

Aygaz

26/09/2023

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 49%

Döviz bazlı öngörülebilir nakit yaratımı, yeni alanlarda büyüme potansiyeli, düşük borçluluk ve cazip artış potansiyeli

Şirket 2019 – 2022 yılları arasında ağırlıklı olarak LPG dağıtım işinden yıllık ortalama 70 milyon dolar FAVÖK elde etmiştir. Tahminlerimize göre 2023 ve 2026 yılları arasında da şirketin benzer bir şekilde ana işinden yıllık ortalama 77 milyon dolar FAVÖK yaratması bekleniyor. İNA analizinden LPG işi için hesapladığımız değer ortalamada 5.6x FAVÖK çarpanına denk gelmekte. Şirketin Tüpraş'da sahip olduğu %9.3'lük payın piyasa değerini (1,014 milyon dolar) şirketin toplam piyasa değerinden düştüğümüzde, LPG iş kolu ve diğer girişimler için sadece 136 milyon dolar kalmaktadır. **LPG iş kolu İNA değerlememiz, Tüpraş hedef fiyatımıza göre hesapladığımız %9.3'lük Tüpraş iştiraki, yatırım bedelinden dahil ettiğimiz yeni girişimleri ve %3,9'luk KFS iştirakini topladığımızda Aygaz için toplam 1,622 milyon dolar piyasa değeri hedefine ulaşmaktayız. Hisse başına 221 TL'ye denk gelen 12 aylık hedef değerimiz yaklaşık %49 artış potansiyeline işaret etmekte.**

Kuruluşundan bugüne LPG'de pazar lideri

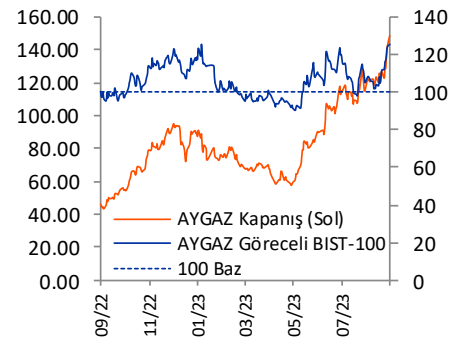
Kurulduğu günden bugüne ürüne adını veren Aygaz markası ve Mogaz markası ile piyasa liderliğini korumaktadır. Avrupa'nın en büyük 4. evsel LPG pazarı ve en büyük 2. otogaz pazarı olan Türkiye'de Aygaz tüplü gaz ve otogaz pazarında, sırasıyla, %41 ve %22.5 paylara sahip. Toplam LPG pazarında ise şirket %26 pay ile yine lider konumda. Tüplügazda ilk 3 ve otogazda ilk 8 oyuncu toplam pazarın %80'ninden fazlasına sahip durumda.

Gebze İşletmesinde kurmuş olduğu tüp ve gaz aletleri üretimi ile tam entegre iş planına sahip olan Aygaz, aynı zamanda da 2,198 tüpgaz bayisi ile en yaygın bayi ağına sahiptir. Şirketin otogaz istasyon sayısı ise 1,830. Türkiye'nin en büyük LPG depolama kapasitesine (178 bin m3) sahip olan Aygaz toplam 28,000 m3 taşıma kapasitesine sahip gemileri ile 2022 yılında 1,211 bin ton toptan ve yurtdışı satış hacmi gerçekleştirmiştir.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	148.70	5.46
12 Aylık Hedef Fiyat	221.00	7.38
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	18.47	2.08
Piyasa Değeri (mn)	32,684	1,201
Halka Açık PD (mn)	7,897	290
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		8.3
Hisse sayısı (Adet mn)		220
Takas Saklama Oranı (%)		24
Yabancı Oranı (%)		54

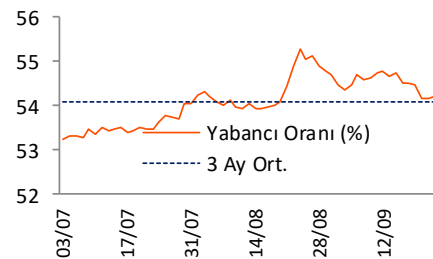
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	28.5	57.8	218.9
ABD \$	24.9	8.6	115.6
BIST-100 Relatif	19.4	4.7	26.0

Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	6.9	10.7	8.1
PD/DD	4.2	2.9	2.1
FD/FAVÖK	60.3	35.9	14.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat

52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 0.00 0.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 54.21



İlayda Özdemir İşlek

iislek@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 48

Aygaz

Ayrıca, Aygaz'ın, Aygaz Ekspres Sistemi ile bayilerin ihtiyacı olan iş akışlarının optimizasyonunu sağlayan dijital çözümleri üretmektedir. Yeniliklere ve gelişmelere açık olan şirketin online satış imkanı da bulunmaktadır.

LPG teminin ve satışı yapmanın yanı sıra LPG taşımacılığı alanında da faaliyet gösteren şirket ortalama filo yaşı 17 olan 3 adet gemi ile 28800 metreküp taşıma kapasitesine sahiptir.

AYGAZ Doğal gaz şirketi ile doğal gaz ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) satışında da 2004 yılından beri faaliyet göstermektedir. Birikmiş tecrübesini doğal gaz alanında da kullanan şirket 17 milyon m³ boru gazı ile 78 milyon metreküp LNG satış hacmine sahiptir.

Yeni stratejik iş alanı: Paket teslim işi

Aygaz platformunun yetenek ve iş gücünü stratejik iş alanlarına taşıma stratejisi kapsamında Sendeo kargo taşıma ve dağıtım şirketi 2021 yılı Temmuz ayında İstanbul'da faaliyetlerine başlamıştır. Aygaz'ın %55 iştiraki olan şirket, Eylül 2021'de 16 ile yayılmış, Tüm Türkiye'ye yayılmış Aygaz bayileri sayesinde, 2022 yılı Şubat ayında ise 81 ilde faaliyet gösterir duruma gelmiştir. E-ticarete paralel olarak hızlı büyüyen kargo dağıtım sektöründe Aygaz mevcut varlıkları ile sinerji oluşturarak değer yaratmayı hedeflemektedir.

Nitekim, Aygaz'ın marka gücünün yanı sıra, her gün yaklaşık 40 bin haneye ulaşan yaygın bayi ağı, tesis altyapısı ve eve teslimat tecrübesi bu anlamda ilave değer yaratabilecek unsurlardır.

2022 yılı sonu itibarı ile şirketin sermayesi 1.2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirketin paket sayısı anlamında gerekli ölçeği yakalaması ile 2024 yılında başabaş noktasına ulaşmıştır. Sendeo operasyonları muhafazakar bir yaklaşımla değerlememize TL cinsinden hesaplanan yatırım maliyetinin dolar karşılığındaki bu günkü değeri esas alınarak katılmıştır.

Uluslararası bir LPG şirketi olma yolunda

Aygaz'ın %50 paya sahip olduğu United Aygaz LPG Ltd, dünyanın en hızlı büyüyen LPG pazarlarından biri olan Bangladeş'de (2016-2021 arasında %32 ortalama büyüme) Ağustos 2022 itibarıyla satış operasyonlarına başlamıştır. 6 bin ton kapasiteli iki küreye ilaveten 5 bin ton kapasiteli 2 yeni kürenin kurulum süreci devam etmektedir. 2022 yıl sonu itibarıyla 60 bayisi olan şirket 2023 yılını ilk çeyreğinde 100 bayiye ulaşmıştır. Şirkete yapılan kümülatif sermaye katılımı 2022 yıl sonu itibarıyla 49 milyon dolara ulaşmıştır. United Aygaz LPG Ltd'de muhafazakar bir yaklaşımla değerlememize yatırım maliyetinden katılmıştır.

