

AYGAZ 2Ç2023 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

AYLİN KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

"Aygaz'ın 2Ç2023'de Ana Ortalık Net Dönem Karı 724,4mn TL ile Beklentileri Aştı..."

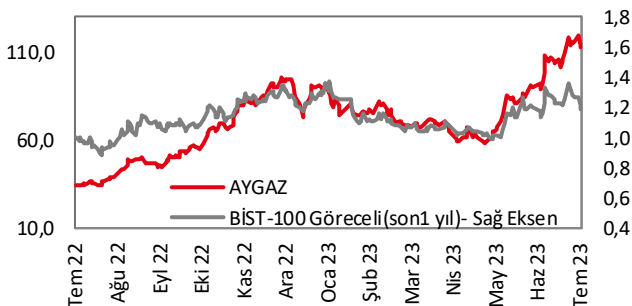
Öneri "EKLE"

Hedef Hisse Fiyatı : 125,50TL

Reuters/Bloomberg	AYGAZ.IS/AYGAZ.TI		
Sektör	Petrokimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XKIMYA		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	112,50 TL	4,18 USD	
BİST 100	7.259 TL	270 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	26,9329		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	34,12 TL	118,70 TL	
Hisse Adedi (mn)	220		
P. Değeri (mn TL)	24.728		
Net Borç (mn TL)	1.101		
Fiili Dolaşım daki Pay Oranı	24,2%		
Halka Açıklık	24,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	7,8%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	92,2%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	24,9%	84,4%	228,2%
BİST-100	26,0%	61,1%	174,2%
BİST-100 Göreceli	-0,9%	14,5%	19,7%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	38,78		
(mn TL)	2Ç2022	2Ç2023	% Değ.
Net Satış	9.556,8	9.715,2	1,7%
Brüt Kar	442,4	985,8	122,8%
Faaliyet Karı /Zararı	-63,0	34,8	a.d.
A. Ort. Net Kar / Zar	1.093,7	724,4	-33,8%

	F/K FDI/FAVÖK	
AYGAZ	5,1	39,2
BİST-100	7,2	a.d.
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	18,9	12,8
Ortaklık Yapısı (İlk 3)	Pay Oranı	
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	40,7%	
DİĞER	34,8%	
LİQUİD PETROLEUM GAS DEVELOPMENT	24,5%	

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 02.08.2023 verileri kullanılmıştır.

Aygaz'ın 2023 yılının ikinci çeyreğinde net dönem karı 724,4mn TL ile hem piyasanın ortalama net kar beklentisi olan 543mn TL'nin, hem de bizim net kar beklentimiz olan 464mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket bir önceki yılın aynı döneminde 1.094mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştı. Tahminimizdeki sapmada, operasyonel karlılığın ve Tüpraş kaynaklı olarak iştirak gelirlerinin beklentimizden yüksek gerçekleşmesi etkili olmuştur. Şirket'in FAVÖK'ü de 326mn TL ile 199mn TL'lik beklentimizin üzerinde gerçekleşmiştir.

Şirketin 2Ç2023 satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre, satış miktarındaki %18,6'lık artışa rağmen ürün fiyatındaki gerileme etkisiyle sadece %1,7 oranında artarak 9.715mn TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar ise aynı dönemde %122,8 oranında artarak 985,8mn TL olurken, brüt kar marjı da %4,6'dan %10,1'e yükselmiştir. 144mn TL'lik stok zararı (2Ç2022'de 186mn TL stok zararı) brüt karı baskılamıştır. Şirket'in operasyonel giderleri aynı dönemde %60,5 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 238,4mn TL net gider (2Ç2022'de 62mn TL net gider) kaydedilmiştir. Böylece net faaliyet karı 34,8mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in FAVÖK'ü ise aynı dönemler itibarıyla 60mn TL'den 326mn TL'ye yükselmiştir. Büyüme dönemi devam eden kargo taşıma ve dağıtım iş kolu Sendeo'nun Faiz Amortisman Vergi Öncesi Zarar'ı geçen yılın aynı dönemine göre %60 oranında azalarak 165mn TL olmuştur. Diğer taraftan, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştiraklerden Eyaş (Tüpraş) kaynaklı 2Ç2023'de 665mn TL gelir kaydedilmesi karın yüksek çıkmasında ana etken olmuştur. 114,4mn TL'lik finansman gideri ve 10,9mn TL'lik vergi gideri sonrasında ana ortaklık net dönem karı 724,4mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Aygaz'ın hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki değişiklikler ve Tüpraş ile Yapı Kredi Bankası hedef hisse fiyatlarımızdaki yukarı yönlü güncellemelere bağlı olarak 91,60TL'den **125,50TL'ye** yükseltiyor ve daha önceki "EKLE" önerimizi koruyoruz.

