

AYGAZ

Nötr (Önceki EÜG.)

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Net kar beklentileri aşarken operasyonel olarak uyumlu...

Aygaz'ın 3Ç25 net karı 1.700 milyon TL (+ %22 y/y) olurken piyasa beklentisi (1.432 milyon TL) ve bizim tahminimizin (1.506 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. FAVÖK 1.002 milyon TL (-%9 y/y) ile piyasa beklentisi (974 milyon TL) ve bizim beklentimize (1.060 milyon TL) paralel geldi. Net kârın tahminlerimizden sapsması, diğer faaliyetlerden elde edilen gelirin ve net finansal gelirin daha yüksek olmasından kaynaklanıyor.

Satış hacmi 3Ç25'te %3,2 daralarak 609bin ton seviyesine geriledi. Otogaz satışları %1,4 artarken tüplü gaz tarafı %4,5 daraldı. Aygaz'ın FAVÖK'ü, 3Ç25'te stok karlarındaki farklara paralel olarak yıllık %9 azaldı. Nitekim, 3Ç24'teki 293 milyon TL'lik stok karı düzeltildiğinde, konsolide FAVÖK, 3Ç25'te %23 artış gösterdi. Stok karı hariç FAVÖK'teki toparlanma, dağıtım marjlarındaki iyileşme ve uygun tedarik maliyetleri sayesinde gerçekleşti. Tüpraş'ın daha yüksek katkısı, diğer gelir kalemleri altındaki daha düşük kur farkı giderleri ve daha düşük efektif vergi oranı sayesinde, konsolide net kâr 3Ç25'te yıllık %22 arttı.

Tüpraş operasyonları: Tüpraş, 3Ç25'te 12,2 milyar TL (+%18 yıllık) net kâr bildirdi (piyasa beklentisi: 10,9 milyar TL, beklentimiz: 12,8 milyar TL). Tüpraş'ın FAVÖK'ü (19,8 milyar TL) reel olarak yıllık bazda sabit kalırken, 3Ç25'te dolar cinsinden %8 artarak 477 milyon dolara ulaştı. Güçlü ürün marjları FAVÖK'ü destekledi, ancak daralan ağır-hafif ham petrol makası ve 3Ç24'teki 60 milyon dolar tutarındaki stok karı, yıllık FAVÖK büyümesini sınırladı. Devam eden yüksek ürün marjları ve normal bir 4.çeyreğe göre daha düşük bir bakım onarım faaliyeti göz önüne alındığında 4Ç25 karlılığının olumlu olmasını bekliyoruz.

Aygaz'ın net nakit pozisyonu, 2Ç25 sonundaki 2,3 milyar TL'den (59 milyon dolar) iyileşerek, 3Ç25 sonu itibarıyla 3,0 milyar TL (73 milyon dolar) oldu. Aygaz, 2025'te EYAŞ'tan toplam 3,5 milyar TL temettü alırken, son kısım (1,0 milyar TL) Ekim'de alındı. Ayrıca, Ekim 2025'te merkez ofis binasının satışı sayesinde 1,25 milyar TL nakit elde etti. Buna göre, mevcut net nakit pozisyonunun 5,3 milyar TL'ye yakın olduğunu tahmin ediyoruz. Aygaz'ın elde ettiği gelirin bir kısmını (60 milyon dolar) 2025 veya 2026'da tanker alımı için kullanması muhtemel. Ancak görüşümüze göre, 2025 net kârından daha yüksek bir temettü ödeme oranı da söz konusu olabilir.

Yorum ve Tavsiye: Son finansal veriler ve Tüpraş'taki revizyona dayanarak, hedef fiyatımızı %4 artırarak 250 TL'ye yükselttik. Nispeten sınırlı yükseliş potansiyeline paralel olarak tavsiyemizi Nötr'e düşürüyoruz.

Bloomberg Kodu	AYGAZ TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	250.00
Güncel Fiyat, TL	197.50
Getiri Potansiyeli	27%
Halka Açıklık Oranı	24%
Piyasa Değeri, mn TL	43,411
Firma Değeri, mn TL	-13,186

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	81,773	92,758	117,535	136,433
FAVÖK, mn TL	1,753	3,014	3,180	4,188
Net Kâr, mn TL	2,123	4,891	4,229	4,741

Borçluluk

Net Borç, mn TL	-2,433	-6,421	-4,156	-5,981
Net Borç/FAVÖK	-1.4	-2.1	-1.3	-1.4

Kârlılık

FAVÖK Marjı	2.1%	3.2%	2.7%	3.1%
Net Marj	2.6%	5.3%	3.6%	3.5%
Temettü Verimi	4.2%	6.4%	10.5%	5.9%

