

## AYGAZ 4Ç2023 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

AYLİN KOŞAR akosar@ziraatyatirim.com.tr

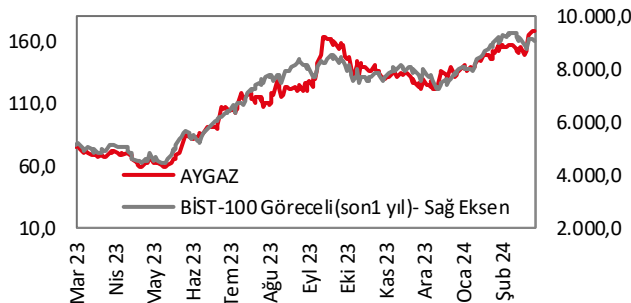
## "Aygaz 2023 Yılına 5.954mn TL Net Dönem Karı (TMS 29 Etkisi Dahil) ile Tamamladı ..."

## Öneri "AL"

Hedef Hisse Fiyatı : 223,60TL

| Reuters/Bloomberg                    | AYGAZ.IS/AYGAZ.TI |           |          |
|--------------------------------------|-------------------|-----------|----------|
| Sektör                               | Petrokimya        |           |          |
| Dahil Olduğu Ulusal Endeksler        | XKIMYA            |           |          |
| İşlem Gördüğü Pazar                  | Yıldız Pazar      |           |          |
| Fiyat                                | 168,60 TL         | 5,28 USD  |          |
| BİST 100                             | 9.069 TL          | 284 USD   |          |
| TL/\$ (TCMB Alış)                    | 31,9378           |           |          |
| Düşük / Yüksek Son 1 Yıl             | 58,05 TL          | 168,60 TL |          |
| Hisse Adedi (mn)                     | 220               |           |          |
| P. Değeri (mn TL)                    | 37.058            |           |          |
| Net Borç (mn TL)                     | -1.301            |           |          |
| Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı          | 24,2%             |           |          |
| Halka Açıklık                        | 24,0%             |           |          |
| Yabancı Yatırımcı Takas Oranı        | 11,0%             |           |          |
| Yerli Yatırımcı Takas Oranı          | 89,0%             |           |          |
|                                      | 1 Aylık           | 3 Aylık   | 1 Yıllık |
| TL Getiri                            | 7,6%              | 34,4%     | 107,9%   |
| BİST-100                             | -1,2%             | 17,0%     | 68,4%    |
| BİST-100 Göreceli                    | 8,8%              | 14,9%     | 23,5%    |
| Günlük İşlem Hacmi (mn TL)           | 42,42             |           |          |
| (mn TL)                              | 2022              | 2023      | % Değ.   |
| Net Satış                            | 71.287,7          | 64.834,6  | -9,1%    |
| Brüt Kar                             | 3.858,0           | 4.962,8   | 28,6%    |
| Faaliyet Karı /Zararı                | -27,6             | 211,4     | a.d.     |
| A. Ort. Net Kar / Zar                | 6.848,1           | 5.953,9   | -13,1%   |
|                                      | FK/FD/FAVÖK       |           |          |
| AYGAZ                                | 6,2               | 30,7      |          |
| BİST-100                             | 7,3               | a.d.      |          |
| Uluslararası Benzer Şirketler (Cari) | 19,8              | 9,4       |          |
| 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; 12.03.2024 verileri kullanılmıştır.

Aygaz'ın 2023 yılı ana ortaklık net dönem karı 5.954mn TL ile 2022 yılına göre %13,1 oranında düşüş kaydetmiştir. Şirketin satış gelirleri 2023 genelinde 2022'ye göre %9,1 oranında azalarak 64.835mn TL olmuştur. Aynı dönemde satışların maliyeti de %11,2 oranında görece daha fazla gerilemiş ve 59.872mn TL'yi göstermiştir. Böylece brüt kar %28,6 oranında artarak 4.963mn TL'ye ulaşmıştır. Brüt kar marjı ise yıllık 2,2 puan artışla %7,7 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde operasyonel giderler %18,7 oranında artmış ve 4.613mn TL'yi göstermiştir. Diğer faaliyetlerden ise 2023'te net 138mn TL gider kaydedilmiş ve bunlara bağlı olarak da 211mn TL faaliyet karı oluşmuştur. 2022'de 28mn TL faaliyet zararı kaydedilmişti.

