

AYGAZ

Nötr

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Tüpraş katkısı sayesinde güçlü net kar...

Aygaz'ın, 2Ç26'da net karı 4.279 milyon TL (+%236 y/y) olurken piyasa beklentisi ve bizim tahminimiz olan 2.924 milyon TL'nin üzerinde geldi. FAVÖK ise 1.145 milyon TL (+%42 y/y) ile piyasa beklentisi ve bizim tahminimiz olan 1 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşti. Tahminlerimizden sapma, Tüpraş'tan beklenenden daha güçlü net kar, paket teslim operasyonlarından beklenenden daha düşük net zarar ve beklenenden daha düşük efektif vergi oranından kaynaklanmaktadır. Net kar, Tüpraş'tan katkısı ve stok karı farkları nedeniyle 2Ç26'da %236 arttı.

Satış hacmi, uluslararası satışlardaki büyüme ile birlikte yıllık bazda %6,9 artışla 2Ç26'da 638 bin ton olarak gerçekleşti. Öte yandan, otopaz satışları sadece %1 artarken, tüpgaz satışları yıllık bazda %8,8 daraldı. Yönetim, 2026 yılı için satış hacmi beklentisini korudu. FAVÖK, 2Ç26'da %42 artışla 1.145 milyon TL olarak gerçekleşirken yıllık büyümede stok karlarındaki değişim önemli rol oynadı. Aygaz, 2Ç26'da 275 milyon TL'lik stok kazancı kaydederken, 2Ç25'te 301 milyon TL'lik stok zararı kaydetmişti.

Tüpraş, 2Ç26'da piyasa beklentilerinin %50 üzerinde 45,9 milyar TL (+%291 y/y) net kar açıkladı. Tüpraş'ın net karı, jeopolitik gelişmelerin desteğiyle güçlü rafineri marjı ortamı sayesinde reel olarak yıllık bazda kuvvetli arttı. Tüpraş'ın Aygaz net karına katkısı 2Ç26'da 3,7 milyar TL oldu.

Aygaz'ın net nakit pozisyonu, 2Ç26 sonunda 3,9 milyar TL (85 milyon dolar) olarak gerçekleşirken, alacak vadelerindeki iyileşme, düşük stok seviyesi ve Tüpraş temettüsü sayesinde 1Ç26 sonundaki 1,1 milyar TL'den (24 milyon dolar) iyileşme gösterdi. Aygaz 1Y26'da toplam 353 milyon dolar tutarında üç adet VLGC (çok büyük gaz taşıyıcı) LPG tankeri siparişi vermişti. Ödemelerin büyük kısmının, bu tankerlerin 2Ç28, 2Ç29 ve 4Ç29'da teslimatına yakın bir zamanda yapılması planlanıyor.

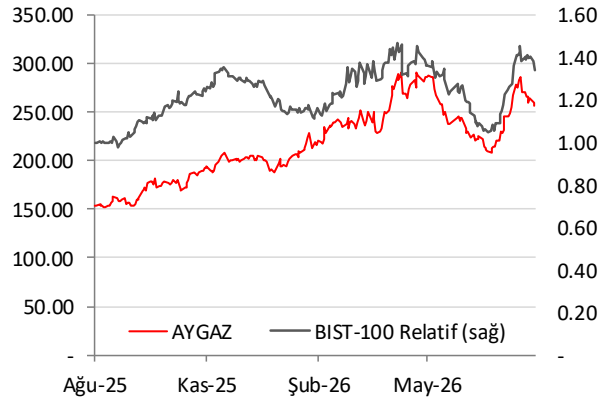
Tavsiyemizi "Nötr" olarak koruyoruz. Modelimizi, Tüpraş değerlemesinde yukarı yönlü revizyon ve makro varsayımlarda revizyon yaparak güncelleyerek Aygaz için 12 aylık hedef fiyatımız 345 TL olarak belirledik. Aygaz hisseleri, Tüpraş'taki güçlü temel göstergeler sayesinde geçen ay BIST100 endeksini %22 oranında geride bıraktı. Aygaz hissesi, tarihsel ortalamalara kıyasla Tüpraş'taki iştirak payına göre daha düşük bir primle işlem görüyor. Ancak, Aygaz'ın holding yapısı göz önüne alındığında, rafineri sektörüne yatırım yapmak için Tüpraş'ın daha iyi bir seçenek olduğunu düşünüyoruz; zira Aygaz hisseleri bu holding yapısıyla iskonto ile işlem görmeyi hak ediyor.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma			Piyasa	AK	Piyasa Fark
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç				
Net Satışlar	29,065	26,378	10%	23,427	24%		28,919	27,806	1%
FAVÖK	1,145	805	42%	820	40%		1,024	1,035	12%
FAVÖK Marjı	3.9%	3.1%	89 bps	3.5%	44 bps		3.5%	3.7%	40 bps
Net Kar	4,279	1,272	236%	144	2862%		2,924	2,924	46%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	AYGAZ T1			
Tavsiye	Nötr			
Hedef Fiyat, TL	345.00			
Güncel Fiyat, TL	256.25			
Getiri Potansiyeli	35%			
Halka Açıklık Oranı	24%			
Piyasa Değeri, mn TL	56,324			
Firma Değeri, mn TL	-13,085			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	89,658	115,276	129,408	158,630
FAVÖK, mn TL	3,162	4,800	6,319	7,799
Net Kâr, mn TL	4,997	9,399	7,304	7,582
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,433	-6,515	-10,152	-6,677
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-1.4	-1.6	-0.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	3.5%	4.2%	4.9%	4.9%
Net Marj	5.6%	8.2%	5.6%	4.8%
Temettü Verimi	6.6%	6.2%	7.3%	12.5%
Büyüme				
Ciro, y/y	9.6%	28.6%	12.3%	22.6%
FAVÖK, y/y	80.4%	51.8%	31.6%	23.4%
Net Kâr, y/y	135.4%	88.1%	-22.3%	3.8%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	8.4	4.7	6.6	7.4
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	16.2%	-9.0%	67.6%	35.2%
BİST-100 Relatif	22.4%	-4.4%	32.9%	11.3%
AOİH, mn TL	330	205	171	232



Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Satış Gelirleri	27,121	26,378	26,093	25,988	23,427	29,065	53,499	52,492	126,042	105,580
Satışların Maliyeti	24,562	23,709	22,984	23,311	20,714	25,958	48,271	46,672	115,447	94,566
Brüt Kar	2,558	2,669	3,110	2,677	2,712	3,108	5,227	5,820	10,595	11,014
Operasyonel Giderler	2,219	2,282	2,293	2,179	2,324	2,392	4,502	4,716	9,635	8,974
Faaliyet Karı	339	387	816	498	388	716	726	1,104	960	2,040
Amortisman ve İtfa Payları	425	418	415	424	432	430	844	862	1,741	1,683
FAVÖK	764	805	1,231	922	820	1,145	1,569	1,966	2,701	3,723
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-212	1,043	1,497	2,532	6	3,754	831	3,760	3,116	4,860
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	52	180	124	86	42	20	232	62	389	443
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-112	851	1,297	790	213	3,925	739	4,138	2,566	2,826
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	5	7	5	1,479	8	-8	12	0	167	1,497
Finansal Gelir / (Gider)	108	116	247	424	323	115	224	438	650	895
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-265	-111	-177	-247	-579	-298	-376	-878	-656	-801
Vergi Öncesi Kar	127	1,430	2,313	3,031	394	4,470	1,557	4,863	4,076	6,900
Vergi Geliri / (Gideri)	-110	-158	-224	-525	-249	-191	-268	-440	-1,532	-1,017
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-189	-204	-267	-269	-185	-453	-393	-638	-387	-929
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	78	47	43	-256	-64	262	125	198	-1,145	-88
Vergi Sonrası Net Kar	17	1,272	2,089	2,506	144	4,279	1,289	4,423	2,545	5,884
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	-727	0
Net Kar	17	1,272	2,089	2,506	144	4,279	1,289	4,423	3,272	5,884
Büyüme (Yıllık)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Satış Gelirleri	-11.2%	-16.2%	-20.8%	-16.3%	-13.6%	10.2%	-13.7%	-1.9%	-12.6%	-16.2%
Operasyonel Giderler	-15.6%	-10.9%	-2.0%	3.6%	4.7%	4.8%	-13.3%	4.8%	-6.1%	-6.9%
Faaliyet Karı	-665.6%	-198.8%	-16.8%	15.7%	14.5%	84.9%	-260.7%	52.0%	23.4%	112.5%
FAVÖK	75.8%	948.8%	-9.4%	11.1%	7.4%	42.2%	206.9%	25.3%	4.2%	37.8%
Net Kar	-314.8%	177.7%	21.9%	126.3%	770.2%	236.3%	186.1%	243.2%	-75.3%	79.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Brüt Kar Marjı	9.4%	10.1%	11.9%	10.3%	11.6%	10.7%	9.8%	11.1%	8.4%	10.4%
Operasyonel Gider Marjı	8.2%	8.7%	8.8%	8.4%	9.9%	8.2%	8.4%	9.0%	7.6%	8.5%
Faaliyet Kar Marjı	1.2%	1.5%	3.1%	1.9%	1.7%	2.5%	1.4%	2.1%	0.8%	1.9%
FAVÖK Marjı	2.8%	3.1%	4.7%	3.5%	3.5%	3.9%	2.93%	3.74%	2.14%	3.53%
Efektif Vergi Oranı	86.9%	11.0%	9.7%	17.3%	63.3%	4.3%	17.2%	9.1%	37.6%	14.7%
Net Kar Marjı	0.1%	4.8%	8.0%	9.6%	0.6%	14.7%	2.4%	8.4%	2.6%	5.6%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1.0%	-0.4%	-0.7%	-1.0%	-2.5%	-1.0%	-0.7%	-1.7%	-0.5%	-0.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	1.1%	5.7%	2.4%	0.5%	-12.4%	5.6%	3.4%	-2.4%	0.5%	2.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	9.3%	6.0%	1.5%	9.0%	-10.7%	9.6%	7.7%	0.5%	2.0%	6.5%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	39%	187%	51%	15%	-353%	141%	115%	-65%	23%	69%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	1.0%	2.7%	0.9%	-3.8%	3.9%	-1.0%	1.8%	1.2%	3.7%	0.2%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirli	-1.9%	2.0%	-1.8%	0.7%	-12.4%	1.4%	0.0%	-4.8%	-0.8%	-0.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	298	1,508	627	137	-2,897	1,619	1,806	-1,278	628	2,570
Düzeltilme Öncesi Kar	17	1,272	2,089	2,506	144	4,279	1,289	4,423	2,545	5,884
Amortisman ve İtfa Payları	425	418	415	424	432	430	844	862	1,741	1,683
İşletme Sermayesindeki Değişim	-516	533	-476	188	-2,900	393	17	-2,508	-982	-271
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	372	-716	-1,401	-2,982	-573	-3,482	-344	-4,056	-2,676	-4,726
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	2,231	75	-246	2,201	395	1,167	2,305	1,563	1,928	4,260
Sabit Sermaye Yatırımları	-280	-706	-246	985	-912	290	-985	-622	-4,610	-247
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	2,510	780	0	1,216	1,308	877	3,291	2,185	6,539	4,507
Serbest Nakit Akımı	2,529	1,582	381	2,338	-2,501	2,786	4,111	285	2,556	6,830
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	224	-3,564	1,107	443	-2,686	305	-3,340	-2,381	-2,320	-1,790
Finansal Borçlardaki Değişim	-9	8	757	0	-210	2	-1	-208	-397	756
Temettü	0	-3,862	0	0	-2,951	0	-3,862	-2,951	-2,821	-3,862
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	232	290	350	443	475	303	522	778	898	1,315
Çevrim Farkları	110	77	72	110	67	40	187	107	283	370
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	2,863	-1,904	1,560	2,891	-5,121	3,131	958	-1,990	518	5,410