EYAŞ üzerinden Tüpraş sermayesindeki %9.3'lük dolaylı pay düzenli nakit akımı sağlamaktadır

Aygaz, Tüpraş'ın %46.4 hissesine sahip olan Enerji yatırımları A.Ş. 'deki, %20 payı üzerinden Tüpraş'ın %9,3'üne sahiptir. Diğer petrol ürünlerinin yanı sıra, Şirketin dağıtımını ve ticaretini yaptığı LPG' yi de üreten Tüpraş'daki pay, sınırlı da olsa bir nevi dikey entegrasyon olarak düşünülebilir. Ayrıca, düzenli temettü ödeyen Tüpraş şirket için önemli bir nakit kaynağıdır. Şirketin %50'sine sahip olduğu Opet Aygaz Gayrimenkul şirketi ise sahip olduğu 17 otagaz istasyonu ile gayrimenkul yatırımları ile değer yaratmaktadır.

Yatırım Riskleri

Nispeten yüksek dağıtım marjlarına sahip tüpgaz pazarında küçülme, otagazda ise sınırlı büyüme. Türkiye genelinde doğalgaz yayılımı yavaşlamış olsa da devam etmektedir. Bu durum dökme ve tüpgazın ısınmadaki payını azaltmaya devam etmektedir. Kentsel dönüş ile artan yeni konutlarda da doğalgaz boru hatları yaygınlaşmaya devam etmektedir. 2018-2021 yılları arasında tüpgaz pazarında yıllık daralma %1.5 ile %3 arasında seyrederken 2022 yılında LPG fiyatlarında artış ve düşen alım gücü neticesinde daralma %12 olmuştur.

Aygaz

2018-2022 yılları arasında Türkiye tüpgaz pazarı %20 küçülürken Aygaz'ın satışlarındaki azalma %18 ile nispeten daha sınırlı olmuştur. Aygaz'ın Ağustos 2023 sonu itibari ile tüp gaz segmentinde %41.2 oranında pazar payı bulunmaktadır.

Oto üreticilerinin LPG'li araçlara ve otogaz dönüşüm sektörüne artan ilgisi ve otogazın benzine göre ortalamada %30-%40 avantaj sunuyor olması, otogaz satışlarını desteklemektedir. Aygaz'ın 2020 yılında pandeminin etkisi ile daralan otogaz satışları 2021 yılından itibaren toparlanmaya başlamış 2022 satış hacmi 2019 yılı seviyesinin %95'ine ulaşmıştır. Aygaz otogaz segmentinde %22.5 pazar payı ile en geniş bayi ağına sahiptir.

En büyük LPG'li araç filosuna sahip olan Türkiye'de dünyadaki LPG'li araçlarında %17'si bulunuyor. Öte yandan, 2018 yılından bu yana Türkiye'de otogazlı araç sayısı %7,89 azalmıştır.

Nispeten çok daha düşük kar marjına sahip dökme, toptan ve yurt dışı satışların dahil olduğu diğer LPG satış hacimleri ise 2018-2022 yılları arasında yıllık ortalama %10 oranında büyüme göstermiştir. Diğer satışlar içinde, Aygaz'ın Türkiye'deki diğer LPG dağıtıcılarının tedarikçisi konumunda gerçekleştirdiği toptan satışlar ve yurtdışına yapılan transit satışlar en büyük paya sahiptir.

LPG fiyat hareketleri neticesinde oluşan stok kar zararları FAVÖK seviyesinde oynaklığa yol açıyor

LPG fiyatlarında oluşan sert hareketler iş modeli gereği stok tutma mecburiyetinde olan şirketin FAVÖK rakamlarında oynaklık yaratmakta. Örneğin, 2022 yılı son çeyreğinden itibaren artış yönlü hareket eden SP fiyatı, küresel piyasalardaki resesyon beklentisi ve Uzakdoğu başta olmak üzere küresel LPG tüketimindeki aşağı yönlü hareketin etkisi ile Haziran ayında 405 USD/ton olmuş ve stok zararında sebep olmuştur. Buna karşın şirket LPG ve NG iş kolundan 2019 – 2022 yılları arasında yıllık 60 ile 84 milyon dolar arasında bir FAVÖK elde etmeyi başarmıştır.

Yeni iş kollarına tahminlerin üzerinde sermaye yatırımı ve/veya beklenenden daha uzun geri dönüş süreleri

2023 Mart ayı sonu itibariyle Sendeo şirketine 2021 yılı Temmuz ayından itibaren ortaklar tarafından toplam 1,183 milyon TL sermaye katkısı yapılmıştır. (Aygaz'ın payı % 55). Borcu bulunmayan şirketin 2021 yılından bu yana toplam net zararı 736 milyon TL, FAVÖK seviyesindeki zarar ise 789 milyon TL olmuştur. Kargo taşımacılığı ve ana müşterisi olan e-ticaret oldukça dinamik ve rekabetin yoğun olduğu iş kollarıdır. Kur ve enflasyonun maliyetler üzerindeki olumsuz etkisi ve bu etkilerin geç ve kısmi olarak fiyatlara yansıtılabilmesi, Sendeo'nun ilk iş planına göre başabaş noktasına gelmesini bir miktar geciktirmiştir. Tahminlerimize göre Sendeo'dan gelecek eksi FAVÖK ve net kar katkıları 2024 yılında oldukça sınırlı olmaktadır. Mevsimselliğin yoğun olduğu iş kolunda özellikle son çeyrekte hacimler ve karlılık iyileşmektedir. Öte yandan gerek Aygaz'ın mevcut bayi altyapısı ve nihai müşteriye ulaşım kapasitesinin yarattığı sinerjiler, gerekse Koç grubunun yaratacağı olası sinerjiler düşünüldüğünde, Aygaz'ın bu iş kolunda rakiplere göre oldukça avantajlı olduğu görülmektedir.

Bangladeş'de 2022 yılında satış faaliyetlerine başlayan United Aygaz 'a Mart 2023 itibariyle toplam 49 milyon dolar sermaye yatırımı yapılmıştır (Aygaz'ın payı 24.5 milyon dolar). 2016-2021 yılları arasında ortalama %32'lik büyüme ile Bangladeş dünyanın en hızlı büyüyen LPG pazarı olmuştur. Aygaz Türkiye'deki başarılı iş modelini tecrübesinde de faydalanarak bu pazarda da uygulayarak değer yaratmayı hedeflemektedir. Terminal ve depolama kapasite yatırımları devam etmekte olup şirket Ağustos 2023 sonu itibariyle 106 bayi ve 3,500 satış noktası ile faaliyet göstermektedir.

ŞİRKETE ÖZET BAKIŞ



Kısaca Aygaz

Aygaz ana iş kolu olarak sıvılaştırılmış petrol gazının (LPG) teminini, stoklanmasını, dolumu ticaretini ve dağıtımını sağlayan bir yakıt dağıtım şirkettir. Koç Topluluğu'nun enerji sektöründeki ilk şirketi olarak 1961 yılında kurulmuştur. Ana faaliyet alanı LPG olan şirket ayrıca Uluslararası operasyonlarda United Aygaz şirketi ile faaliyet göstermektedir. Ana iş kolu olan LPG'nin dışında, LNG dağıtımı, kargo ve su dağıtımı iş kollarında da faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca Enerji Yatırımları A.Ş. ile dolaylı olarak TÜPRAŞ'ın %9,3 sermaye ortağıdır. Son olarak yakın dönemde Koç Finansal Hizmetler A.Ş. 'deki payı karşılığında hissedarlarına Koç Holding hissesi dağıtma kararı almıştır. İptal edilecek her Aygaz hissesi karşılığında 0,789 Koç Holding hissesinin dağıtım işleminin 24 Ağustos 2023 tarihinde gerçekleştirilen olağanüstü genel kurul kararı ile ertelenmesine karar verilmiş olup işlem gerçekleştirme tarihi belirsiz bırakılmıştır.