Diğer taraftan, 2023 FAVÖK'ü ise LPG ve Doğal Gaz segmentinin olumlu katkısı sonucu %13,2 oranında artışla 1.165mn TL'yi göstermiştir. FAVÖK marjı da 0,4 puan artışla %1,8 seviyesine yükselmiştir. Şirketin yatırım faaliyetlerinden net gelirleri 304mn TL'yi göstermiştir. Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımların katkısı 2022 yılında 6.163mn TL iken (EYAŞ: 4.714mn TL, Entek: 1.486mn TL), 2023 yılında 5.089mn TL'ye gerilemiştir (EYAŞ: 5.077mn TL, Entek: -). Net finansman giderleri 2023'de 462mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2022'de net finansman giderleri 709mn TL idi.

2023'te 324mn TL parasal kazanç (2022: 989mn TL parasal kazanç) ve 75mn TL'lik vergi geliri sonrasında 2023 ana ortaklık net dönem karı da 5.954mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket TMS 29 etkileri hariç finansallarını da paylaşmıştır. Buna göre, 4Ç2023'te brüt kar %83,6 artışla 1.118mn TL'yi göstermiştir (2023: 4.344mn TL, 2022: 2.222mn TL). 4Ç2023'de 46mn TL Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Zarar hesaplanmaktadır. 4Ç2022'deki FAVÖK 25mn TL idi (2023: 945mn TL, 2022: 537mn TL).

Aygaz'ın hedef hisse fiyatını, beklentilerimizdeki değişiklikler ve Tüpraş ile Yapı Kredi Bankası hedef hisse fiyatlarımızdaki yukarı yönlü güncellemelere bağlı olarak 187,00TL'den **223,60TL'ye** yükseltiyoruz. Hisse için daha önceki "AL" önerimizi de koruyoruz

| ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL) | TMS 29 Etkisi Hariç |       |       |       |       |       | TMS 29 Etkisi Dahil |       |       |
|----------------------------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|
|                            | 4Ç22                | 4Ç23  | %Değ. | 2022  | 2023  | %Değ. | 2022                | 2023  | %Değ. |
| Brüt Kar                   | 609                 | 1.118 | 83,6% | 2.222 | 4.344 | 95,5% | 3.858               | 4.963 | 28,6% |
| FAVÖK                      | 25                  | -46   | a.d   | 537   | 945   | 76,0% | 1.029               | 1.165 | 13,2% |
| Brüt Kar Marjı             | 6,0%                | 7,0%  | 1,0%  |       |       |       | 5,4%                | 7,7%  | 2,2%  |
| FAVÖK Marjı                | 0,2%                | -0,3% | a.d   |       |       |       | 1,4%                | 1,8%  | 0,4%  |

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

**Aygaz'ın toplam satış miktarı 2023 yılında %15,5 oranında arttı...**

Aygaz'ın toplam satış miktarı dördüncü çeyrekte 608 bin ton ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %14,7, bir önceki çeyreğe göre de %9,8 oranında düşüş kaydetmiştir. 3Ç2023 ile karşılaştırıldığında tüm segmentlerin satışlardaki düşüş, toplam satış miktarını baskılamıştır. Ek olarak satış miktarındaki düşüşe ve son üç aydır düşen LPG fiyatlarına rağmen dördüncü çeyrekte 47mn TL'lik stok karı (4Ç2022'de 43mn TL stok zararı; 3Ç2023'de 293mn TL stok karı) oluşmuştur. Ocak-Aralık döneminde oluşan toplam stok karı ise 103mn TL'dir. (2022: 208mn TL stok zararı)

| Satış Miktarı (Bin ton) | 1Ç22       | 2Ç22       | 3Ç22       | 4Ç22       | 1Ç23       | 2Ç23       | 3Ç23       | 4Ç23       | 4Ç23-3Ç23 Değ.% | 4Ç23-4Ç22 Değ.% | 2022         | 2023         | Değ. %       |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|
| Tüpgaz                  | 58         | 58         | 75         | 61         | 57         | 66         | 74         | 58         | -21,6%          | -4,9%           | 252          | 255          | 1,2%         |
| Dökme                   | 9          | 9          | 10         | 25         | 52         | 20         | 17         | 14         | -17,6%          | -44,0%          | 53           | 103          | 94,3%        |
| Otogaz                  | 133        | 168        | 213        | 183        | 169        | 202        | 217        | 186        | -14,3%          | 1,6%            | 697          | 774          | 11,0%        |
| Toptan ve Yurtdışı      | 221        | 330        | 360        | 444        | 492        | 383        | 366        | 350        | -4,4%           | -21,2%          | 1355         | 1591         | 17,4%        |
| <b>Toplam</b>           | <b>421</b> | <b>566</b> | <b>658</b> | <b>713</b> | <b>770</b> | <b>671</b> | <b>674</b> | <b>608</b> | <b>-9,8%</b>    | <b>-14,7%</b>   | <b>2.358</b> | <b>2.723</b> | <b>15,5%</b> |