Aygaz'ın Ocak-Haziran dönemi ana ortaklık net dönem karı 1.411,7mn TL...

İkinci çeyrek kar rakamıyla birlikte Şirket'in Ocak-Haziran dönemi ana ortaklık net dönem karı 1.411,7mn TL'ye ulaşmıştır. Bir önceki yılın aynı döneminde 1.295mn TL ana ortaklık net dönem karı kaydedilmiştir.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23- 1Ç23 %Değ.	2Ç23- 2Ç22 %Değ.	6A22	6A23	%Değ.
SATIŞLAR	6.413	9.557	10.522	11.016	12.434	9.715	-21,9%	1,7%	15.969	22.150	38,7%
Satışların Maliyeti (-)	5.947	9.114	9.815	10.407	11.734	8.729	-25,6%	-4,2%	15.062	20.463	35,9%
BRÜT KAR/ZARAR	465	442	706	609	701	986	40,7%	122,8%	908	1.687	85,8%
Genel Yönetim Giderleri (-)	150	181	187	318	346	343	-1,0%	89,5%	331	689	108,2%
Pazarlama Giderleri (-)	185	260	312	328	360	367	1,8%	40,8%	445	726	63,2%
Araş.ve Geliş. Giderleri (-)	1	3	3	3	2	3	33,2%	21,5%	4	6	46,6%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-110	-62	108	114	21	-238	a.d	a.d	-172	-218	a.d
NET FAALİYET KARI/ZARARI	19	-63	314	73	13	35	170,9%	a.d	-44	48	a.d
FAVÖK	183	60	269	25	38	326	753,3%	439,3%	243	364	49,8%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Gid.	21	7	0	20	68	91	33,0%	1209,4%	28	159	462,2%
Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Gid.	-21	-107	-131	-125	-95	-114	a.d	a.d	-129	-209	a.d
Özkaynak Yönt. Değer. Yat.	196	1.174	1.370	1.751	633	665	5,0%	-43,4%	1.370	1.298	-5,3%
Vergi Gideri/Geliri (-)	35	-38	66	-130	0	11	a.d	a.d	-3	11	a.d
Net Dönem Karı / Zararı	180	1.049	1.488	1.849	620	665	7,3%	-36,6%	1.228	1.285	4,6%
Ana Ort. Net Dön. Karı /Zararı	201	1.094	1.538	1.901	687	724	5,4%	-33,8%	1.295	1.412	9,1%
FİNANSAL ORANLAR	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23			6A22	6A23	
Brüt Kar Marjı	7,3%	4,6%	6,7%	5,5%	5,6%	10,1%			5,7%	7,6%	
Faaliyet Kar Marjı	0,3%	-0,7%	3,0%	0,7%	0,1%	0,4%			-0,3%	0,2%	
FAVÖK Marjı	2,8%	0,6%	2,6%	0,2%	0,3%	3,4%			1,5%	1,6%	
Net Kar Marjı	3,1%	11,4%	14,6%	17,3%	5,5%	7,5%			8,1%	6,4%	

Kaynak: Aygaz, Ziraat Yatırım. a.d.: anlamlı değil

Aygaz'ın toplam satış miktarı ikinci çeyrekte %18,6 oranında arttı...

Aygaz'ın toplam satış miktarı ikinci çeyrekte 671 bin ton ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %18,6 artarken, bir önceki çeyreğe göre %12,9 oranında düşüş kaydetmiştir. 1Ç2023 ile karşılaştırıldığında özellikle dökme ile toptan satışlardaki düşüş toplam satış miktarındaki azalışta ana etmenler olmuştur. Diğer taraftan satış miktarındaki düşüş ve son üç aydır düşen LPG fiyatlarına bağlı olarak ikinci çeyrekte 144mn TL'lik stok zararı (2Ç2022'de 186mn TL stok zararı; 1Ç2023'de 92mn TL stok zararı) oluşmuştur. Ocak-Haziran döneminde oluşan toplam stok zararı ise 236mn TL'dir.