Şekil 1: Aygaza Genel Bakış, Kaynak: AYGAZ

	Ana Faaliyet Alanı - LPG	Uluslararası Operasyonlar	Ortaklık Yapısı
 1961 yılında kurulmuş Koç Topluluğu'nun enerji sektöründeki ilk şirketi	 LPG'nin temini, stoklanması, dolumu ve dağıtımı	United Aygaz – Bangladeş Bangladeş'te LPG temini, stoklanması, dolumu ve dağıtımı	 %51,2 Koç Topluluğu
 Entegre bir LPG şirketi «Türkiye'nin lider LPG dağıtıcısı»	 Basınçlı kap ile LPG ekipmanlarının üretimi ve satışı	Finansal Yatırımlar Enerji Yatırımları A.Ş. Dolaylı olarak TÜPRAŞ'ta %9,3 sermaye payı	 %24,5 Liquid Petroleum Gas Development Company (LPGDC)
 2,3 Milyar \$ yıllık ciro* <small>*2022 yıl sonu</small>	 Deniz yolu ile LPG taşımacılığı	Koç Finansal Hizmetler A.Ş. Dolaylı olarak YKB'de %1,6 sermaye payı	 %24,3 Halka Açık

Stratejik İş Alanları

 Aygaz Doğal Gaz Doğal gaz ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ticareti AYGAZ DOĞALGAZ	 Sendeo Kargo taşıma ve dağıtım faaliyetleri sendeo	 Bal Kaynak Su İçme suyu dolumu ve satışı PURSU	
--	--	--	---

Sermaye Yapısı

Aygaz 1961 yılında kurulmuş olan Koç Topluluğu'nun enerji sektöründeki ilk şirkettir. Ortaklık yapısında paylarının %40,7'lik kısmı Koç Holding'e ait olmakla beraber %24,5'lük kısmı Liquid Petroleum Gas Dev. Co. ve %24,3'lük kısmı halka açıktır. Daha düşük oranlarda olan %5,8 ve %4,8'lik payları sırasıyla Temel Ticaret ve Yatırım A.Ş. ve Koç ailesine aittir.

Şirketin Yer Aldığı Faaliyet Alanları ve ürünleri

Aygaz Ana Faaliyet Alanı - LPG

Aygaz'ın ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurt dışından LPG temin etmek, stoklamak, dolum yapmak ve tüketiciye iletmektir. Ayrıca, LPG ekipmanlarının (tüp, tank, regülatör vb.) üretimi, satışı ve deniz yolu ile LPG taşımacılığı da ana faaliyetlerindedir. 2022 yılsonu itibarıyla Türkiye genelinde 2200'e yaklaşan tüpgaz bayisine ve 1830'u aşan otagaz istasyonuna sahiptir. Bu sayede her gün yaklaşık 40 bin haneye Aygaz ve markalarının tüpleri dağıtılırken 240 binin üzerinde araç istasyonlarından yakıt temin edilmektedir. Türkiye'nin LPG ithalatının yıl içerisinde yaklaşık olarak %51'ini gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin en büyük kara yolu LPG filosuna sahip olan Aygaz, yaklaşık olarak 300 kara tankeri, 200 tüpgaz nakliye aracı ve 600 sürücü ile yıllık 102 bin sefer yapmaktadır.

Gebze İşletmesi: Üretim Süreci ve Ürün Portföyü

Gebze Organize Sanayi Bölgesi'nde, 52 bin m2 alan üzerinde kurulu tesislerin toplam kapalı alanı 27 bin m2'dir. Alanında en ileri teknolojilerin kullanıldığı Gebze İşletmesi, ISO 9001 Kalite, ISO 140001 Çevre, OHSAS 18001 İş Sağlığı ve Güvenliği, ISO 10002 Müşteri Memnuniyeti, ISO 50001 Enerji, ISO 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemleri belgelerine sahiptir. 1961 yılından bu yana yurt içi ve yurt dışı için üretilen toplam tüp adedi 70 milyon, regülatör adedi 25 milyon ve valf adedi 100 milyonu geçmiştir. Ürettiği basınçlı kap ve aksesuarları bugüne dek 50 ülkeye ihraç etmiştir. Gebze İşletmesi'nde üretilen ürünler; Tüpler, Dökme ve Otogaz Tankları, Valfler, Regülatörler, yüksek kalitesi ve dayanıklılığıyla müşteri güvenini sağlamıştır.

Doğal Gaz (LNG)

Aygaz Doğal Gaz (LNG), doğal gaz boru hatlarındaki doğal gaz ile sıvılaştırılmış haldeki doğal gazın (LNG) satışı ve iletimi faaliyetlerini de gerçekleştirmektedir. Şirket LNG-PNG temini ve ticaretinin yanı sıra LNG tank seviyesi ölçümü ve teknik servis hizmetleri sağlamaktadır. Aygaz, doğal gaz ithalatının, toptan satışının, ihracatının ve LNG iletiminin sağlanması için gerekli olan tüm lisanslara sahiptir. Aygaz doğal gaz şirketi kurulduğu günden bu güne kadar 9 milyar metreküp üzerinde doğal gaz satışı gerçekleştirmiştir. Aygaz, doğal gaz şirketinin %100'üne sahip olduğu için finansallarına konsolide etmektedir.

AYGAZ Uluslararası Operasyonlar - United Aygaz (Bangladeş)

Yurtdışı büyüme stratejisi çerçevesinde Bangladeş pazarında LPG temini, dolumu ve dağıtımına yönelik faaliyette bulunmak üzere 2019 yılında Bangladeş projesi başlatılmıştır. United Aygaz, Aygaz'ın Bangladeş'te faaliyet göstermeye başlayan ve United Grup'un %50 ortaklığı ile kurulan bir iştiraktır. Proje başlangıcından bu güne kadar toplamda 49 milyon dolarlık yatırım tutarına sahip olan projede Aygaz toplam yatırım tutarının payına düşen 25 milyon dolarlık kısmını finanse etmiştir.

Bangladeş pazarında yaklaşık olarak 30 adet lisanslı LPG şirketi bulunmaktadır. Bu şirketlerin çoğu United Aygaz'a nazaran pazara düşük sermaye yüksek borç kullanarak girmişlerdir. Bangladeş LPG pazarı, 2015 ve 2021 yılları arasında %45 yıllık birleşik büyüme oranı ile dünyanın en hızlı büyüyen liberal LPG pazarlarından biridir. Doğalgaz kullanım alanını yalnızca sanayi olarak sınırlayan devlet politikası, hane halkının kullanımı için tüplügaz ihtiyacı yaratmaktadır. Bangladeş nüfus olarak Türkiye'nin 2 katı 160 milyon nüfusa sahiptir. Önümüzdeki dönemde pazarda %5 ile %10 arası yıllık büyüme beklenmektedir. United Aygaz projesi için önümüzdeki 4 -5 yıl içinde toplam yaklaşık 155 milyon TL yatırım harcaması planlamaktadır. Tüplügaz iş kolu diğer var olan iş kollarına göre daha fazla yatırım harcaması gerektirse de ilerleyen süreçte karlılık açısından en yüksek kar yaratan iş koludur. Aygaz Bangladeş projesiyle %15 Pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir. Bangladeşte kurulu olan United Aygaz LPG şirketi 2022 yılının Ağustos ayında Chittagong'da tüplügaz satış faaliyetlerine başlamıştır. Chittagong'da başlayan tüplügaz satış faaliyetleri farklı bölgelere genişleyerek devam etmektedir. 2023 yılının ilk çeyreğinde 90 bayi ile toplamda 9,5 ton satış yapılmıştır. Ayrıca, United Aygaz, 2023 Mart sonu itibarıyla 85 bayi ve 3,500 satış noktası ile çalışmalarını sürdürmektedir. Şirketin Chittagong'da toplam 6 bin ton kapasiteli 2 küresi bulunmaktadır. Bu kürelere ilave olarak da toplam 7.500 ton kapasiteli olan 3 yeni kürenin kurulum süreci devam etmektedir. Son olarak, şirketin 2023 yılında devreye almayı hedeflediği Dhaka tesisi için izin süreci sürmektedir.

