar, akaryakıt perakendecileri için önemli bir büyüme alanı olup, ortalama bir istasyonun toplam gelirinin %15-20'sini oluşturduğunu tahmin ediyoruz. Yakıt marjları regülasyona tabi olduğundan, yakıt dışı perakende satış, işletmenin genel kârlılığını artırmada önemli bir unsurdur. Shell-Turcas, istasyonlarına gelen yoğun trafikten yararlanmak amacıyla perakende stratejisini (genişletilmiş taze yiyecek/içecek teklifleri) başarıyla uygulayarak bu alan büyüme kaydetti.

İşletme Sermayesi: Akaryakıt distribütörlerinin, genellikle 2-3 haftalık satışları karşılamaya yetecek miktarda petrol ürünü envanteri tutmaları gerekir; bu da, ürün fiyatlarındaki değişiklikler nedeniyle stok kazancı/kaybı oluşmasına sebep olur. Shell-Turcas'ın net işletme sermayesi/satış oranı 1Y'23 itibarıyla %3,5 seviyesinde gerçekleşti ancak şirket yönetimi, işletme sermayesi ihtiyacını azaltmak için ihtiyati adımlar attıklarını belirtiyor.

Varlık Tabanı: Shell-Turcas'ın sahip olduğu yaklaşık 20 perakende istasyonunun yanı sıra, şirketin Türkiye'de bir kısmı diğer petrol şirketleri ile ortak olduğu 7 depolama tesisi ve bir madeni yağ üretim tesisi bulunmaktadır.

Aylık akaryakıt dağıtıcı ve bayi marjları (dizel ve benzin ortalama, TL/Litre)



Kaynak: BDDK

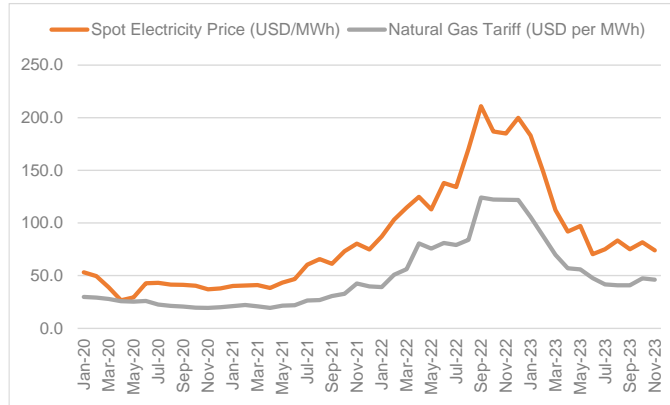
RWE-Turcas Hakkında

RWE-Turcas, Denizli'de bulunan 800 MW kurulu güce sahip bir elektrik üretim şirkettir. Tesis 2013 yılında 600 milyon avruluk yatırımla devreye alındı. RWE-Turcas, diğer enerji şirketlerinin aksine, tüm proje kredilerinin doğrudan ortakları tarafından üstlenilmesi nedeniyle bu yatırımla ilgili mali borç taşımamaktadır. Bu nedenle RWE-Turcas borçsuz bir şirket olarak faaliyet göstermekte ve nakit fazlasının tamamını temettü olarak dağıtmaktadır. RWE-Turcas, 2023 yılında toplam 563 milyon TL (yaklaşık 21 milyon ABD Doları) temettü ödemesi gerçekleştirdi ve bunun %30'u Turcas'a gitti.

Şirket, üretimini gün öncesi piyasada (spot piyasa) satmaktadır ve karlılığı, spot elektrik fiyatı ile BOTAS (kamuya ait gaz şirketi) tarafından belirlenen doğal gaz tarifi arasındaki spread'e bağlıdır. RWE-Turcas yönetimi, esas olarak talep artışı ve baz yük üretim kapasitesi için yeni kapasite ilavesi yapılmaması nedeniyle orta vadede kârlılığın artmasını bekliyor. RWE-Turcas, sisteme baz yük gücü sağlamakta ve baz yük üreticileri için destekleyici unsur olan kapasite mekanizmasının bir parçası olmaya devam etmektedir.

Turcas'ın, RWE-Turcas yatırımına ilişkin (doğrudan Turcas bilançosunda raporlanan) kalan kredi bakiyesini 2017 sonunda 102 milyon Euro'dan Aralık 2023 itibarıyla 12 milyon Euro'ya düşürmeyi başardığını not ediyoruz. Şirket, erken ödeme yaparak kalan borcu 2024'te kapatabilir.