**Kaynak:** Aygaz

Aygaz'ın eylül ayı sonu itibarıyla, 29mn TL'ye gerileyen net borcu ise 4Ç2023'de LPG ve doğal gaz iş kolunda artan operasyonel karlılık ve EYAŞ'tan alınan temettü gelirlerinin etkisiyle aralık sonu itibarıyla 1.301mn TL net nakit seviyesine ulaşmıştır.

**Aygaz, 2024 yılsonu beklentilerini paylaştı...**

Aygaz, 2023 yılsonu sonuçları ardından 2024 yılına yönelik beklentilerini paylaşmıştır. Buna göre Aygaz 2024 yılı otogaz satış miktarı beklentisini 770- 800bin ton, Tüplügaz satış miktarı beklentisini ise 240-250 bin ton olarak açıklamıştır. Ek olarak tüplügaz pazar payı beklentileri %41,0 - %43,0, otogaz pazar payı beklentileri ise %21,5 - %22,5 aralığındadır.

**Beklentilerimizi güncelliyoruz...**

Aygaz'la ilgili beklentilerimizi 2023 yılı gerçekleştirmeleri ardından güncelliyoruz. Buna göre, 2024 yılsonu satış gelirleri tahminimiz 80.689mn TL iken, FAVÖK marjı tahminimiz de %3,0 seviyesindedir.

| Finansal Tahminler (mn TL) | 2023<br>TMS 29 Etkisi Dahil | 2024T  | 2025T  |
|----------------------------|-----------------------------|--------|--------|
| Satış Gelirleri            | 64.835                      | 80.689 | 91.814 |
| FAVÖK                      | 1.165                       | 2.454  | 3.152  |
| Ana Ort. Net Kar           | 5.954                       | 8.676  | 8.299  |
| FAVÖK Marjı                | 1,8%                        | 3,0%   | 3,4%   |
| Net Kar Marjı              | 9,2%                        | 10,8%  | 9,0%   |

**Kaynak:** Ziraat Yatırım

**Aygaz için hedef hisse fiyatını 223,60TL olarak güncelliyoruz...**

Aygaz'ın tahmini değerini, beklentilerimizdeki değişiklikler ve Tüpraş ile Yapı Kredi Bankası hedef hisse fiyatlarımızdaki yukarı yönlü güncellemelere bağlı olarak 41.102mn TL'den 49.147mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 187,00TL'den **223,60TL'ye** yükseltiyoruz. Aygaz hisseleri güncellediğimiz hedef hisse fiyatına göre %24,6 oranında iskontoyla işlem görmesine bağlı olarak da daha önceki "**AL**" önerimizi koruyoruz.

| Özet Değerleme Tablosu                           | Kullanılan Yöntem        | Açıklama           | (Mn TL)          |
|--|--------------------------|--------------------|------------------|
| AYGAZ (Kons. Şirketler)                          | İNA                      | (%3 büyüme)        | 14.413           |
| Opet Aygaz Gayrimenkul                           | Defter Değeri            | (%50 Aygaz Payı)   | 1.188            |
| United Aygaz                                     | Defter Değeri            | (%50 Aygaz Payı)   | 451              |
| EYAŞ (Tüpraş %9,28)                              | İNA ve Benzer Şir.       | (%9,28 Aygaz Payı) | 41.126           |
| Koç Finansal Hizmetler (Yapı Kredi Payı (%1,61)) | Gordon B. ve Benzer Şir. | (%1,61 Aygaz Payı) | 4.255            |
| Net Aktif Değer                                  |                          |                    | 61.434           |
| Holding İskontosu (%20)                          |                          |                    | 12.287           |
| Hedef Piyasa Değeri                              |                          |                    | 49.147           |
| <b>Hedef Hisse Fiyatı</b>                        |                          |                    | <b>223,60 TL</b> |
| Aygaz Hisse Fiyatı*                              |                          |                    | 168,60 TL        |
| Hedef Piyasa Değerine Göre İskonto Oranı         |                          |                    | 24,6%            |

