

## Aygaz

Nötr

Cari Fiyat: 118,7TL  
Hedef Fiyat: 125,8TL

Analist Ezgi Yılmaz

[ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr)

## 2Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

2Ç23 Gerçekleşen ve Tahminler				Hisse Performansı		Marjlar	
TRYmn	Gerc.	RT Tahm.	Ak				
Net Satışlar	9,715	11,036	9,760	1A		2Ç22	Brüt
FAVÖK	326	131	141	3A		3Ç22	FAVÖK
Marj	3.4%	1.2%	1.4%	SBB		4Ç22	
Net Kar	724	572	513			1Ç23	
						2Ç23	

## Aygaz, yüksek Tüpraş katkısı ve güçlü operasyonel performans sebebiyle 2Ç23'te beklentilerin üzerinde net kar açıkladı.

- Aygaz'ın 2Ç23 net karı 724 milyon TL olarak gerçekleşirken piyasa beklentisi 572 milyon TL, Ak Yatırım'ın tahmini ise 513 milyon TL seviyesindeydi. 2Ç23'te FAVÖK 326 milyon TL olurken, piyasa beklentisi (131 milyon TL) ve bizim beklentimizin (141 milyon TL) üzerindedir. Beklentilerin üzerinde gelen Tüpraş katkısı ve LPG tarafında güçlü operasyonel performans bu çeyrekte net karın beklentilerin üzerinde gelmesine neden oldu. 6 aylık dönemde Aygaz'ın net karı ve FAVÖK'ü sırasıyla 1.412 milyon TL (+%9 y/y) ve 364 milyon TL (+%50 y/y) seviyesine geldi.
- Aygaz'ın 2Ç23'te satış hacmi tüm segmentlerin katkısıyla yıllık %19 büyüyerek 671 bin ton seviyesine yükseldi. Otogaz tarafında LPG'nin fiyat avantajı ve güçlü talep nedeniyle satış hacmi %20 arttı. Tüp gaz tarafında ise %13,8'lik bir büyüme gerçekleşti. Stok zararlarındaki farklar ve artan dağıtıcı marjlarından dolayı 2Ç23'te konsolide FAVÖK'te %439'luk bir artış oldu. Bu dönemde paket dağıtım işinden 165 milyon TL negatif FAVÖK kaydedildi. Özkaynak yöntemiyle kaydedilen Bangladeş LPG operasyonlarının ise 2Ç23'te Aygaz'a net kar etkisi -9,5 milyon TL seviyesindeydi. **Konsolide net kar** Tüpraş katkısının azalmasıyla yıllık %34 daraldı.
- Tüpraş operasyonları:** Tüpraş'ın 2Ç23'te net karı 7.217 milyon TL olurken, Aygaz'a katkısı 670 milyon TL (2Ç22: 1.076 milyon TL) seviyesindeydi. Savaş sebebiyle tarihi ortalamalarının üzerine çıkan ürün marjlarından dolayı 2Ç22'nin çok yüksek bir baz oluşturması ve 2Ç23'te artan kur farkı zararlarından dolayı Tüpraş'ın net karı 2Ç23'te geçen senenin aynı dönemine göre %33 geriledi.
- Aygaz'ın net borç pozisyonu, yüksek sezon öncesinde stok birikimiyle artan işletme sermayesi ihtiyacından dolayı 1Ç23'e göre %266 artarak 1.101 milyon TL seviyesine yükseldi. Buna göre son net borç/FAVÖK çarpanı 1.7x seviyesine gelmiş oldu.
- Şirket yönetimi 2023 öngörülerini...** Şirket yönetimi otogaz tarafında kuvvetli talep nedeniyle 2023 satış hacmi beklentisini 730-760bin bandından 750-780bin bandına yükseltti. 2022'de otogaz satış hacmi 697bin ton seviyesindeydi. 2023'te tüplü LPG satış hacmi 245-255bin ton seviyesinde beklenirken 2022'de satışlar 252bin ton seviyesindeydi.
- Yorum ve Tavsiye:** Güçlü operasyonel performans sebebiyle 2Ç23 sonuçlarının hisse performansı üzerinde olumlu etki etmesini bekliyoruz. Aygaz için 125,8TL hedef hisse fiyatımızla beraber "Nötr" tavsiyemizi koruyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç23	2Ç22	y/y	1Ç23	ç/ç	6A23	6A22	y/y
<b>Net Satışlar</b>	<b>9,715</b>	<b>9,557</b>	<b>2%</b>	<b>12,434</b>	<b>-22%</b>	<b>22,150</b>	<b>15,969</b>	<b>39%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>986</b>	<b>442</b>	<b>123%</b>	<b>701</b>	<b>41%</b>	<b>1,687</b>	<b>908</b>	<b>86%</b>
Operasyonel Giderler	-713	-444	61%	-709	1%	-1,421	-780	82%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>273</b>	<b>-2</b>	<b>n.m.</b>	<b>-8</b>	<b>n.m.</b>	<b>265</b>	<b>128</b>	<b>108%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>326</b>	<b>60</b>	<b>439%</b>	<b>38</b>	<b>753%</b>	<b>364</b>	<b>243</b>	<b>50%</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-238	-62	287%	21	n.m.	-218	-172	27%
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	665	1,174	-43%	633	5%	1,298	1,370	-5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	91	7	1209%	68	33%	159	28	462%
Finansal Gelir / (Gider)	-114	-107	7%	-95	21%	-209	-129	63%
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>676</b>	<b>1,011</b>	<b>-33%</b>	<b>619</b>	<b>9%</b>	<b>1,295</b>	<b>1,226</b>	<b>6%</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	-11	38	n.m.	0	n.m.	-11	3	n.m.
Azınlık Payları	-59	-45	32%	-68	-12%	-127	-66	91%
<b>Net Kar</b>	<b>724</b>	<b>1,094</b>	<b>-34%</b>	<b>687</b>	<b>5%</b>	<b>1,412</b>	<b>1,295</b>	<b>9%</b>