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	20,116	16,559	17,481	20,317	15,248	16,296
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,242	6,126	7,371	10,066	4,390	7,114
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	6,419	5,561	5,596	5,397	6,341	5,505
Stoklar	4,454	4,253	3,650	3,513	2,617	1,369
Diğer Dönen Varlıklar	1,000	619	864	1,340	1,900	2,308
Duran Varlıklar	74,025	75,386	76,524	76,522	73,026	80,424
Finansal Yatırımlar	4,601	5,720	5,697	5,826	4,829	5,482
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	56,179	56,021	57,377	57,039	54,075	59,985
Maddi Duran Varlıklar	12,656	12,995	12,849	12,718	13,252	12,578
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	371	348	323	572	540	503
Diğer Duran Varlıklar	218	302	279	367	330	1,876
Toplam Varlıklar	94,141	91,945	94,005	96,839	88,274	96,720
Kısa Vadeli Yükümlülükler	16,962	12,633	12,726	12,402	9,537	10,484
Finansal Borçlar	1,993	2,019	2,695	2,649	2,280	2,239
Ticari Borçlar	8,408	7,280	6,858	6,643	4,477	5,468
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,560	3,334	3,173	3,110	2,780	2,776
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,116	2,181	2,021	2,504	2,353	2,156
Finansal Borçlar	993	1,014	976	1,027	958	932
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,123	1,167	1,045	1,477	1,395	1,223
Özkaynaklar	75,062	77,131	79,258	81,934	76,385	84,081
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	75,062	77,131	79,258	81,934	76,385	84,081
Ödenmiş Sermaye	308	290	270	220	235	220
Rezerv ve Diğer Kalemler	15,295	16,087	16,145	16,366	13,903	17,336
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	59,443	59,464	59,465	59,464	62,102	62,102
Dönem Net Karı / (Zararı)	17	1,289	3,378	5,884	144	4,423
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	94,141	91,945	94,005	96,839	88,274	96,720
Yatırım Sermayesi (IC)	70,930	75,206	76,603	77,020	76,627	81,362
İşletme Sermayesi	2,465	2,534	2,388	2,267	4,482	1,406
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	2%	2%	2%	4%	1%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve	-3,095	-181	79	498	3,601	938
Toplam Borç	2,987	3,034	3,671	3,676	3,238	3,171
Net Borç / (Nakit)	-9,856	-8,813	-9,397	-12,217	-5,981	-9,425
Net Borç / G12A FAVÖK	-3.3	-2.3	-2.6	-3.3	-1.6	-2.3
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-5,015	-4,685	-2,296	-3,736	-3,079	-2,144

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.