

AYGAZ

Nötr

Net nakitte önemli bir bozulma...

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Aygaz 1Ç26'da 135 milyon TL (%770 y/y) net kar açıklarken, net kar piyasa beklentilerinin (617 milyon TL) ve bizim tahminimizin (493 milyon TL) altında kaldı. FAVÖK ise 767 milyon TL (%7 y/y) olarak gerçekleşirken piyasa beklentisi (768 milyon TL) ve bizim tahminimiz (801 milyon TL) ile paralel seyretti. Net karın tahminlerimizden sapması, daha yüksek efektif vergi oranından, beklentimizden düşük Tüpraş net karından ve paket dağıtım operasyonlarında beklenenden yüksek net zarardan kaynaklandı. Konsolide net kar, faaliyet karındaki büyüme ve Tüpraş'tan gelen daha yüksek katkı sayesinde yıllık bazda %770 arttı.

Satış hacmi 1Ç26'da yıllık bazda %2,5 artışla 584 bin ton olarak gerçekleşti; Otogaz satışları %5,9 artarken tüpgaz satışları bu dönemde %3,9 büyüdü. Yönetim, 2026 yılı için satış hacmi beklentisini korudu. FAVÖK, stok karlarındaki farklardan dolayı 1Ç26'da yıllık bazda %7 artışla 768 milyon TL olarak gerçekleşti. Aygaz, 1Ç26'da 74 milyon TL'lik stok kazancı kaydederken, 1Ç25'te 63 milyon TL'lik stok zararı kaydetmişti. Bu arada, Aygaz, 1Ç26'da kargo teslimat operasyonlarında 263 milyon TL net zarar kaydederken, 1Ç25'te bu rakam -121 milyon TL idi.

Tüpraş operasyonları: Tüpraş, 1Ç26'da 6,7 milyar TL (+%2820 y/y) net kar açıkladı; bu rakam piyasa beklentisi olan 3,8 milyar TL ile uyumlu, ancak bizim beklentimiz olan 6,8 milyar TL'nin altında kaldı. Tüpraş'ın net karı, faaliyet kar büyümesi, daha yüksek finansal gelir ve daha kur farkı zararı sayesinde reel olarak yıllık bazda önemli ölçüde arttı. Tüpraş'ın FAVÖK'ü (15,8 milyar TL), güçlü ürün marjları ve stok sayesinde reel olarak %24 arttı.

Aygaz'ın net nakit pozisyonu, 2,8 milyar TL'lik temettü ödemesi, yüksek LPG fiyatlarıyla artan net işletme sermayesi ihtiyacı ve üç LPG tankerinin alımı için yapılan avans ödemeleri nedeniyle 4Ç25 sonundaki 5,4 milyar TL'den (127 milyon dolar) keskin bir şekilde azalarak 1Ç26 sonunda 1,1 milyar TL (24 milyon dolar) olarak gerçekleşti. Aygaz, toplam 353 milyon dolar tutarında üç adet VLGC (very large gas carrier) LPG tankeri siparişi verdi. Ödemelerin büyük kısmının, bu tankelerin 2Ç28, 4Ç28 ve 2Ç29'da tankelerin teslimatına yakın bir zamanda yapılması planlanıyor. Bu arada, Aygaz Nisan ayında EYAŞ'tan 854 milyon TL temettü aldı.

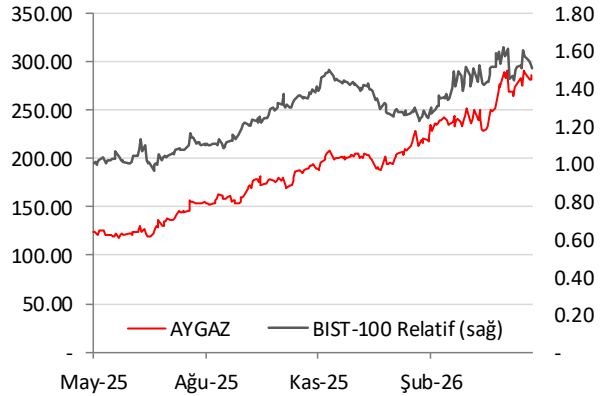
"Nötr" tavsiyemizi koruyoruz. Nakit pozisyonundaki keskin bozulma nedeniyle 1Ç sonuçlarıyla ilgili duyurunun hisse senedi performansını olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Tüpraş'taki revizyonun ardından Aygaz için tahminlerimizi ve hedef fiyatımızı da revize edeceğiz.