Aygaz**Paket teslim işi: SENDEO**

Aygaz, dağıtım ve teslimat sektöründe 2020 yılında faaliyet göstermeye başlayan Aykargo, 2021 yılında yeni marka kimliği olan Sendeo ile faaliyetlerine devam etmeye başladı. Şirket, 2021 yılında yeni teknoloji altyapısının kurulması için önemli yatırımlar yapmış ve işlemlerini geliştirmiş olduğu operasyonel yazılım ile kendi sistem altyapısı üzerinden gerçekleştirmektedir. Sendeo Dağıtım Hizmetleri, Aygaz'ın marka gücü, yaygın bayi ağı ve eve teslimat tecrübesi gibi birikimlerini kullanarak mevcut varlıklara ilave değer yaratmak amacıyla Mayıs 2021'de İstanbul operasyonlarına başlamıştır. 2022 Şubat ayında (1 yıldan kısa süre içerisinde) 81 ile yayılımını tamamlamıştır.

Ayrıca, Sendeo 2022'de son nokta teslimatını sistem altyapısı üzerinden gerçekleştirebilir konuma getirmiştir ve müşterilerine tüm Türkiye çapında hizmet sağlamaya başlamıştır. Sendeo, 18 tesisi, 498 acentası ve 1.500'e yakın teslimat noktasıyla 2022 yılında 12 milyon paket satışa ve %93 zamanında teslimat ve %90 müşteri tavsiye skoruna ulaşmıştır. Sendeo'nun sermayesi son sermaye artışı ile 1,183 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bundan sonra şirkete ilave sermaye konulması planlanmaktadır. Tahminlerimize göre Sendeo 2023 yılında 626 milyon TL faaliyet zararı açıklayabilir. 2024 yılında ise zarar rakamının oldukça sınırlanarak 48 milyon TL'ye gerilemesini tahmin etmekteyiz.

BAL KAYNAK SU (PÜRSU)

Stratejik iş planları doğrultusunda kurulan bir diğer iş kolu ise Bal kaynak Su'dur (PÜRSU). Bal Kaynak Su, Uludağ ve Nazilli'de iki ayrı kaynaktan sağlanmaktadır ve tüketiciye PÜRSU markası ile ulaştırılmaktadır. Pürsu'nun 38 ilde ve yaklaşık olarak 400'e yakın bayisi bulunmaktadır. Aygaz, diğer stratejik iş kollarına benzer şekilde Pürsu'nun da %100'üne sahiptir ve konsolide operasyonlar içerisinde yer almaktadır.

AYGAZ Finansal Yatırımlar – Enerji Yatırımları A.Ş. (EYAŞ)

Aygaz sahip olduğu %20 EYAŞ hisseleri üzerinden Tüpraş'da (TUPRS.IS) %9,3'lük sermaye payına sahiptir. Aygaz tedarikçisi konumunda olan Tüpraş'dan her yıl düzenli temettü geliri elde etmekte ve Tüpraş payını öz sermaye yöntemiyle finansal tablolarında konsolide etmektedir.

Öte yandan şirketin sahip olduğu %3,2 Koç Finansal Hizmetleri payları karşılığında her bir iptal edilecek Aygaz payına 0,789 adet Koç Holding hissesinin dağıtım işleminin 24 Ağustos 2023 tarihinde gerçekleştirilen olağanüstü genel kurul kararı ile ertelenmesine karar verilmiş olup işlem gerçekleştirme tarihi belirsiz bırakılmıştır. Son olarak Aygaz Ram Dış Ticaret A.Ş.'de %2,5 ve Tat Gıda Sanayi A.Ş.'de ise %0,08 oranında paylara sahiptir.

AKPA Pazarlama

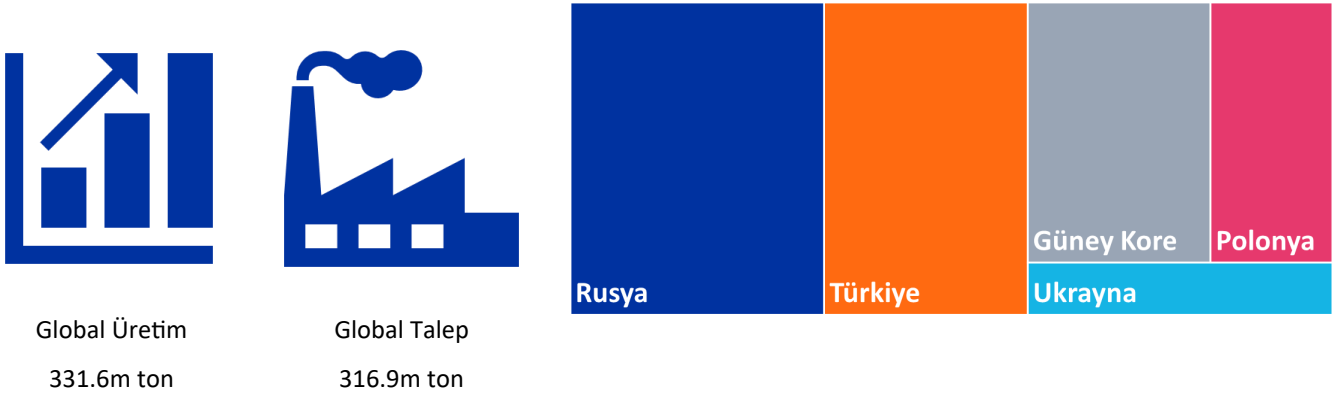
Akpa, kendi organizasyon yapısı ve bayileriyle tüplü gaz ve LPG cihaz satışını gerçekleştirmektedir. Ayrıca, akaryakıt istasyonu aracılığıyla perakende satış ve toptan, akaryakıt ve madeni yağ satışında bulunmaktadır. Aygaz, Akpa'nın %100'üne sahiptir.

SEKTÖR ANALİZİ

Bir Yakıt olarak LPG

LPG, sıvılaştırılmış petrol gazı olarak adlandırılır ve Türkiye'de %70 bütan, %30 propan karışımından oluşan bir enerji kaynağıdır. Fosil bazlı bir kaynak olsa da, kömüre kıyasla %35 ve petrole kıyasla %12 daha az CO2 emisyonu salgılar. Ayrıca kolay depolanabilir ve taşınabilir olması, yüksek enerji yoğunluğuna sahip olması gibi özellikleri, özellikle gelişmekte olan ve düşük gelirli ülkelerde doğal gaz altyapısının olmadığı veya yatırımların geciktiği zor coğrafi koşullarda kullanım avantajı sağlar. Yenilenebilir enerjiler hızla fosil bazlı yakıtların yerini alırken, enerji güvenliği açısından doğal gazla birlikte LPG de yardımcı bir yakıt olarak görev yapabilir ve hibrit çözümlerde kendine yer bulabilir.