Büyüme

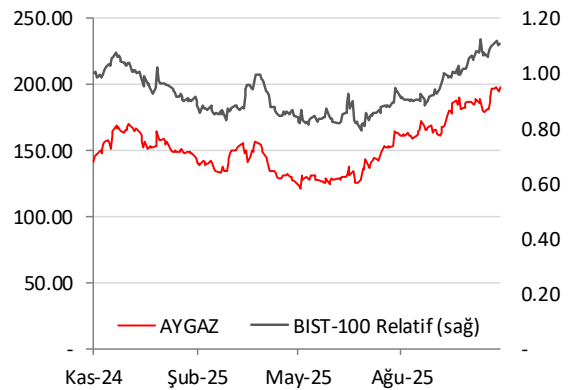
Ciro, y/y	26.1%	13.4%	26.7%	16.1%
FAVÖK, y/y	50.4%	72.0%	5.5%	31.7%
Net Kâr, y/y	-64.3%	130.4%	-13.5%	12.1%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	16.9	8.9	10.3	9.2
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	8.3%	20.9%	41.4%	20.6%
BİST-100 Relatif	8.7%	18.4%	14.2%	8.1%
AOİH, mn TL	104	97	83	89



Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	21,234	26,823	-21%	21,465	-1%	21,102	20,868	1%
FAVÖK	1,002	1,106	-9%	655	53%	974	1,060	3%
FAVÖK Marjı	4.7%	4.1%	60 bps	3.1%	167 bps	4.6%	5.1%	11 bps
Net Kar	1,700	1,394	22%	1,035	64%	1,432	1,506	19%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Satış Gelirleri	24,852	25,617	26,823	25,275	22,070	21,465	21,234	77,292	64,768
Satışların Maliyeti	22,761	23,853	24,119	23,213	19,988	19,293	18,703	70,733	57,984
Brüt Kar	2,092	1,764	2,704	2,062	2,082	2,172	2,530	6,560	6,784
Operasyonel Giderler	2,140	2,083	1,905	1,712	1,806	1,857	1,866	6,129	5,529
Faaliyet Karı	-49	-319	799	350	276	315	664	431	1,255
Amortisman ve İtfa Payları	402	381	307	326	346	341	338	1,091	1,024
FAVÖK	354	62	1,106	676	622	655	1,002	1,522	2,279
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	137	770	930	700	-173	849	1,218	1,836	1,894
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-63	272	-51	157	42	147	101	159	290
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	54	718	858	459	-91	692	1,056	1,629	1,657
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	164	-147	95	24	4	6	4	112	14
Finansal Gelir / (Gider)	71	-3	185	276	88	94	201	253	383
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-89	-70	-158	-217	-216	-90	-144	-317	-450
Vergi Öncesi Kar	88	451	1,728	1,050	103	1,164	1,882	2,267	3,149
Vergi Geliri / (Gideri)	-299	-466	-334	-148	-90	-128	-182	-1,098	-400
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-200	163	-314	36	-154	-166	-217	-351	-537
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-98	-629	-20	-185	64	38	35	-747	137
Vergi Sonrası Net Kar	-210	-15	1,394	901	14	1,035	1,700	1,169	2,749
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	-204	-388	0	0	0	0	0	-592	0
Net Kar	-6	373	1,394	901	14	1,035	1,700	1,761	2,749
Büyüme (Yıllık)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Satış Gelirleri	-26.5%	3.3%	-10.7%	-12.2%	-11.2%	-16.2%	-20.8%	-12.8%	-16.2%
Operasyonel Giderler	6.6%	11.2%	-9.9%	-27.4%	-15.6%	-10.9%	-2.0%	2.2%	-9.8%
Faaliyet Karı	-83.8%	-173.0%	-17.1%	-175.2%	-665.6%	-198.8%	-16.8%	-60.8%	191.1%
FAVÖK	325.8%	-92.0%	-16.8%	-900.8%	75.8%	948.8%	-9.4%	-30.6%	49.7%
Net Kar	-100.9%	-69.2%	-14.6%	-87.6%	-314.8%	177.7%	21.9%	-50.3%	56.1%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
Brüt Kar Marjı	8.4%	6.9%	10.1%	8.2%	9.4%	10.1%	11.9%	8.5%	10.5%
Operasyonel Gider Marjı	8.6%	8.1%	7.1%	6.8%	8.2%	8.7%	8.8%	7.9%	8.5%
Faaliyet Kar Marjı	-0.2%	-1.2%	3.0%	1.4%	1.2%	1.5%	3.1%	0.6%	1.9%
FAVÖK Marjı	1.4%	0.2%	4.1%	2.7%	2.8%	3.1%	4.7%	1.97%	3.52%
Efektif Vergi Oranı	338.3%	103.3%	19.3%	14.1%	86.9%	11.0%	9.7%	48.4%	12.7%
Net Kar Marjı	0.0%	1.5%	5.2%	3.6%	0.1%	4.8%	8.0%	2.3%	4.2%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-0.4%	-0.7%	-0.4%	-0.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-2.9%	3.9%	-1.4%	2.4%	1.1%	5.7%	2.4%	-0.1%	3.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-3.3%	10.1%	2.6%	-1.4%	9.3%	6.0%	1.5%	3.2%	5.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-204%	1590%	-34%	91%	39%	187%	51%	-7%	87%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.3%	1.1%	0.7%	11.7%	1.0%	2.7%	0.9%	1.0%	1.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-3.6%	1.7%	-5.8%	4.8%	-1.9%	2.0%	-1.8%	-2.6%	-0.6%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-722	994	-374	613	243	1,227	510	-102	1,980