Çeyrek Özet

| milyon TL | Özet Finansallar | | | Beklentilerle Karşılaştırma | | | | |
|--------------|------------------|--------|--------|-----------------------------|--------|--------|--------|-------------|
| | 1Ç26 | 1Ç25 | y/y | 4Ç25 | ç/ç | Piyasa | AK | Piyasa Fark |
| Net Satışlar | 21,891 | 25,343 | -14% | 24,285 | -10% | 22,241 | 23,639 | -2% |
| FAVÖK | 767 | 714 | 7% | 862 | -11% | 768 | 801 | 0% |
| FAVÖK Marjı | 3.5% | 2.8% | 68 bps | 3.5% | -5 bps | 3.5% | 3.4% | 5 bps |
| Net Kar | 135 | 16 | 770% | 2,342 | -94% | 617 | 493 | -78% |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

| Bloomberg Kodu | AYGAZ T1 | | | |
|------------------------------|----------|---------|---------|---------|
| Tavsiye | Nötr | | | |
| Hedef Fiyat, TL | G.G. | | | |
| Güncel Fiyat, TL | 285.75 | | | |
| Getiri Potansiyeli | n.a. | | | |
| Halka Açıklık Oranı | 24% | | | |
| Piyasa Değeri, mn TL | 62,808 | | | |
| Firma Değeri, mn TL | 8,347 | | | |
| 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% | 6.2% | 6.9% | 6.7% |
| 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 | | | | |
| F/K | 8.4 | 7.0 | 7.0 | 12.7 |
| FD/FAVÖK | n.m. | n.m. | n.m. | 0.8 |
| FD/Ciro | n.m. | n.m. | n.m. | 0.0 |
| Hisse Verileri | | | | |
| Nominal Getiri | 1A | 3A | 12A | YBG |
| BİST-100 Relatif | 13.3% | 29.7% | 144.5% | 50.8% |
| AOİH, mn TL | -0.4% | 17.6% | 49.7% | 13.9% |
| | 242 | 297 | 149 | 247 |