Satış Miktarı (Bin ton)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	2Ç23- 1Ç23 Değ.%	2Ç23- 2Ç22 Değ.%	6A22	6A23	Değ. %
Tüpgaz	58	58	75	61	57	66	15,8%	13,8%	116	123	6,0%
Dökme	9	9	10	25	52	20	-61,5%	122,2%	18	72	300,0%
Otogaz	133	168	213	183	169	202	19,5%	20,0%	301	371	23,1%
Toptan ve Yurtdışı	221	330	360	444	492	383	-22,2%	16,0%	551	875	58,7%
Toplam	421	566	658	713	770	671	-12,9%	18,6%	987	1.441	46,1%

Kaynak: Aygaz

Aygaz'ın Mart ayı sonu itibariyle, 301mn TL'ye gerileyen net borcu ise 2Ç2023'de 1.101mn TL seviyesine yükselmiştir.

Aygaz, 2023 yılı beklentilerini güncelledi...

Aygaz, ilk yarı sonuçları ardından 2023 yılı beklentilerini de güncellemiştir. Buna göre Aygaz 2023 yılı otopaz satış miktarını 730-760bin tondan 750-780bin tona yükseltmiştir. Tüplügaz satış miktarı beklentisini ise 245-255 bin ton olarak korumuştur. Diğer taraftan %41,0-43,0 tüplügaz pazar payı ve %22-%23 aralığında otopaz pazar payı beklentileri de aynı kalmıştır.

Beklentilerimizi güncelliyoruz...

2023 yılı ilk yarı yıl gerçekleştirmeleri ardından, özellikle kurlardaki artış ile Tüpraş tahminlerimizdeki yukarı yönlü değişiklikler doğrultusunda Aygaz'la ilgili tahminlerimizi güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı için satış gelirleri tahminimizi 42.605mn TL'den 50.021mn TL'ye yükseltirken, FAVÖK karı beklentimizi 1.220mn TL'den 1.283mn TL'ye çıkartıyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2022	2023 Tahmin		2024 Tahmin	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	37.507	42.605	50.021	41.484	63.920
FAVÖK	537	1.220	1.283	1.826	2.336
Ana Ort. Net Kar	4.564	4.209	4.110	3.358	5.182
FAVÖK Marjı	1,4%	2,9%	2,6%	4,4%	3,7%
Net Kar Marjı	12,2%	9,9%	8,2%	8,1%	8,1%

Kaynak: Ziraat Yatırım

KFH payları Koç Holding'e devrediliyor...

Aygaz'ın LPG işinin gerçeğe uygun değerinin daha görünür ve ölçülebilir olmasının sağlanması amacıyla Şirket'in aktifinde yer alan ve ana iş kolu ile alakalı olmayan Koç Finansal Hizmetler'in sermayesinin %3,93'üne denk gelen paylarının tamamının Koç Holding'e devrine ilişkin süreç devam etmektedir. Bölünme işlemi sonrası Aygaz ortaklarına bu değere tekabül eden miktarda Koç Holding hissesi verilecektir. Böylece Aygaz'daki likit olmayan Koç Finansal Hizmetler paylarına karşılık Aygaz ortaklarının eline Koç Holding hissesi geçecektir. Bölünme işlemleri sonrası Şirket'in çıkarılmış sermayesi 13,9mn TL azaltılarak 219,8mn TL'den 205,9mn TL'ye indirilecektir.

Aygaz için hedef hisse fiyatını 125,50TL olarak güncelliyoruz...