Düzeltilme Öncesi Kar	-210	-15	1,394	901	14	1,035	1,700	1,169	2,749
Amortisman ve İtfâ Payları	402	381	307	326	346	341	338	1,091	1,024
İşletme Sermayesindeki Değişim	-888	443	-1,567	1,213	-420	434	-387	-2,012	-373
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-26	184	-509	-1,827	303	-583	-1,140	-351	-1,420
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-108	1,588	1,068	-978	1,815	61	-200	2,548	1,676
Sabit Sermaye Yatırımları	-331	-277	-189	-2,954	-227	-574	-200	-797	-1,002
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	223	1,865	1,257	1,976	2,043	635	0	3,345	2,678
Serbest Nakit Akımı	-830	2,581	695	-366	2,058	1,288	310	2,446	3,655
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-746	-2,132	33	958	182	-2,900	901	-2,846	-1,817
Finansal Borçlardaki Değişim	-746	68	-220	576	-7	6	616	-899	616
Temettü	0	-2,296	0	0	0	-3,142	0	-2,296	-3,143
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	95	253	382	189	236	285	348	710
Çevrim Farkları	167	-46	56	53	89	63	59	177	211
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,410	403	783	646	2,329	-1,549	1,270	-224	2,049
Bilanço (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25		
Dönen Varlıklar	15,937	14,139	14,095	13,556	16,369	13,475	14,225		
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,233	4,013	4,447	4,822	6,707	4,985	5,998		
Ticari Alacaklar	5,629	5,644	4,813	5,139	5,224	4,525	4,553		
Stoklar	4,639	3,464	4,205	3,108	3,625	3,461	2,970		
Diğer Dönen Varlıklar	1,436	1,017	630	487	814	504	703		
Duran Varlıklar	65,875	64,775	63,761	64,023	60,238	61,346	62,272		
Finansal Yatırımlar	5,869	6,692	5,623	5,243	3,744	4,655	4,636		
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	50,255	49,722	49,907	47,892	45,716	45,588	46,691		
Maddi Duran Varlıklar	7,985	7,682	7,616	10,372	10,299	10,574	10,456		
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	407	159	143	324	302	283	263		
Diğer Duran Varlıklar	1,358	521	472	192	177	246	227		
Toplam Varlıklar	81,812	78,914	77,855	77,578	76,607	74,821	76,497		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,921	12,756	11,170	9,943	13,803	10,280	10,356		
Finansal Borçlar	2,579	2,439	2,327	1,678	1,622	1,643	2,193		
Ticari Borçlar	8,258	7,117	5,754	5,697	6,842	5,924	5,581		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,084	3,200	3,089	2,568	5,338	2,713	2,582		
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,136	1,088	995	2,070	1,722	1,775	1,645		
Finansal Borçlar	123	25	13	831	808	825	794		
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,013	1,063	982	1,239	914	950	851		
Özkaynaklar	66,755	65,070	65,690	65,566	61,082	62,765	64,497		
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	66,106	65,070	65,690	65,566	61,082	62,765	64,497		
Azınlık Payları	649	0	0	0	0	0	0		
Toplam Kaynaklar	81,812	78,914	77,855	77,578	76,607	74,821	76,497		
Yatırım Sermayesi (İC)	66,237	64,584	64,565	64,492	57,720	61,199	62,336		
İşletme Sermayesi	2,010	1,991	3,263	2,550	2,006	2,062	1,943		
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%		
Toplam Borç	2,702	2,464	2,340	2,509	2,430	2,469	2,987		
Net Borç / (Nakit)	-1,788	-1,809	-2,107	-2,312	-4,276	-2,517	-3,011		
Net Borç / G12A FAVÖK	-0.8	-1.1	-1.5	-1.1	-1.7	-0.8	-1.0		
Net Borç / Özkaynaklar	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0		
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-4,210	-3,262	-527	-2,582	-4,081	-3,813	-1,868		

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.