Dünyada LPG



Şekil 2, Kaynak: WLPGA

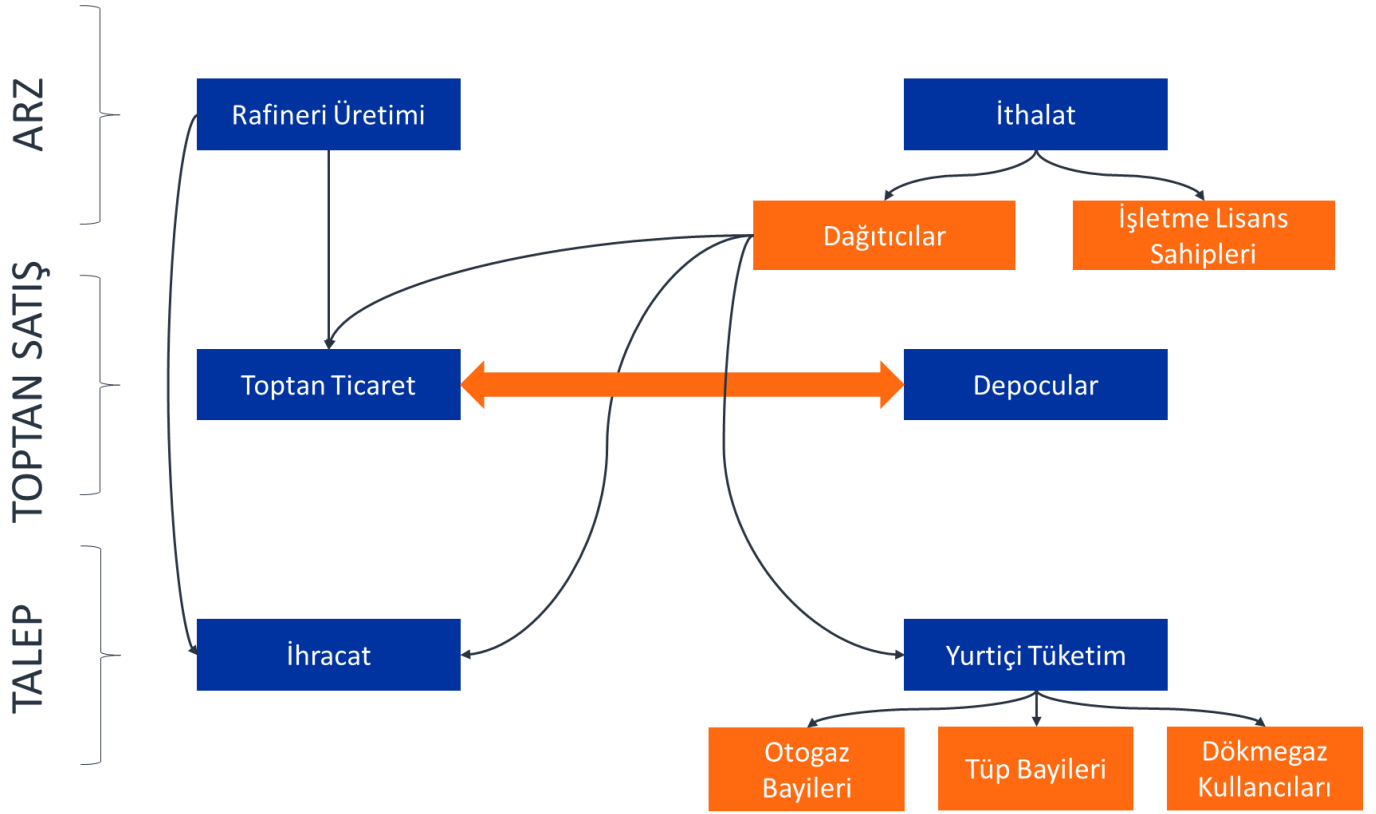
WLPGA tarafından yayınlanan son rapora, LPG üretimi 2021 yılında 2020 yılına göre %3.67 artarak toplam 331.6 milyon ton olarak gerçekleşti. Aynı dönemde global talep de %1.7 artarak 316.9 milyon tona ulaştı. Gelişmiş ülkelerde LPG tüketimi azalırken, gelişmekte olan ülkelerde düşük karbon ekonomisine destek olmak için LPG'ye olan talep artıyor. Dünya genelindeki toplam LPG talebinin %55.7'si Asya-Pasifik bölgesinden kaynaklanıyor.

Dünya çapında kayıtlı otagaz kullanan araç sayısı 28.3 milyon ve bu araçlar 2022 yılında toplam 25 milyon ton otagaz tüketimine sahip. Otagaz tüketimi en yüksek olan ülkeler ise sırasıyla Rusya, Türkiye, Kore, Polonya ve Ukrayna'dır. Bu ülkeler, dünya otagaz tüketiminin yarısını oluşturuyor.

Türkiye'de LPG

Türkiye'de uzun yıllardır LPG tüketimi sürekli artıyor. Ülkede LPG; otagaz, tüp ve dökme gaz olarak üç farklı şekilde kullanılıyor. Özellikle otagaz tüketimi, artan araç sayısı ve diğer yakıtlara göre uygun fiyat avantajıyla 2011-2018 yılları arasında en çok tercih edilen yakıt haline geldi.

Otagaz otomobillerde kullanılırken tüpgaz, konutlarda ve endüstriyel işletmelerde kullanılıyor, dökme gaz ise sanayide ve talebe göre bazı konutlarda tercih ediliyor. Türkiye'de LPG üretimi yapılsa da, büyük bir kısmı ithal ediliyor ve dağıtıcılar aracılığıyla toptancılara ve yurt içindeki talebe dağıtılıyor, hatta bunun da bir kısmı ihraç ediliyor.

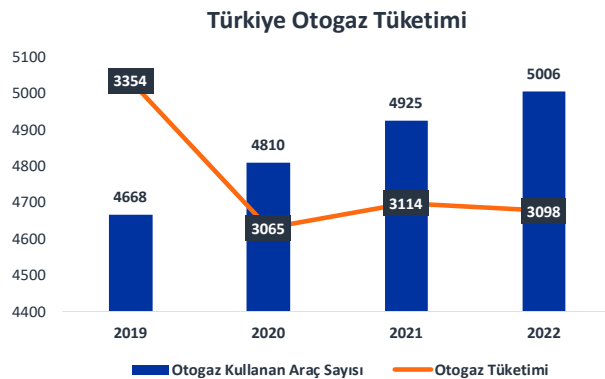


Şekil 3, Kaynak: EPDK

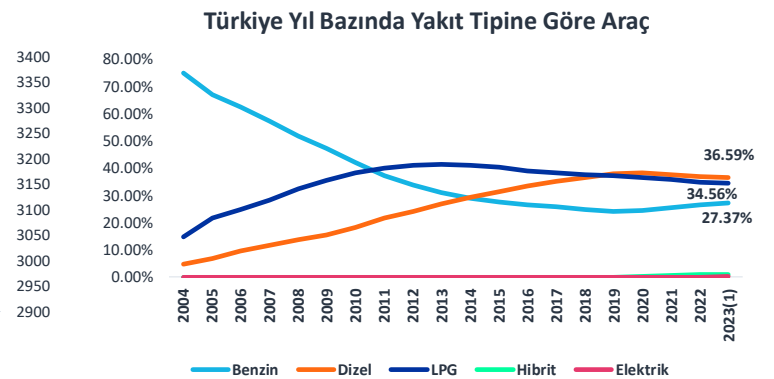
2022 Yılında LPG Satışlarında En Büyük Pay Otogaz Satışlarına Ait

2022 yılında LPG tüketiminin en büyük kaynağı otogaz oldu ve bu oran %80 olarak belirlendi. Tüpgaz %16 ve dökmegaz ise %4 oranında otogazı takip etti. Araç sayılarının artması ve diğer yakıtlara göre daha avantajlı fiyatlarıyla otogaz tüketimi hızla yükseldi. Bu sebeple 2011-2018 yılları arasında en çok tercih edilen yakıt haline geldi. 2022 yılı sonunda toplam araçların % 34.56'sı otogazlı olarak kaydedildi. Otogaz kullanım oranı azalmış olsa da, adet olarak sürekli bir artış gözlenmiş ve 2022 yılında toplamda 5 milyon otogazlı araç bulunmaktadır.

