

AYGAZ

Endeks Üzeri Getiri

Beklentilerden iyi sonuçlar...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Aygaz'ın 2Ç25 net karı 963 milyon TL (+ %178 y/y) olurken piyasa beklentisi (609 milyon TL) ve bizim tahminimizin (776 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 610 milyon TL (+%949 y/y) ile piyasa beklentisi (553 milyon TL) ve bizim beklentimizin (548 milyon TL) üzerinde geldi. Beklentimizden yüksek satış gelirleri ve dağıtıcı marjlarıyla beraber diğer faaliyetlerden elde edilen gelirlerin de beklentimizi aşması sebebiyle net karda olumlu yönde sapma gerçekleşti.

Satış hacmi 2Ç25'te %1,5 daralarak 598bin ton seviyesine geriledi. Hem otogaz hem tüplü gaz tarafı bu dönemde yaklaşık %3 daraldı. Bu arada şirket yönetimi 2025 otogaz pazar payı beklentisini %21,5-22 bandından %22-23 bandına çekerken pazar büyüklüğü ile ilgili beklentisini korudu. Tedarik maliyetlerindeki düşüş sebebiyle dağıtıcı marjlarında iyileşme ve negatif FAVÖK kaydeden paket dağıtım işinin tam konsolidasyondan çıkıp öz kaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmeye başlanması 2Ç25'te **FAVÖK'teki** güçlü büyümeyi destekleyen unsurlardı. Paket dağıtım işinden 2Ç24'te 320 milyon TL negatif FAVÖK kaydedilmişti. Faaliyet karında iyileşme, daha düşük efektif vergi oranı ve iştiraklerden gelen katkının artmasıyla Aygaz'ın 2Ç25 net karında %178'lik bir reel artış gerçekleşti.

Tüpraş operasyonları: Tüpraş'ın 2Ç25 net karı 8,9 milyar TL olurken (+%31 y/y), piyasa beklentisi (6,7 milyar TL) ve AK Yatırım tahmininin (8,1 milyar TL) üzerinde gerçekleşti. Tüpraş, ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma, enerji maliyetlerindeki artış ve ürün marjlarındaki gerilemeden dolayı FAVÖK'te geçen seneye göre %20 düşüş kaydetti. Öte yandan, 3Ç25'te şu ana kadar ürün marjlarındaki iyileşme, mevsimsellikte beraber yüksek kapasite kullanım oranı Tüpraş için daha güçlü sonuçlara işaret etmekte.

Aygaz'ın net nakit pozisyonu, temettü ödemeleri sebebiyle 1Ç25 sonundaki 3,8 milyar TL'den 2Ç25 sonunda 2,3 milyar TL'ye geriledi.

Yorum ve Tavsiye: 2Ç25 sonuçlarının hisse performansına etkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Aygaz için tahminlerimizi 2Ç25 sonuçları ve Tüpraş değerlemesindeki revizyon nedeniyle güncelleyerek hedef fiyatımızı %9 yukarı çektik. Aygaz, Tüpraş'ın dolaylı olarak %9,3'üne sahip olmasına rağmen son dönemde Tüpraş'taki güçlü hisse performansının gerisinde kaldı. Mevcut durumda, Aygaz'ın piyasa değeri, Tüpraş'taki paylarının piyasa değeri ve elindeki nakdin toplamının sadece %7 üzerinde bulunuyor.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Beklentilerle Karşılaştırma			
	2Ç25	2Ç24	y/y	1Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	19,967	23,829	-16%	20,529	-3%	19,579	19,185	2%
FAVÖK	610	58	949%	578	5%	548	553	11%
FAVÖK Marjı	3.1%	0.2%	281 bps	2.8%	24 bps	2.8%	2.9%	25 bps
Net Kar	963	347	178%	13	7565%	609	776	58%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	AYGAZ TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	241.00
Güncel Fiyat, TL	153.00
Getiri Potansiyeli	58%
Halka Açıklık Oranı	24%
Piyasa Değeri, mn TL	33,630