\*12.03.2024 kapanış fiyatı kullanılmıştır.

| <b>ÖZET BİLANÇOLAR(MN TL)</b>                | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>%Değ.</b>  |
|--|---------------|---------------|---------------|
| <b>DÖNEN VARLIKLAR</b>                       | <b>12.304</b> | <b>10.143</b> | <b>-17,6%</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                    | 3.069         | 3.521         | 14,7%         |
| Ticari Alacaklar                             | 4.051         | 4.014         | -0,9%         |
| Diğer Alacaklar                              | 246           | 7             | -97,2%        |
| Stoklar                                      | 3.849         | 1.985         | -48,4%        |
| Diğer Dönen Varlıklar                        | 1.089         | 616           | -43,4%        |
| <b>DURAN VARLIKLAR</b>                       | <b>33.467</b> | <b>36.045</b> | <b>7,7%</b>   |
| Ticari Alacaklar                             | 13            | 16            | 19,9%         |
| Finansal Yatırımlar                          | 2.657         | 2.668         | 0,4%          |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar    | 25.477        | 27.929        | 9,6%          |
| Maddi Duran Varlıklar                        | 4.487         | 4.382         | -2,3%         |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                | 177           | 241           | 36,5%         |
| Diğer Duran Varlıklar                        | 272           | 809           | 197,6%        |
| <b>TOPLAM AKTİFLER</b>                       | <b>45.771</b> | <b>46.189</b> | <b>0,9%</b>   |
| <b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>             | <b>12.466</b> | <b>9.036</b>  | <b>-27,5%</b> |
| Finansal Borçlar                             | 1.705         | 992           | -41,8%        |
| Uzun V. Borçlan.Kısa Vadeli Kısımları        | 2.891         | 1.135         | -60,7%        |
| Ticari Borçlar                               | 6.608         | 5.233         | -20,8%        |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar                 | 1.263         | 1.675         | 32,7%         |
| <b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>             | <b>2.444</b>  | <b>630</b>    | <b>-74,2%</b> |
| Finansal Borçlar                             | 1.335         | 93            | -93,0%        |
| Diğer Borçlar ve Karşılıklar                 | 1.110         | 537           | -51,6%        |
| <b>ÖZSERMAYE</b>                             | <b>30.861</b> | <b>36.523</b> | <b>18,3%</b>  |
| Ödenmiş Sermaye                              | 220           | 220           | 0,0%          |
| Geçmiş Yıllar Karları/Zararları              | 16.031        | 22.590        | 40,9%         |
| Net Dönem Karı/Zararı                        | 6.848         | 5.954         | -13,1%        |
| Diğer  | 7.500         | 7.760         | 3,5%          |
| <b>TOPLAM PASİFLER</b>                       | <b>45.771</b> | <b>46.189</b> | <b>0,9%</b>   |
| <b>ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)</b>            | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>%Değ.</b>  |
| <b>SATIŞLAR</b>                              | <b>71.288</b> | <b>64.835</b> | <b>-9,1%</b>  |
| Satışların Maliyeti (-)                      | 67.430        | 59.872        | -11,2%        |
| <b>BRÜT KAR/ZARAR</b>                        | <b>3.858</b>  | <b>4.963</b>  | <b>28,6%</b>  |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                  | 1.715         | 2.141         | 24,8%         |
| Pazarlama Giderleri (-)                      | 2.152         | 2.445         | 13,6%         |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)        | 18            | 27,5          | 51,2%         |
| Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri               | 0             | -138          | a.d           |
| <b>NET FAALİYET KARI/ZARARI</b>              | <b>-28</b>    | <b>211</b>    | <b>a.d</b>    |
| Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri         | 79            | 304           | a.d           |
| Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler     | -709          | -462          | a.d           |
| Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları | 7.152         | 5.413         | -24,3%        |
| Net Parasal Poz. Kazanç./Kayıpları           | 989           | 324           | -67,3%        |
| Vergi Gideri/Geliri                          | -31           | -75           | a.d           |
| <b>NET DÖNEM KARI/ZARARI</b>                 | <b>6.526</b>  | <b>5.541</b>  | <b>-15,1%</b> |
| <b>Ana Ortaklık Net Dönem Karı</b>           | <b>6.848</b>  | <b>5.954</b>  | <b>-13,1%</b> |

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](mailto: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](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

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