2022 yılında toplam 3,873m ton LPG satışı gerçekleştirilmiş olup bunların %82.7'si ithalat kaynaklıdır. Türkiye’de LPG üretimi pandemide -%10 oranında bir düşüş yaşamasına rağmen pandemi öncesi seviyesini tekrardan ulaşabildi. Türkiye’de 2013 yılından bu yana üretim %50.8 oranında artarken ithalat %3.79 oranında artış göstermiştir ve 2022 yıl sonu itibari ile 1.100m ton üretim, 3.205m ton LPG ithalatı gerçekleşti.



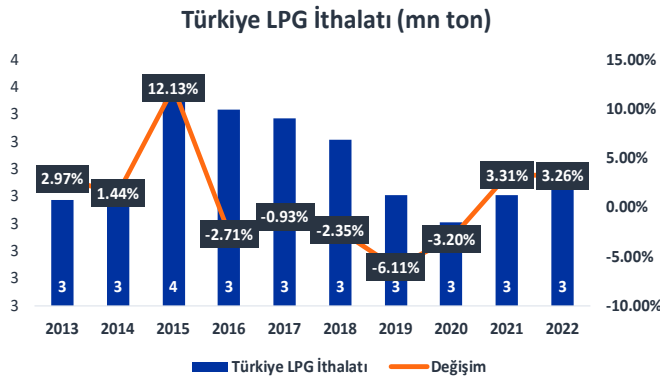
Şekil 4, Kaynak: PETDER, TÜİK



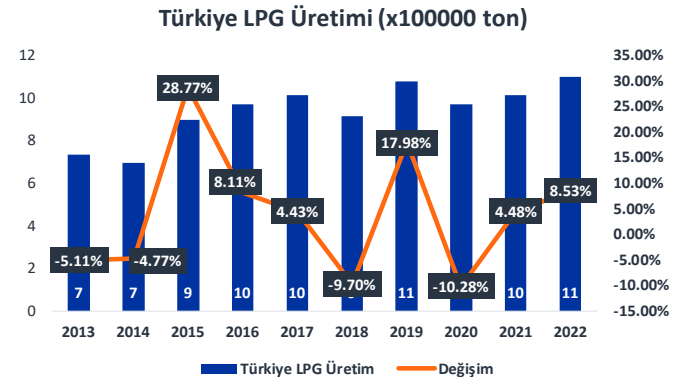
Şekil 5, Kaynak: TÜİK

Aygaz

T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) Ocak 2023 sektör raporuna göre; artan alım gücünün etkisiyle geçen yılın aynı dönemine kıyasla Türkiye tüplügaz pazarı %13, otopaz pazarı ise %33 büyümeye göstermiştir. Tüm segmentlerde pazar payı kazanımları ile Ocak 2023 itibarıyla Aygaz toplam LPG pazar payı %27,2 olmuştur.

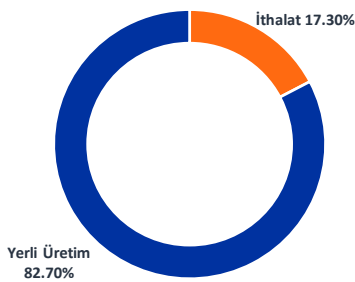


Şekil 6, Kaynak: EPDK



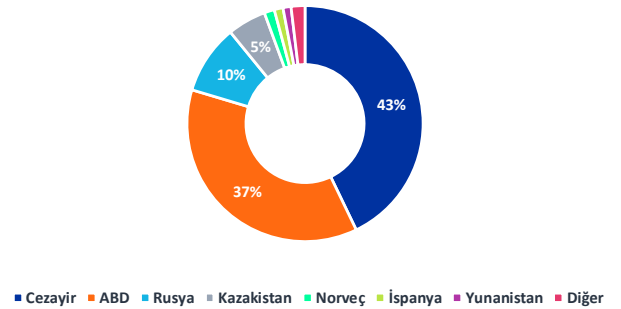
Şekil 7, Kaynak: EPDK

Satışların İthalat-Yerli Üretim Dağılımı



Şekil 8, Kaynak: EPDK

İthalatın Ülke Bazında Dağılımı



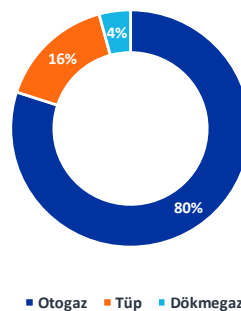
Şekil 9, Kaynak: EPDK

LPG ithalatında en büyük paya sahip 3 ülke sırasıyla; %42.9 ile Cezayir, %36.8 ile ABD ve %9.5 ile Rusya'dır. En fazla ithalat gerçekleştiren firma 1,500m ton ile Aygaz'dır ve bunu 697m ton ile Likitgaz takip ediyor.

LPG Satışlarının Dağılımı

Türkiye'de 2022 yılında en çok LPG satışları 3,098m ton ile otopaz türünde oldu, bu rakamı 612m ton ile tüp ve 164m ton ile dökmegaz satışları takip etti. 2022 yılında Türkiye'de toplamda 3,874m ton LPG satışı gerçekleşirken en büyük pay Aygaz'a ait.

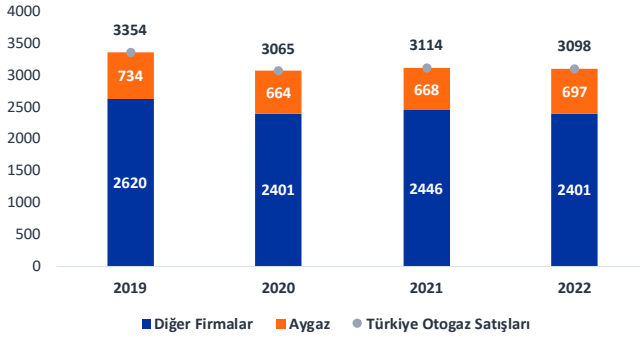
Türkiye LPG Satışlarının Dağılımı



Şekil 10, Kaynak: EPDK

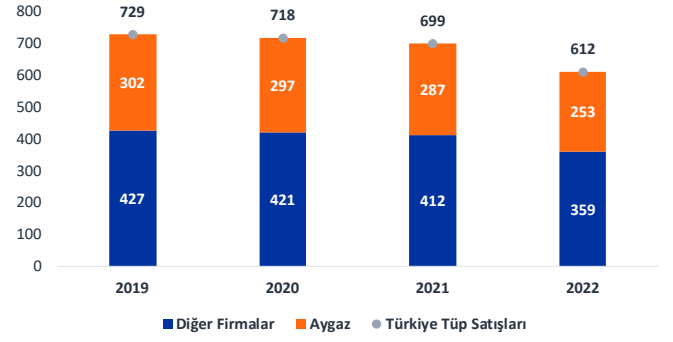
Aygaz

Türkiye Otogaz Satışları(000 ton)