Finansal Veriler

Özet UFRS Finansallar

	2024	2025T	2026T	2027T
Ciro, mn TL	81,773	95,561	121,676	138,220
FAVÖK, mn TL	1,753	2,348	2,923	3,732
Net Kâr, mn TL	2,123	3,817	3,684	5,004

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-2,433	-3,630	-5,769	-9,110
Net Borç/FAVÖK	-1.4	-1.5	-2.0	-2.4

Kârlılık

FAVÖK Marjı	2.1%	2.5%	2.4%	2.7%
Net Marj	2.6%	4.0%	3.0%	3.6%
Temettü Verimi	4.2%	8.2%	7.1%	6.4%

Büyüme

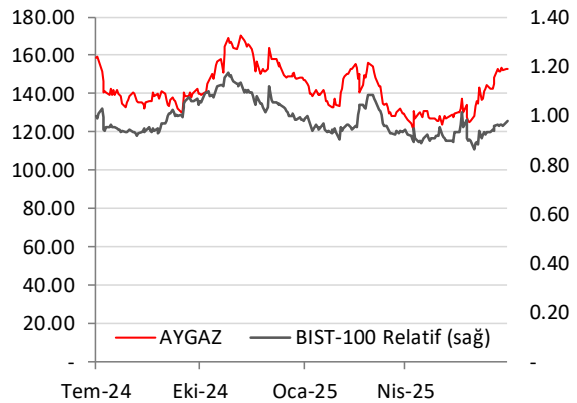
Ciro, y/y	26.1%	16.9%	27.3%	13.6%
FAVÖK, y/y	50.4%	34.0%	24.5%	27.7%
Net Kâr, y/y	-64.3%	79.8%	-3.5%	35.8%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	16.9	8.8	9.1	6.7
FD/FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
FD/Ciro	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	21.8%	18.3%	-7.1%	-6.6%
BİST-100 Relatif	9.2%	4.1%	-5.0%	-12.4%
AOİH, mn TL	115	104	71	82



Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Satış Gelirleri	23,118	23,829	24,950	23,511	20,529	19,967
Satışların Maliyeti	21,172	22,188	22,435	21,593	18,593	17,946
Brüt Kar	1,946	1,641	2,515	1,918	1,937	2,020
Operasyonel Giderler	1,991	1,938	1,772	1,593	1,680	1,727
Faaliyet Karı	-45	-297	743	326	257	293
Amortisman ve İtfa Payları	374	355	286	303	322	317
FAVÖK	329	58	1,029	629	578	610
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	127	716	865	651	-160	790
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-58	253	-47	146	39	137
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	50	667	798	427	-85	644
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	152	-137	89	22	4	5
Finansal Gelir / (Gider)	66	-3	173	257	82	88
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-83	-65	-147	-202	-201	-84
Vergi Öncesi Kar	82	419	1,608	976	96	1,082
Vergi Geliri / (Gideri)	-278	-433	-311	-138	-84	-119
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-186	152	-292	34	-143	-155
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-91	-585	-19	-172	59	35
Vergi Sonrası Net Kar	-196	-14	1,297	838	13	963
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	-190	-361	0	0	0	0
Net Kar	-6	347	1,297	838	13	963
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Satış Gelirleri	-26.5%	3.3%	-10.7%	-12.2%	-11.2%	-16.2%
Operasyonel Giderler	6.6%	11.2%	-9.9%	-27.4%	-15.6%	-10.9%
Faaliyet Karı	-83.8%	-173.0%	-17.1%	-175.2%	-665.6%	-198.8%
FAVÖK	325.8%	-92.0%	-16.8%	-900.8%	75.8%	948.8%
Net Kar	-100.9%	-69.2%	-14.6%	-87.6%	-314.9%	177.7%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Brüt Kar Marjı	8.4%	6.9%	10.1%	8.2%	9.4%	10.1%
Operasyonel Gider Marjı	8.6%	8.1%	7.1%	6.8%	8.2%	8.7%
Faaliyet Kar Marjı	-0.2%	-1.2%	3.0%	1.4%	1.2%	1.5%
FAVÖK Marjı	1.4%	0.2%	4.1%	2.7%	2.8%	3.1%
Efektif Vergi Oranı	338.3%	103.3%	19.3%	14.1%	86.9%	11.0%
Net Kar Marjı	0.0%	1.5%	5.2%	3.6%	0.1%	4.8%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-0.4%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-2.9%	3.9%	-1.4%	2.4%	1.1%	5.7%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-3.3%	10.1%	2.6%	-1.4%	9.3%	6.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-204%	1590%	-34%	91%	39%	187%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.3%	1.1%	0.7%	11.7%	1.0%	2.7%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-3.6%	1.7%	-5.8%	4.8%	-1.9%	2.0%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-672	924	-348	570	226	1,141
Düzeltilme Öncesi Kar	-196	-14	1,297	838	13	963
Amortisman ve İtfa Payları	374	355	286	303	322	317
İşletme Sermayesindeki Değişim	-826	412	-1,458	1,128	-391	404
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-24	171	-473	-1,699	282	-542
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-101	1,477	994	-910	1,688	56
Sabit Sermaye Yatırımları	-308	-258	-176	-2,748	-212	-534
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	207	1,735	1,169	1,838	1,900	591
Serbest Nakit Akımı	-772	2,401	646	-340	1,914	1,198
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-694	-1,984	31	891	169	-2,698
Finansal Borçlardaki Değişim	-694	63	-205	535	-6	6
Temettü	0	-2,136	0	0	0	-2,923
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	89	236	356	176	219
Çevrim Farkları	155	-43	52	50	83	59
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,311	375	729	600	2,167	-1,441