Aygaz'ın tahmini değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve Tüpraş ile Yapı Kredi Bankası hedef hisse fiyatlarımızdaki yukarı yönlü güncellemelere bağlı olarak 20.133mn TL'den 27.586mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 91,60TL'den **125,50TL'ye** yükseltiyoruz. Aygaz'la ilgili daha önceki **"EKLE"** önerimizi ise koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
AYGAZ (Kons. Şirketler)	(İNA)	(%21,5 iskonto, %2 büyüme)	8.157
Opet Aygaz Gayrimenkul	Defter Değeri	(%50 Aygaz Payı)	169
United Aygaz	Defter Değeri	(%50 Aygaz Payı)	451
EYAŞ (Tüpraş %9,28)	İNA ve Benzer Şir.	(%9,28 Aygaz Payı)	25.569
Koç Finansal Hizmetler (Yapı Kredi Payı (%1,61))	Gordon B. ve Benzer Şir.	(%1,61 Aygaz Payı)	2.436
Net Aktif Değer			36.781
Holding İskontosu (%25)			9.195
Hedef Piyasa Değeri			27.586
Hedef Hisse Fiyatı			125,50 TL
Aygaz Hisse Fiyatı*			112,50 TL
Hedef Piyasa Değerine Göre İskonto Oranı			10,4%

*2.08.2023 Kapanış Fiyatı Kullanılmıştır.

ÖZET BİLANÇOLAR(MN TL)	2020	2021	2022	06/2022	06/2023	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	2.193	4.638	7.448	6.348	6.593	3,9%
Nakit ve Nakit Benzerleri	961	1.693	1.863	1.511	1.546	2,3%
Ticari Alacaklar	671	1.065	2.459	1.802	2.703	50,0%
Diğer Alacaklar	61	106	149	10	4	-55,5%
Stoklar	400	1.433	2.336	2.321	1.877	-19,2%
Diğer Dönen Varlıklar	101	340	642	704	464	-34,1%
DURAN VARLIKLAR	3.202	3.696	9.200	5.403	9.795	81,3%
Ticari Alacaklar	5	7	8	6	7	13,1%
Finansal Yatırımlar	421	462	1.611	592	1.769	199,1%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.847	2.161	6.262	3.625	6.500	79,3%
Maddi Duran Varlıklar	696	772	984	828	1.088	31,4%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	25	33	77	30	73	147,4%
Diğer Duran Varlıklar	35	73	139	86	358	315,3%
TOPLAM AKTİFLER	5.395	8.333	16.648	11.751	16.388	39,5%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.852	3.869	7.566	5.755	5.833	1,3%
Finansal Borçlar	221	112	1.035	1.276	874	-31,5%
Uzun V. Borçlan.Kısa Vadeli Kısımları	346	955	1.754	669	897	34,1%
Ticari Borçlar	824	2.122	4.010	2.973	3.094	4,1%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	461	680	767	838	968	15,6%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.226	1.745	1.227	2.083	1.292	-38,0%
Finansal Borçlar	997	1.486	810	1.773	876	-50,6%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	229	259	418	310	417	34,5%
ÖZSERMAYE	2.317	2.719	7.855	3.912	9.263	136,8%
Ödenmiş Sermaye	300	300	220	300	220	-26,7%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	1.612	1.423	1.000	1.930	5.493	184,6%
Net Dönem Karı/Zararı	-25	670	4.733	1.295	1.412	9,1%
Diğer	431	304	1.775	388	2.139	452,0%
TOPLAM PASİFLER	5.395	8.333	16.648	11.751	16.388	39,5%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2020	2021	2022	06/2022	06/2023	%Değ.
SATIŞLAR	10.145	15.893	37.507	15.969	22.150	38,7%
Satışların Maliyeti (-)	9.233	14.455	35.284	15.062	20.463	35,9%
BRÜT KAR/ZARAR	912	1.438	2.223	908	1.687	85,8%
Genel Yönetim Giderleri (-)	286	435	836	331	689	108,2%
Pazarlama Giderleri (-)	362	474	1.085	445	726	63,2%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	3,3	7,3	9,7	4	6	46,6%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-20	-104	51	-172	-218	a.d.
NET FAALİYET KARI/ZARARI	241	418	343	-44	48	a.d.
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	83	19	49	28	159	462,2%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-100	-163	-384	-129	-209	62,6%
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	-193	423	4.491	1.370	1.298	-5,3%
Vergi Gideri/Geliri	56	70	-66	-3	11	a.d.
Net Dönem Karı/Zararı	-25	627	4.564	1.228	1.285	4,6%
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	-25	670	4.733	1.295	1.412	9,1%

a.d.: anlamlı değil

Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto
AZALT : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük Pazarlama

Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL
+90 212 339 8080 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri