

AYGAZ

Nötr

Net kar beklentileri aşarken FAVÖK beklentilerin altında...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Aygaz'ın 4Ç25 net karı 2,1 milyar TL (+%126 y/y) olurken piyasa beklentisi ve bizim tahminimiz olan 1,8 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşti. FAVÖK ise 783 milyon TL (+%11 y/y) ile piyasa beklentisi (889 milyon TL) ve bizim beklentimizin (994 milyon TL) altında kaldı. Net kârın tahminlerimizden sapması daha düşük efektif vergi oranı, daha yüksek yatırım geliri ve kargo dağıtım operasyonlarında zarar beklentimize karşın başa baş gelen sonuçlardan kaynaklanmaktadır. Konsolide net kar, arazi satışından elde edilen 1 milyar TL'lik tek seferlik gelir, faaliyet kar büyümesi ve Tüpraş'tan gelen daha yüksek katkı sayesinde 4Ç25'te yıllık bazda %126 arttı.

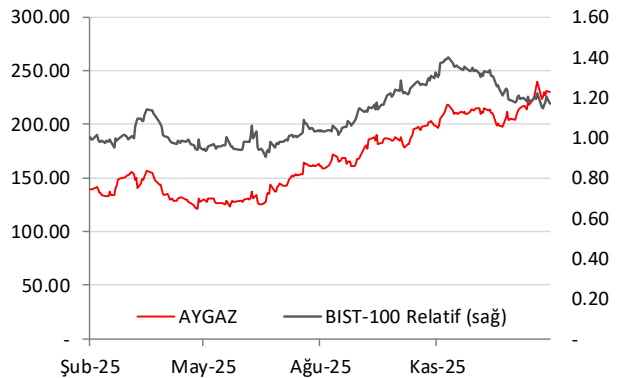
Satış hacmi, 4Ç25'te yıllık bazda %2,1 artışla 619 bin ton olarak gerçekleşti; bu artışta oto gaz satışlarında %6,1 ve ihracat ve uluslararası satışlarda %5'lik büyüme etkili oldu. Öte yandan, tüp gaz ve dökme gaz satışları sırasıyla %3,5 ve %9 oranında düşüş gösterdi. Yönetim, 2026 yılında oto gaz satışlarının 750-790 bin aralığında (2025: 767 bin) ve tüp gaz satışlarının 200-220 bin aralığında (2025: 226 bin) olmasını bekliyor. FAVÖK, 4Ç25'te yıllık bazda %11 artışla 783 milyon TL olarak gerçekleşti; bu artışta dağıtım marjlarındaki toparlanma ve stok kar farkları etkili oldu. Aygaz, 4Ç24'te 64 milyon TL'lik (enflasyon muhasebesi öncesi) stok zararı kaydederken, 4Ç25'te 123 milyon TL'lik stok karı elde etti. Paket dağıtım operasyonları 3Ç24'e kadar tamamen konsolide edilmiş olup, 2025 yılında öz kaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmişti. Buna göre, paket dağıtım operasyonlarının FAVÖK üzerindeki olumsuz etkisi 2024'te 750 milyon TL olmuştu. Bu arada, Aygaz, 2025'te kargo teslimat operasyonlarında 285 milyon TL net zarar kaydetti. (2025 4. çeyrek: 0 TL).

Tüpraş operasyonları: Tüpraş, 4Ç25'te 6,75 milyar TL (yıllık bazda %33 artış) net kar açıkladı; bu, piyasa beklentisi olan 5,0 milyar TL'nin üzerinde, ancak genel olarak 6,6 milyar TL beklentimizle uyumluydu.

Aygaz'ın net nakit pozisyonu, Tüpraş'tan gelen 1,0 milyar TL temettü girişi ve Aygaz'ın genel merkez binası arsasının satışından elde edilen 1,25 milyar TL gelir sayesinde 3Ç25 sonundaki 3,0 milyar TL'den (73 milyon doları) 2025 sonu itibarıyla 5,4 milyar TL'ye (127 milyon dolar) yükseldi. Aygaz, nakdinin bir kısmını 2026 yılında tanker alımı için kullanacak.

Tavsiyemizi "Nötr" olarak koruyoruz. 4Ç25 sonuç duyurusunun hisse senedi performansı üzerinde nötr bir etkiye sahip olmasını bekliyoruz. Tahminlerimizde ufak revizyonlar yaparken 12A hedef fiyatımızı %3 düşürerek 254 TL'ye çektik.

Bloomberg Kodu	AYGAZ T1			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	254.00			
Güncel Fiyat, TL	230.50			
Getiri Potansiyeli	10%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	50,664			
Firma Değeri, mn TL	-8,148			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	89,658	100,851	120,852	142,336
FAVÖK, mn TL	3,162	4,503	5,406	6,198
Net Kâr, mn TL	4,997	6,387	6,917	4,953
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,433	-6,588	-6,622	-4,233
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-1.5	-1.2	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	3.5%	4.5%	4.5%	4.4%
Net Marj	5.6%	6.3%	5.7%	3.5%
Temettü Verimi	6.6%	6.3%	6.9%	8.4%
Büyüme				
Ciro, y/y	9.6%	12.5%	19.8%	17.8%
FAVÖK, y/y	80.4%	42.4%	20.1%	14.7%
Net Kâr, y/y	135.4%	27.8%	8.3%	-28.4%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	8.4	7.0	7.0	10.2
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	12.2%	13.5%	65.9%	15.9%
BİST-100 Relatif	-1.1%	-10.4%	19.3%	-5.7%
AOİH, mn TL	136	98	95	131



Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma		
	4Ç25	4Ç24	y/y	3Ç25	ç/ç	Piyasa
Net Satışlar	22,069	26,376	-16%	22,158	0%	22,264
FAVÖK	783	705	11%	1,046	-25%	889
FAVÖK Marjı	3.5%	2.7%	88 bps	4.7%	-117 bps	4.0%
Net Kar	2,128	941	126%	1,774	20%	1,806
						23,715
						994
						4.2%
						1,815
						18%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	25,935	26,733	27,991	26,376	23,031	22,400	22,158	22,069	122,525	107,034	89,658
Satışların Maliyeti	23,752	24,892	25,169	24,224	20,858	20,133	19,518	19,796	113,146	98,037	80,305
Brüt Kar	2,183	1,841	2,822	2,152	2,173	2,267	2,641	2,273	9,379	8,998	9,353
Operasyonel Giderler	2,234	2,174	1,988	1,787	1,885	1,938	1,948	1,850	8,718	8,182	7,620
Faaliyet Karı	-51	-333	833	366	288	329	693	423	661	815	1,733
Amortisman ve İtfa Payları	420	398	321	340	361	355	352	360	1,541	1,479	1,429
FAVÖK	369	65	1,154	705	649	684	1,046	783	2,202	2,294	3,162
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	143	803	970	730	-180	886	1,271	2,151	9,669	2,646	4,127
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-65	284	-53	164	44	153	106	73	-261	330	376
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	56	749	895	479	-95	722	1,102	671	9,617	2,179	2,399
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	171	-153	99	25	5	6	4	1,256	574	142	1,271
Finansal Gelir / (Gider)	74	-4	194	288	92	99	210	360	-873	552	760
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-93	-73	-165	-226	-225	-94	-150	-210	611	-557	-680
Vergi Öncesi Kar	92	470	1,804	1,095	108	1,214	1,964	2,574	10,329	3,462	5,860
Vergi Geliri / (Gideri)	-312	-486	-348	-155	-94	-134	-190	-445	141	-1,301	-863
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-209	170	-328	38	-160	-173	-227	-228	-746	-328	-789
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-102	-656	-21	-193	66	39	36	-217	888	-972	-75
Vergi Sonrası Net Kar	-219	-15	1,455	941	14	1,080	1,774	2,128	10,471	2,161	4,997
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	-213	-405	0	0	0	0	0	0	-781	-617	0
Net Kar	-7	389	1,455	941	14	1,080	1,774	2,128	11,252	2,778	4,997
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
Satış Gelirleri	-26.5%	3.3%	-10.7%	-12.2%	-11.2%	-16.2%	-20.8%	-16.3%	-9.1%	-12.6%	-16.2%
Operasyonel Giderler	6.6%	11.2%	-9.9%	-27.4%	-15.6%	-10.9%	-2.0%	3.6%	18.7%	-6.1%	-6.9%
Faaliyet Karı	-83.8%	-173.0%	-17.1%	-175.2%	-665.6%	-198.8%	-16.8%	15.7%	-1391.7%	23.4%	112.5%
FAVÖK	325.8%	-92.0%	-16.8%	-900.8%	75.8%	948.8%	-9.4%	11.1%	13.2%	4.2%	37.8%
Net Kar	-100.9%	-69.2%	-14.6%	-87.6%	-314.8%	177.7%	21.9%	126.3%	-13.1%	-75.3%	79.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
Brüt Kar Marjı	8.4%	6.9%	10.1%	8.2%	9.4%	10.1%	11.9%	10.3%	7.7%	8.4%	10.4%
Operasyonel Gider Marjı	8.6%	8.1%	7.1%	6.8%	8.2%	8.7%	8.8%	8.4%	7.1%	7.6%	8.5%
Faaliyet Kar Marjı	-0.2%	-1.2%	3.0%	1.4%	1.2%	1.5%	3.1%	1.9%	0.5%	0.8%	1.9%
FAVÖK Marjı	1.4%	0.2%	4.1%	2.7%	2.8%	3.1%	4.7%	3.5%	1.80%	2.14%	3.53%
Efektif Vergi Oranı	338.3%	103.3%	19.3%	14.1%	86.9%	11.0%	9.7%	17.3%	-1.4%	37.6%	14.7%
Net Kar Marjı	0.0%	1.5%	5.2%	3.6%	0.1%	4.8%	8.0%	9.6%	9.2%	2.6%	5.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.9%	-1.0%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	0.5%	-0.5%	-0.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-2.9%	3.9%	-1.4%	2.4%	1.1%	5.7%	2.4%	0.5%	3.0%	0.5%	2.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-3.3%	10.1%	2.6%	-1.4%	9.3%	6.0%	1.5%	9.0%	6.8%	2.0%	6.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-204%	1590%	-34%	91%	39%	187%	51%	15%	165%	23%	69%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.3%	1.1%	0.7%	11.7%	1.0%	2.7%	0.9%	-3.8%	0.9%	3.7%	0.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-3.6%	1.7%	-5.8%	4.8%	-1.9%	2.0%	-1.8%	0.7%	2.4%	-0.8%	-0.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	2023	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-753	1,037	-390	639	253	1,280	532	116	3,630	533	2,183
Düzeltilme Öncesi Kar	-219	-15	1,455	941	14	1,080	1,774	2,128	10,471	2,161	4,997
Amortisman ve İtfa Payları	420	398	321	340	361	355	352	360	1,541	1,479	1,429
İşletme Sermayesindeki Değişim	-927	463	-1,635	1,266	-438	453	-404	160	2,931	-834	-230
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-27	192	-531	-1,907	316	-608	-1,190	-2,532	-11,313	-2,273	-4,013
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-113	1,657	1,115	-1,021	1,894	63	-209	1,869	4,739	1,638	3,618
Sabit Sermaye Yatırımları	-346	-289	-197	-3,083	-237	-599	-209	836	-1,104	-3,915	-209
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	233	1,946	1,312	2,062	2,132	663	0	1,033	5,843	5,553	3,827
Serbest Nakit Akımı	-866	2,694	725	-381	2,148	1,344	323	1,986	8,368	2,171	5,800
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-779	-2,225	34	1,000	190	-3,026	940	376	-5,659	-1,970	-1,520
Finansal Borçlardaki Değişim	-779	71	-230	601	-7	7	643	0	-4,377	-337	642
Temettü	0	-2,396	0	0	0	-3,279	0	0	-594	-2,396	-3,279
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	100	264	399	197	246	297	376	-688	762	1,117
Çevrim Farkları	174	-48	58	56	93	66	61	93	290	240	314
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,471	420	817	674	2,431	-1,617	1,325	2,455	3,000	440	4,594

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	16,631	14,754	14,709	14,146	17,082	14,062	14,845	17,253
Nakit ve Nakit Benzerleri	4,418	4,188	4,641	5,032	6,999	5,202	6,260	8,548
Finansal Yatırımlar	267	271	0	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	5,874	5,890	5,023	5,363	5,451	4,722	4,752	4,583
Stoklar	4,841	3,615	4,388	3,243	3,783	3,612	3,100	2,984
Diğer Dönen Varlıklar	1,498	1,061	657	508	849	526	734	1,138
Duran Varlıklar	68,744	67,596	66,538	66,811	62,862	64,018	64,984	64,983
Finansal Yatırımlar	6,125	6,983	5,868	5,471	3,907	4,857	4,838	4,947
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	52,443	51,888	52,080	49,978	47,707	47,573	48,724	48,437
Maddi Duran Varlıklar	8,333	8,017	7,947	10,824	10,747	11,035	10,911	10,800
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	425	165	149	338	315	296	274	486
Diğer Duran Varlıklar	1,417	544	493	200	185	257	237	312
Toplam Varlıklar	85,375	82,351	81,246	80,957	79,944	78,080	79,829	82,236
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14,527	13,312	11,657	10,376	14,404	10,728	10,807	10,532
Finansal Borçlar	2,692	2,546	2,429	1,751	1,693	1,715	2,288	2,249
Ticari Borçlar	8,618	7,427	6,005	5,945	7,140	6,182	5,824	5,642
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,218	3,339	3,223	2,680	5,571	2,831	2,695	2,641
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,185	1,135	1,038	2,160	1,797	1,852	1,716	2,126
Finansal Borçlar	128	26	13	867	843	861	829	872
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,057	1,109	1,025	1,293	954	991	888	1,254
Özkaynaklar	69,662	67,904	68,551	68,421	63,742	65,499	67,306	69,578
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	68,985	67,904	68,551	68,421	63,742	65,499	67,306	69,578
Ödenmiş Sermaye	361	333	306	220	261	247	229	220
Rezerv ve Diğer Kalemler	14,688	15,880	15,101	14,115	12,988	13,661	13,711	13,865
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	53,942	51,308	51,307	51,307	50,479	50,497	50,497	50,497
Dönem Net Karı / (Zararı)	-7	383	1,838	2,778	14	1,095	2,868	4,997
Azınlık Payları	678	0	0	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	85,375	82,351	81,246	80,957	79,944	78,080	79,829	82,236
Yatırım Sermayesi (IC)	69,121	67,396	67,377	67,300	60,234	63,864	65,051	65,405
İşletme Sermayesi	2,097	2,078	3,406	2,662	2,093	2,151	2,028	1,925
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	377	-200	840	490	-2,628	-154	67	423
Toplam Borç	2,820	2,571	2,442	2,619	2,536	2,576	3,117	3,121
Net Borç / (Nakit)	-7,990	-8,871	-8,067	-7,884	-8,370	-7,484	-7,980	-10,374
Net Borç / G12A FAVÖK	-3.2	-5.1	-5.4	-3.4	-3.3	-2.3	-2.6	-3.3
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-4,393	-3,404	-550	-2,695	-4,258	-3,979	-1,950	-3,172

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.