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Dönen Varlıklar	14,824	13,152	13,111	12,609	15,227	12,534
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,938	3,733	4,137	4,485	6,239	4,637
Finansal Yatırımlar	238	241	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	5,236	5,250	4,477	4,781	4,859	4,209
Stoklar	4,315	3,223	3,911	2,891	3,372	3,219
Diğer Dönen Varlıklar	1,335	946	586	453	757	469
Duran Varlıklar	61,276	60,254	59,310	59,554	56,033	57,064
Finansal Yatırımlar	5,459	6,225	5,231	4,877	3,483	4,330
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	46,747	46,251	46,423	44,549	42,525	42,405
Maddi Duran Varlıklar	7,428	7,146	7,084	9,648	9,580	9,836
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	379	147	133	301	281	263
Diğer Duran Varlıklar	1,263	485	439	179	165	229
Toplam Varlıklar	76,101	73,405	72,421	72,163	71,260	69,598
Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,949	11,866	10,391	9,249	12,839	9,563
Finansal Borçlar	2,399	2,269	2,165	1,561	1,509	1,529
Ticari Borçlar	7,682	6,620	5,353	5,299	6,365	5,511
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,868	2,977	2,873	2,389	4,966	2,523
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,057	1,012	925	1,925	1,602	1,651
Finansal Borçlar	114	23	12	773	752	768
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	943	989	913	1,152	850	884
Özkaynaklar	62,095	60,528	61,105	60,989	56,818	58,384
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	61,491	60,528	61,105	60,989	56,818	58,384
Azınlık Payları	604	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	76,101	73,405	72,421	72,163	71,260	69,598
Yatırım Sermayesi (IC)	61,613	60,075	60,058	59,990	53,691	56,927
İşletme Sermayesi	1,869	1,852	3,036	2,372	1,866	1,918
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	2%	3%	2%	2%	2%
Toplam Borç	2,513	2,292	2,177	2,334	2,261	2,296
Net Borç / (Nakit)	-1,663	-1,683	-1,960	-2,151	-3,978	-2,341
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.8	-1.1	-1.5	-1.1	-1.7	-0.8
Net Borç / Özkaynaklar	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-3,916	-3,034	-490	-2,402	-3,796	-3,547

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.