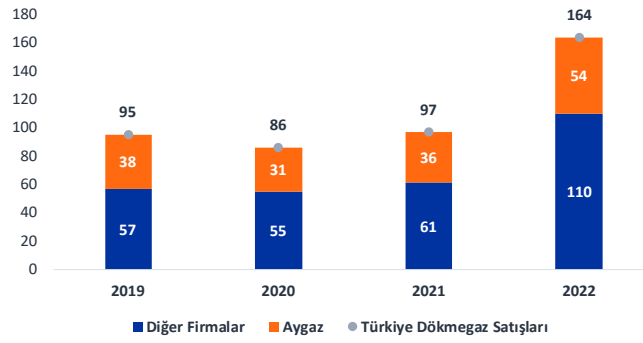
Şekil 11, Kaynak: EPDK

Türkiye Tüpgaz Satışları(000 ton)



Şekil 12, Kaynak: EPDK

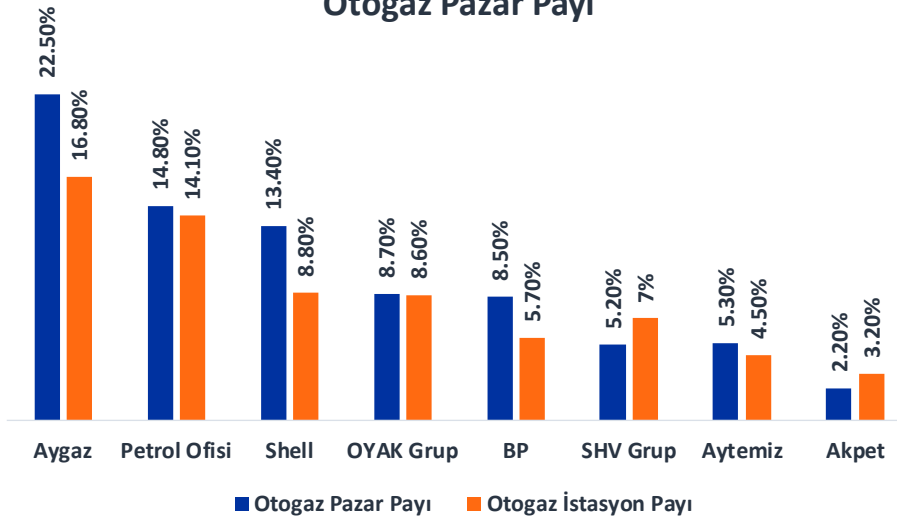
Türkiye Dökmegaz Satışları(000 ton)



Şekil 13, Kaynak: EPDK

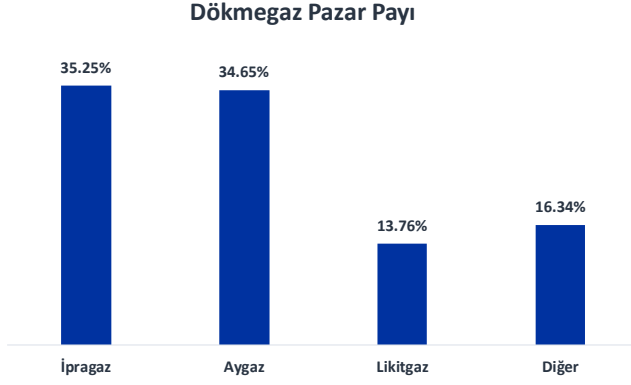
Aygaz otogaz alanında 697m ton satış ile toplam Pazar payının %22.5'ine sahip iken toplam otogaz istasyonlarının da % 16.80'inin işletmecisi konumunda. Otogaz alanında Aygaz'ı Petrol Ofisi, Shell, OYAK Grup, BP, SHV Grup, Aytemiz ve Akpet takip etmekte.

Otogaz Pazar Payı

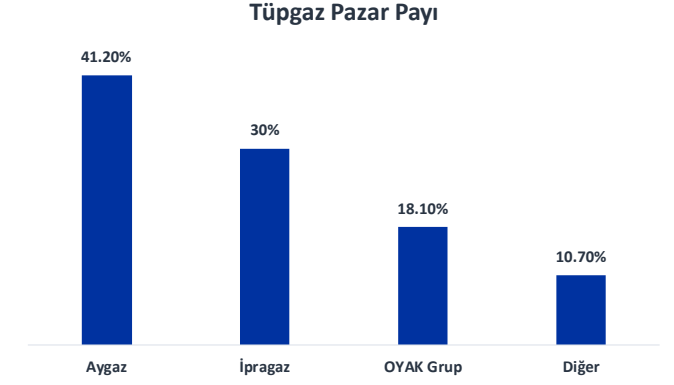


Şekil 14, Kaynak: EPDK, AYGAZ 2022

Aygaz



Şekil 15, Kaynak: EPDK 2022



Şekil 16, Kaynak: EPDK 2022

Tüp satışlarında 253m ton ile toplam pazar payının %41.2'sine sahip olan Aygaz'ı, %30 oranındaki pazar payı ile İpragaz takip ederken OYAK Grup %18.10'luk Pazar payı ile tüp satışlarında üçüncü konumdadır. Dökmegaz tarafına bakıldığında ise 54m ton dökmegaz satışı ile Aygaz, toplam Pazar payının %34.65'ine sahip iken en büyük Pazar payı İpragaz'a aittir.

LPG Sektörü Rakip Analizi

İpragaz

İpragaz, dünyanın en büyük LPG dağıtım şirketlerinden biri olan Hollanda merkezli SHV Group'un altında faaliyet gösterir. Türkiye'de LPG alanında İpragaz, 10 Bölge Satış Müdürlüğü (Tüpgaz), 2 Bölge Saha Ofisi (Tüpgaz), 8 Gaz Satış Müdürlüğü (Dökmegaz), 13 LPG Dolum Tesisi, 3 LPG Stoklama Tesisi, 4 Tüp ve 1 Emtia Deposu ile 2 tüp üretim ve 1 adet de tüp bakım tesislerine sahiptir.

Şirket, 2022 yılında 367.364 ton olarak gerçekleşen LPG ithalatı ile toplam ithalatta %11.46 oranında paya sahiptir. Ayrıca aynı yıl içerisinde, Dökmegaz pazarında %36.25'lik paya sahip olan İpragaz, 59.356 ton dökmegaz satışı gerçekleştirmiştir. Bunun yanı sıra, şirket 183.729 ton tüp satışı ile %30'luk tüpgaz Pazar oranına ve 142.605 tonluk otogaz satışı ile %4.60 oranında otogaz pazar payına sahiptir.

Milangaz & Likitgaz

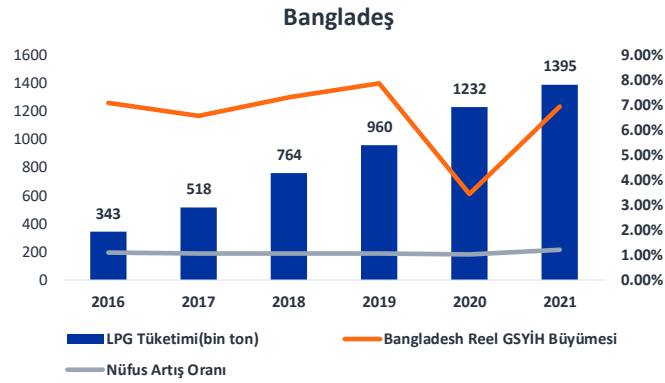
Milangaz, otogaz, tüpgaz ve dökme gaz satışı gerçekleştiren bir LPG şirkettir. Likitgaz ise toptan ve perakende satış, dağıtım faaliyetlerini yürüten LPG şirkettir. Hem Milangaz hem de Likitgaz OYAK Grubu çatısı altında faaliyet göstermektedir. Milangaz şirket bünyesinde 22 dolum tesisi, 1.100'e yakın tüpgaz bayisi, 110'a yakın perakende satış mağazasına sahiptir. Buna ilave olarak, 150.000 m³'lük lisanslı depolama kapasitesine, 250'nin üzerinde kamyon/TIR LPG tankerine ve 2 adet tanker gemisine sahiptir. Likitgaz dağıtım faaliyetlerine odaklanmakta ve bu anlamda Milangaz'ın dağıtım ağına güçlü katkıda bulunuyor.