| Gelir Tablosu (milyon TL) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Satış Gelirleri | 25,343 | 24,649 | 24,383 | 24,285 | 21,891 | 134,827 | 117,781 | 98,660 |
| Satışların Maliyeti | 22,953 | 22,155 | 21,477 | 21,783 | 19,357 | 124,507 | 107,880 | 88,368 |
| Brüt Kar | 2,391 | 2,494 | 2,906 | 2,501 | 2,535 | 10,320 | 9,901 | 10,292 |
| Operasyonel Giderler | 2,074 | 2,133 | 2,143 | 2,036 | 2,172 | 9,593 | 9,004 | 8,385 |
| Faaliyet Karı | 317 | 362 | 763 | 465 | 363 | 727 | 897 | 1,907 |
| Amortisman ve İtfa Payları | 397 | 391 | 388 | 397 | 404 | 1,696 | 1,627 | 1,573 |
| FAVÖK | 714 | 753 | 1,151 | 862 | 767 | 2,423 | 2,524 | 3,479 |
| Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider) | -198 | 975 | 1,399 | 2,366 | 5 | 10,640 | 2,912 | 4,542 |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider) | 48 | 169 | 116 | 81 | 39 | -287 | 364 | 414 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı) | -105 | 795 | 1,212 | 738 | 199 | 10,583 | 2,398 | 2,640 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider) | 5 | 6 | 5 | 1,382 | 7 | 632 | 156 | 1,399 |
| Finansal Gelir / (Gider) | 101 | 108 | 231 | 396 | 302 | -961 | 607 | 837 |
| Parasal Kazanç / (Kayıp) | -248 | -104 | -165 | -231 | -542 | 673 | -613 | -748 |
| Vergi Öncesi Kar | 119 | 1,336 | 2,161 | 2,832 | 368 | 11,367 | 3,809 | 6,448 |
| Vergi Geliri / (Gideri) | -103 | -147 | -209 | -490 | -233 | 155 | -1,431 | -950 |
| Dönem Vergi Geliri / (Gideri) | -176 | -191 | -249 | -251 | -173 | -821 | -361 | -868 |
| Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri) | 73 | 43 | 40 | -239 | -60 | 977 | -1,070 | -82 |
| Vergi Sonrası Net Kar | 16 | 1,189 | 1,952 | 2,342 | 135 | 11,522 | 2,378 | 5,498 |
| Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -859 | -679 | 0 |
| Net Kar | 16 | 1,189 | 1,952 | 2,342 | 135 | 12,381 | 3,057 | 5,498 |
| Büyüme (Yıllık) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Satış Gelirleri | -11.2% | -16.2% | -20.8% | -16.3% | -13.6% | -9.1% | -12.6% | -16.2% |
| Operasyonel Giderler | -15.6% | -10.9% | -2.0% | 3.6% | 4.7% | 18.7% | -6.1% | -6.9% |
| Faaliyet Karı | -665.6% | -198.8% | -16.8% | 15.7% | 14.5% | -1391.7% | 23.4% | 112.5% |
| FAVÖK | 75.8% | 948.8% | -9.4% | 11.1% | 7.4% | 13.2% | 4.2% | 37.8% |
| Net Kar | -314.9% | 177.7% | 21.9% | 126.3% | 770.0% | -13.1% | -75.3% | 79.8% |
| Karlılık / Rasyo Analizi | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Brüt Kar Marjı | 9.4% | 10.1% | 11.9% | 10.3% | 11.6% | 7.7% | 8.4% | 10.4% |
| Operasyonel Gider Marjı | 8.2% | 8.7% | 8.8% | 8.4% | 9.9% | 7.1% | 7.6% | 8.5% |
| Faaliyet Kar Marjı | 1.2% | 1.5% | 3.1% | 1.9% | 1.7% | 0.5% | 0.8% | 1.9% |
| FAVÖK Marjı | 2.8% | 3.1% | 4.7% | 3.5% | 3.5% | 1.80% | 2.14% | 3.53% |
| Efektif Vergi Oranı | 86.9% | 11.0% | 9.7% | 17.3% | 63.3% | -1.4% | 37.6% | 14.7% |
| Net Kar Marjı | 0.1% | 4.8% | 8.0% | 9.6% | 0.6% | 9.2% | 2.6% | 5.6% |
| Parasal Kazanç (Kayıp) | -1.0% | -0.4% | -0.7% | -1.0% | -2.5% | 0.5% | -0.5% | -0.8% |
| Operasyonel Nakit Akımı Marjı | 1.1% | 5.7% | 2.4% | 0.5% | -12.4% | 3.0% | 0.5% | 2.4% |
| Serbest Nakit Akımı Marjı | 9.3% | 6.0% | 1.5% | 9.0% | -10.7% | 6.8% | 2.0% | 6.5% |
| Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK | 39% | 187% | 51% | 15% | -353% | 165% | 23% | 69% |
| Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri | 1.0% | 2.7% | 0.9% | -3.8% | 3.9% | 0.9% | 3.7% | 0.2% |
| İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri | -1.9% | 2.0% | -1.8% | 0.7% | -12.4% | 2.4% | -0.8% | -0.3% |
| Nakit Akım Tablosu (milyon TL) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 | 2023 | 2024 | 2025 |
| İşletme Faaliyetlerinden Nakit | 279 | 1,409 | 586 | 128 | -2,707 | 3,994 | 586 | 2,402 |
| Düzeltilme Öncesi Kar | 16 | 1,189 | 1,952 | 2,342 | 135 | 11,522 | 2,378 | 5,498 |
| Amortisman ve İtfa Payları | 397 | 391 | 388 | 397 | 404 | 1,696 | 1,627 | 1,573 |
| İşletme Sermayesindeki Değişim | -482 | 498 | -445 | 176 | -2,710 | 3,225 | -917 | -253 |
| Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit | 348 | -669 | -1,309 | -2,786 | -536 | -12,449 | -2,501 | -4,416 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Nakit | 2,084 | 70 | -230 | 2,057 | 369 | 5,215 | 1,802 | 3,981 |
| Sabit Sermaye Yatırımları | -261 | -660 | -230 | 920 | -853 | -1,215 | -4,308 | -230 |
| Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit | 2,346 | 729 | 0 | 1,137 | 1,222 | 6,430 | 6,110 | 4,212 |
| Serbest Nakit Akımı | 2,363 | 1,479 | 356 | 2,185 | -2,338 | 9,209 | 2,389 | 6,383 |
| Finansman Faaliyetlerinden Nakit | 209 | -3,330 | 1,034 | 414 | -2,510 | -6,227 | -2,168 | -1,673 |
| Finansal Borçlardaki Değişim | -8 | 7 | 707 | 0 | -197 | -4,816 | -371 | 707 |
| Temettü | 0 | -3,609 | 0 | 0 | -2,757 | -654 | -2,636 | -3,609 |
| Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit | 217 | 271 | 327 | 414 | 444 | -757 | 839 | 1,229 |
| Çevrim Farkları | 103 | 72 | 68 | 103 | 63 | 320 | 264 | 345 |
| Nakit ve Benzerlerindeki Değişim | 2,675 | -1,779 | 1,458 | 2,702 | -4,785 | 3,301 | 484 | 5,055 |