### Marjlar

Brüt Kar Marjı	10.1%	4.6%	5.5pps	5.6%	4.5pps	7.6%	5.7%	1.9pps
Operasyonel Gider Marjı	-7.3%	-4.6%	-2.7pps	-5.7%	-1.6pps	-6.4%	-4.9%	-1.5pps
Faaliyet Kar Marjı	2.8%	0.0%	2.8pps	-0.1%	2.9pps	1.2%	0.8%	0.4pps
FAVÖK Marjı	3.4%	0.6%	2.7pps	0.3%	3.0pps	1.6%	1.5%	0.1pps
Net Kar Marjı	7.5%	11.4%	-4.0pps	5.5%	1.9pps	6.4%	8.1%	-1.7pps

Kaynak: Aygaz, AK Yatırım Araştırma

Nakit Akım Tablosu	2Ç23	2Ç22	y/y	1Ç23	ç/ç	6A23	6A22	y/y
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-648</b>	<b>-550</b>	<b>18%</b>	<b>708</b>	<b>n.m.</b>	<b>60</b>	<b>-768</b>	<b>n.m.</b>
Düzeltilmiş Öncesi Kar	665	1,049	-37%	620	7%	1,285	1,228	5%
Amortisman ve İtfa Payları	53	62	-15%	46	15%	99	115	-14%
İşletme Sermayesindeki Değişim	-944	-433	118%	472	n.m.	-472	-770	-39%
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-421	-1,228	-66%	-430	-2%	-851	-1,342	-37%
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>98</b>	<b>-135</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,045</b>	<b>-91%</b>	<b>1,143</b>	<b>-230</b>	<b>n.m.</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-91	-56	62%	-56	62%	-147	-98	49%
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	189	-79	n.m.	1,101	-83%	1,290	-131	n.m.
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-550</b>	<b>-686</b>	<b>-20%</b>	<b>1,753</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,203</b>	<b>-998</b>	<b>n.m.</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-772</b>	<b>133</b>	<b>n.m.</b>	<b>-848</b>	<b>-9%</b>	<b>-1,621</b>	<b>628</b>	<b>n.m.</b>
Yabancı Para Çevrim Farkları ve Diğer	30	85	-64%	4	686%	34	170	-80%
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-1,292</b>	<b>-468</b>	<b>176%</b>	<b>909</b>	<b>n.m.</b>	<b>-383</b>	<b>-200</b>	<b>92%</b>

Kaynak: Aygaz, AK Yatırım Araştırma

<b>Bilanço (milyon TL)</b>	<b>2Ç23</b>	<b>2Ç22</b>	<b>y/y</b>	<b>1Ç23</b>	<b>ç/ç</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>6,593</b>	<b>6,348</b>	<b>4%</b>	<b>6,763</b>	<b>-3%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,546	1,511	2%	2,792	-45%
Ticari Alacaklar	2,703	1,802	50%	2,744	-1%
Stoklar	1,877	2,321	-19%	767	145%
Diğer Dönen Varlıklar	468	714	-34%	459	2%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>9,795</b>	<b>5,403</b>	<b>81%</b>	<b>8,724</b>	<b>12%</b>
Maddi Duran Varlıklar	1,088	828	31%	1,012	7%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	73	30	147%	78	-7%
Kullanım Hakkı Varlıkları	187	236	-21%	130	44%
Diğer Duran Varlıklar	8,447	4,309	96%	7,503	13%
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>16,388</b>	<b>11,751</b>	<b>39%</b>	<b>15,487</b>	<b>6%</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5,833</b>	<b>5,755</b>	<b>1%</b>	<b>6,345</b>	<b>-8%</b>
Finansal Borçlar	1,771	1,945	-9%	2,448	-28%
Ticari Borçlar	3,094	2,973	4%	2,962	4%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	968	838	16%	935	4%
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,292</b>	<b>2,083</b>	<b>-38%</b>	<b>1,047</b>	<b>23%</b>
Finansal Borçlar	876	1,773	-51%	645	36%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	417	310	35%	402	4%
<b>Özkaynaklar</b>	<b>9,263</b>	<b>3,912</b>	<b>137%</b>	<b>8,095</b>	<b>14%</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	9,128	3,894	134%	7,901	16%
Ödenmiş Sermaye	220	300	-27%	220	0%
Rezerv ve Diğer Kalemler	2,004	369	443%	1,501	34%
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	5,493	1,930	185%	5,493	0%
Dönem Net Karı / (Zararı)	1,412	1,295	9%	687	105%
Azınlık payları	135	18	644%	194	-31%
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>16,388</b>	<b>11,751</b>	<b>39%</b>	<b>15,487</b>	<b>6%</b>
<b>Net Borç (Nakit)</b>	<b>1,101</b>	<b>2,207</b>	<b>-50%</b>	<b>301</b>	<b>266%</b>

Kaynak: Aygaz, AK Yatırım Araştırma

# 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 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 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.