Spot Elektrik Fiyatları ve BOTAS Doğal Gaz tarifi



Kaynak: TEIAS, BOTAS

RWE-Turcas Temel Operasyonel Veriler

Performance KPIs	Gas Consumption	Generation	Capacity Factor**	Tech. Availability	Efficiency***	Running Hours
	(mcm)	(GWh)	(%)	(%)	(%)	h/a
2017	730	3,806	60,1%	85,1%	54,4%	6,953
2018	581	2,994	49,0%	97,5%	53,8%	5,364
2019	519	2,682	46,6%	96,8%	53,9%	4,847
2020	813	4,280	64,4%	97,3%	54,9%	7,120
2021	817	4,360	64,5%	79,3%	55,6%	7,591
2022	478	2,510	35,9%	98,5%	54,7%	5,064
2023-FYI*	545	2,870	41,1%	81,4%	54,9%	4,704

* Realised values as of 30/11/2023 & latest estimations for BoY-23

** Generation / Available Capacity

***Generation / Gas Consumption

Shell-Turcas**Özet Finansal Veriler (Milyon TL)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Satış Geliri	55,569	160,888	202,458	292,400	348,000
% büyüme	61.0%	189.5%	25.8%	44.4%	19.0%
Brüt Kar	3,749	8,047	12,350	17,789	21,926
% marj	6.7%	5.0%	6.1%	6.1%	6.3%
Faaliyet Giderleri	-2,019	-3,785	-6,272	-9,408	-11,760
% satışlara oranı	-3.6%	-2.4%	-3.1%	-3.2%	-3.4%
FAVÖK	2,039	4,072	6,543	9,881	12,166
% marj	3.7%	2.5%	3.2%	3.4%	3.5%
Net Kar	202	772	1,915	4,501	6,304
% marj	0.4%	0.5%	0.9%	1.5%	1.8%
Operasyonel İşletme Sermayesi	1,629	2,354	3,500	5,000	5,500
Stoklar	2,789	5,934	6,000	8,500	10,000
Ticari Alacaklar	4,750	8,450	9,000	12,500	14,500
Ticari Borçlar	5,911	12,030	11,500	16,000	19,000
Net İşletme Sermayesi / Satışlar	2.9%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%
Yatırım Harcaması	271	652	850	1,228	1,461
Yatırım Harcaması / Satışlar	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Net Borç	2,195	2,448	5,636	3,764	2,535
Net Borç - TFRS 16 etkisi dahil	4,185	4,723	8,243	6,798	5,657
Net Borç / FAVÖK	2.1	1.2	1.3	0.7	0.5
Toplam Varlıklar	12,743	22,475	27,833	37,080	42,647
Özsermaye	1,256	1,894	3,409	7,910	14,214
Ortalama Özsermaye Getirisi	18.4%	49.0%	72.2%	79.5%	57.0%

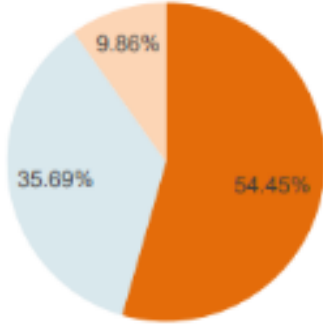
RWE-Turcas**Özet Finansal Veriler (Milyon TL)**

	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satış Geliri	2,715	8,480	7,923	9,953	12,220
% büyüme	75.4%	212.3%	-6.6%	25.6%	22.8%
Brüt Kar	464	835	651	868	1,188
% marj	17.1%	9.8%	8.2%	8.7%	9.7%
FAVÖK	417	733	526	723	1,038
% marj	15.4%	8.6%	6.6%	7.3%	8.5%
Net Kar	379	664	420	595	816
% marj	14.0%	7.8%	5.3%	6.0%	6.7%
Toplam Varlıklar	2,101	3,716	3,005	3,400	3,800
Özsermaye	1,593	1,881	1,738	2,333	3,149
Ortalama Özsermaye Getirisi	29.2%	38.2%	23.2%	29.2%	29.8%

