

Aygaz

İştirak portföyüne göre tüm zamanların en düşük değerlemelerine yakın işlem görmektedir.

Aygaz'ı Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Hisse başına 17,2TL olan hedef fiyat beklentimiz %64 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. **1)** 2018 yılında Entek Elektrik ve Yapı Kredi Bankası için toplam 270mn TL sermaye artışı, **2)** geçen yılın son çeyreğinde 179mn TL karşılık ayrılması, **3)** Entek Elektrik'te 75mn TL'lik değer düşüş karşılığı kaydedilmesi ve **4)** 2019 yılının ilk yarısında zayıf karlılık açıklanması gibi sebeplerle hisse 2018'in başından bu yana %18 geriledi. Aygaz, Tüpraş ve Yapı Kredi Bankası'ndaki dolaylı %10,2 ve %1,61 paylarının piyasa değerine göre %19 iskontolu işlem görmektedir. Hisse 2013 ve 2019 yılları arasında ise söz konusu varlıklarının değerine göre %60 primli işlem görmüştü. Her ne kadar, yurtiçi LPG dağıtım sektöründeki büyüme potansiyeli ve karlılık özellikle son yıllarda baskılanmış olsa da hissenin cari piyasa değerinin iştirak portföyüne göre iskontolu işlem görmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

Aygaz'ın 2020 net karı Tüpraş'ın katkısı ile iki katından fazla artabilir.

Aygaz'ın doğalgaz satın alımıyla ilgili ayırdığı 179mn TL tutarındaki karşılık ve Entek Elektrik ile ilgili 75mn TL değer düşüklüğü karşılığı kaydedilmesi ile Aygaz'ın net karı 2018'de %38 düşüşle 228mn TL olarak gerçekleşmişti. Tek seferlik giderlerin yokluğunda Aygaz'ın net karının 2019'da 390mn TL'ye, 2020'de ise Tüpraş'ın katkısı ile 844mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Diğer yandan, Tüpraş'tan gelen temettülerin katkısıyla, Aygaz'ın temettü veriminin önümüzdeki üç yılda toplam %50'yi geçebileceğini düşünüyoruz.

Bangladeş'te kurulan iş ortaklığını cazip bir büyüme fırsatı olarak görüyoruz.

Aygaz, sene başında Bangladeş'teki yerel ortağıyla birlikte LPG dağıtım için ortak şirket kurduklarını açıkladı. Şirket tahminen önümüzdeki iki yıl içerisinde yeni kurulan şirkete 38mn Dolar sermaye katkısı yapacak. Hızlı büyüyen ekonomisi, genç nüfusu ve devletin doğalgaz kullanımını kısıtlamak için LPG kullanımını teşvik eden politikaları Bangladeş'i LPG için cazip bir pazar haline getirmektedir. Son üç yılda ülkedeki LPG talebi dört kat artışla 1mn ton civarına yükseldi.

Riskler

Tüpraş'tan beklediğimiz kar katkısının ve temettünün gelmemesi ya da iştiraklerin ilave sermaye ihtiyaçlarının ortaya çıkması durumunda yukarıda söz edilen, Aygaz'ın iştiraklerine göre iskontosu kapanmayabilir. Diğer yandan, LPG'de vergi artışı ya da olumsuz regülasyon düzenlemeleri ile Aygaz'ın dağıtım marjlarının baskılanması hisse performansı açısından diğer riskler olarak sıralanabilir.

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 10,46TL

Hedef Fiyat: 17,2TL

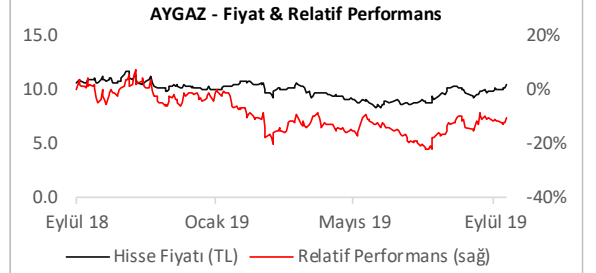
Alper Özdemir

alper.ozdemir@akyatirim.com.tr

Hisse Bilgisi

Hisse Kodu (Reuters, Bloomberg)	AYGAZ:IS / AYGAZ TI
Hisse Fiyatı (TL)	10.5
Piyasa Değeri (mn TL)	3,138
Hisse Adedi (bin)	300
Halka Açıklık	24%
Ortalama Günlük Hacim (mn TL)	3.2
Net Borç (2Ç19)	818
BIST-100 Endeksi (TL)	103,072

Hisse verileri 13 Eylül 2019 itibarıyla



Hisse Performansı

	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
TL	5%	8%	17%	-3%
Endeks Relatif*	1%	4%	5%	-12%

*BIST100'e karşı

Beklentiler (mn TL)

	2017	2018	2019T	2020T
Satışlar	8,469	9,554	11,352	12,679
FAVÖK	335	208	313	347
FAVÖK Marjı	%4	%2	%3	%3
Net Kar	577	228	389	832
FD/Satışlar	0.5	0.4	0.3	0.3
FD/FAVÖK	11.8	19.0	12.6	11.4
F/K	5.4	13.7	8.1	3.8
Temettü Verimi	14%	15%	12%	11%

Ortaklık Yapısı

Koç Holding	%41
LPG Development Co	%25
Temel Ticaret	%6
Halka Açık	%24

Değerleme Özeti

Aygaz, LPG Dağıtım	İndirgenmiş Nakit Akımları	1,731
%20 EYAŞ Hissesi	%10,2 Tüpraş hissesine %5 iskonto uygulanmıştır	3,332
Entek Elektrik	1. yarıyıl defter değerine %10 iskonto uygulanmıştır.	404
Opet-Aygaz Gayrimenkul	1. yarıyıl defter değerine %10 iskonto uygulanmıştır.	124
Koç Finansal Servisler	%1,62 Yapı Kredi Bank hissesine %5 iskonto uygulanmıştır	382
Net Borç	TRYmn, 1H19	818
Hedef Değer	TRYmn	5,154
Aygaz'ın Sermayesi	mn TL	300
Hedef Fiyat	TL	17.2
Hisse Fiyatı	TL	10.5
Yükseliş Potansiyeli	%	64%

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 dayanarak 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 müşterileri 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019