| Bilanço (milyon TL) | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25 | 1Ç26 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Dönen Varlıklar | 18,797 | 15,474 | 16,335 | 18,985 | 14,249 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 7,702 | 5,725 | 6,888 | 9,407 | 4,102 |
| Finansal Yatırımlar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ticari Alacaklar | 5,998 | 5,196 | 5,229 | 5,043 | 5,926 |
| Stoklar | 4,162 | 3,974 | 3,411 | 3,283 | 2,446 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 935 | 579 | 807 | 1,253 | 1,775 |
| Duran Varlıklar | 69,173 | 70,445 | 71,509 | 71,507 | 68,240 |
| Finansal Yatırımlar | 4,299 | 5,345 | 5,323 | 5,444 | 4,513 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 52,497 | 52,349 | 53,616 | 53,300 | 50,530 |
| Maddi Duran Varlıklar | 11,826 | 12,143 | 12,007 | 11,885 | 12,384 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 347 | 325 | 302 | 535 | 505 |
| Diğer Duran Varlıklar | 204 | 283 | 261 | 343 | 308 |
| Toplam Varlıklar | 87,970 | 85,919 | 87,844 | 90,493 | 82,488 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 15,850 | 11,805 | 11,892 | 11,589 | 8,912 |
| Finansal Borçlar | 1,863 | 1,887 | 2,518 | 2,475 | 2,130 |
| Ticari Borçlar | 7,857 | 6,803 | 6,409 | 6,208 | 4,183 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 6,130 | 3,115 | 2,965 | 2,906 | 2,598 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 1,978 | 2,038 | 1,889 | 2,340 | 2,199 |
| Finansal Borçlar | 928 | 948 | 912 | 960 | 895 |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 1,050 | 1,091 | 977 | 1,380 | 1,303 |
| Özkaynaklar | 70,142 | 72,075 | 74,063 | 76,564 | 71,378 |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar | 70,142 | 72,075 | 74,063 | 76,564 | 71,378 |
| Ödenmiş Sermaye | 288 | 271 | 252 | 220 | 220 |
| Rezerv ve Diğer Kalemler | 14,292 | 15,033 | 15,087 | 15,279 | 12,992 |
| Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları) | 55,547 | 55,567 | 55,567 | 55,567 | 58,031 |
| Dönem Net Karı / (Zararı) | 16 | 1,204 | 3,156 | 5,498 | 135 |
| Azınlık Payları | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Toplam Kaynaklar | 87,970 | 85,919 | 87,844 | 90,493 | 82,488 |
| Yatırım Sermayesi (İC) | 66,281 | 70,276 | 71,582 | 71,972 | 71,605 |
| İşletme Sermayesi | 2,304 | 2,367 | 2,231 | 2,118 | 4,188 |
| İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri | 2% | 2% | 2% | 2% | 4% |
| İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve | -2,892 | -169 | 74 | 465 | 3,365 |
| Toplam Borç | 2,791 | 2,835 | 3,430 | 3,435 | 3,026 |
| Net Borç / (Nakit) | -9,210 | -8,235 | -8,781 | -11,416 | -5,589 |
| Net Borç / G12A FAVÖK | -3.3 | -2.3 | -2.6 | -3.3 | -1.6 |
| Net Borç / Özkaynaklar | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil) | -4,686 | -4,378 | -2,145 | -3,491 | -2,877 |

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 İnternet 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.