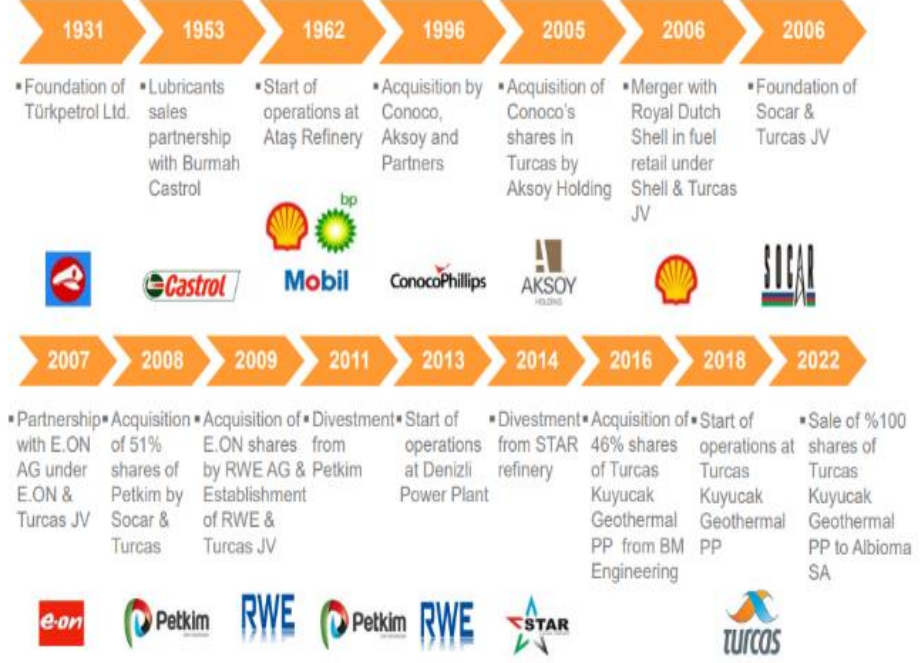
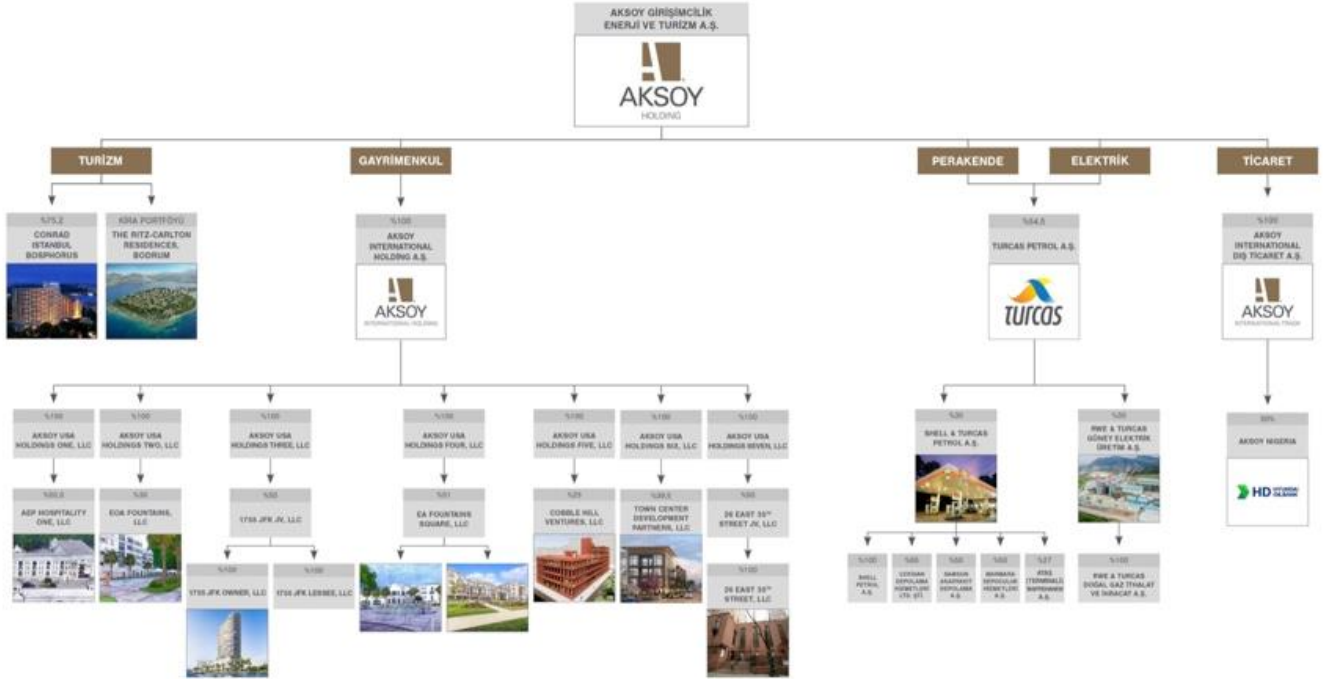
Kaynak: YF Tahminleri

Turcas & Aksoy Ailesi Hakkında

Aksoy ailesi Turcas'ın nihai kontrolüne sahip olup, Aksoy Girişimcilik %54.45 pay ile Turcas'ın en büyük hissedarıdır. Turcas dışında, Aksoy Grubu ayrıca turizm ve gayrimenkul alanlarında faaliyet göstermektedir.

Turcas Ortaklık Yapısı

- Aksoy Girişimcilik Enerji ve Turizm A.Ş.
- Free Float
- Individual & Corporate Local Investors

Turcas Kilometre Taşları**Aksoy Girişimcilik Grup Yapısı**

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yardımcısı	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
----------------	------------------------	--------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü

Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
-------------	------------------	-----------------------	---------------------

Erol Gürçan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37
-------------	--------------	-----------------------	---------------------

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Ulus	+90 (212) 263 00 24
Bursa	+90 (224) 224 47 47	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75		