Otogaz alanında 159,808 ton satış ile %5,16 Pazar payına, tüp satışlarında 110,863 ton satış ile %18,13 Pazar payına, dökmegazda ise 22,523 ton satış ile %13,76 oranında Pazar payına sahiptir.

Bangladeş Pazarı Rakip Analizi

LPG tüketimi gelişmiş ülkelerde, gerek doğal gazın yaygın olması gerek yenilenebilir enerjilere olan artan ilginin etkisiyle önemini büyük ölçüde yitirmektedir. Fakat buna rağmen gelişmekte olan ülkelerde yenilenebilir enerjilere olan yatırımların yetersiz kalması, doğal gaz altyapısının bulunmaması LPG'yi daha yüksek karbon emisyonlu fosil yakıtlara kıyasla çekici kılıyor. Bangladeş şu anda LPG şirketlerinin hedefinde olan bir pazar ve dünyadaki büyük oyuncular bu pazardan pay alabilmek adına rekabet içerisindedir.

Doğalgaz, LPG'ye göre çok daha tercih edilen bir enerji olsa da Bangladeş'in 2008'de yeni doğalgaz yatırımlarını yasaklayarak sadece sanayi kullanımına izin vermesi, LPG şirketleri için büyük bir fırsat yaratıyor. Bütün bunların neticesinde de Bangladeş'in LPG tüketimi güçlü büyüme içerisinde. 2016 yılından 2021 yılına kadar neredeyse ton bazında üçe katlanan LPG tüketimi, 2021 yılında 1395 bin tonu bulmuştur. Ülkenin yıllık ortalama %7 oranında hızla büyüyen GSYİH'si ve dünya ortalamasının üzerinde %1 nüfus artış oranı da LPG tüketimine pozitif etkide bulunuyor.



Şekil 17, Kaynak: EPDK

Ülke içerisinde LPG üretimi eser miktarda ve toplam LPG'nin %1.58'ine denk geliyor. İthalata dayalı bu pazarda en çok talep otogaz ve tüpgaz tarafında kalmış, sanayi tüketimi ise doğalgaz kullanımından dolayı görece düşük olsa da sanayi üretiminin büyümesiyle buradaki talebin de artması beklenmekte.

Hızlı bir şekilde büyüyen bu pazar, dünyadaki büyük LPG şirketlerinin de yatırımlarıyla ivmelenmeye devam ediyor. Dünyanın en büyük LPG şirketlerinden olan SHV Group pazara 2022 yılında Petromax LPG'yi satın alarak giriş yaptı. Bunun yanı sıra bir diğer büyük global LPG şirketi olan Kai Heng Long da Laugfs Gas'i yine aynı yıl içerisinde satın aldı. Aygaz da pazara 2021 yılında United Enterprise ile %50 ortak olarak United Aygaz adı ile giriş yaptı.

United Enterprises Company Limited (UECL)

United Enterprises Company Limited (UECL) ve ya daha bilinen adıyla United Group, Bangladeş'in en büyük endüstriyel holdinglerinden biridir. Şirket, 1978 yılında Dhaka'da kuruluş olup, enerji üretimi, imalat, sağlık, eğitim, emlak, nakliye, perakende, hizmet gibi alanlarda faaliyet göstermektedir. Bangladeş'in en tanınmış aile şirketi olarak bilinen şirketin aynı zamanda enerji üretimi, sağlık hizmetleri, eğitim, gayrimenkul, liman, iplik, nakliye ve lojistik alanlarını kapsayan 40'tan fazla yan kuruluşu bulunmaktadır.

Bashunhara LPG, Bangladeş pazarındaki en büyük oyuncu ve Pazar payının %24'üne sahip. Omera %19 ile Jamuna Gas ise %10 pazar payı sektörün diğer büyük oyuncuları arasında.

Bashundhara LPG

Tüpgaz satış faaliyeti yürüten bu şirket pazardaki en büyük paya sahip. Ülke içerisinde en büyük ilk iki tüpgaz üretim tesislerinin de işletmecisi ve günlük 3.000 m3 kapasite ile 50.000 tüpgaz dolumu gerçekleştirebiliyor. Bunun yanı sıra ülke pazarında kendi tüplerini kendi üreten iki şirketten birisidir ve pazar payı %24'tür.

Omera

Tüpgaz ve otopaz satışları yapan şirket aynı zamanda ülkede dökmegaz satışı da yapan nadir şirketlerden birisidir. Yıllık 300.000 m3 LPG arzı ile ülkedeki talebin üçte birini karşılayabiliyor ve %19 Pazar payı ile en büyük ikinci firma konumunda.

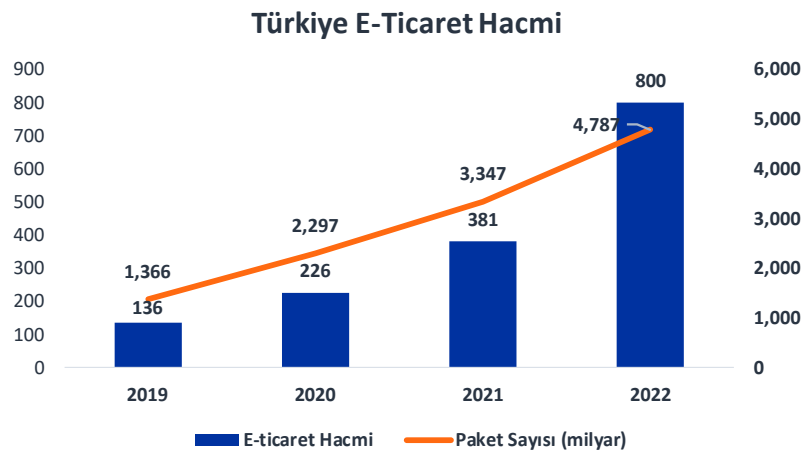
Jamuna Gas

Şirket, tüpgazın yanısıra otopaz alanında da faaliyet gösterir. 5,854 m3 depolama kapasitesine sahip şirket %10 Pazar payı ile pazarın en büyük üçüncü oyuncusudur.

Paket teslim işi rakip analizi

Türkiye’de kargo şirketleri özellikle pandemi sonrası e-ticaretteki büyük sıçrama ile kuvvetli bir büyüme içerisine girdi. E-ticaret; artan dijitalleşme, satıcıların yeni müşterilere ulaşma ve satışlarını artırma hedefleri ile hep büyüyen bir pazar oldu. Yıllar geçtikçe internet ortamından sipariş edilen ürünlerin çeşitliliği artıyor ve tüketicilerin alışkanlıkları geleneksel satın alımlardan e-ticarete kaymaya devam ediyor. Bu neticede 2022 yılı sonu itibari ile e-ticaretin toplam ticaretteki payı %18.6’ya ulaştı ve bu payın daha da artması bekleniyor.

E-ticaretin artan pazar hacmi ve paket sayısındaki artış ile kargo şirketlerine olan ihtiyaç her geçen gün daha da artıyor. 2019’dan 2022 yılına gelindiğinde e-ticaret hacmi 136milyar TL den 800 milyar TL’ye ulaştı. 2023 yılına bakıldığında ise e-ticaret hacminde öngörülen artış %60 oranında ve buna paralel olarak paket sayısında da %60 oranında artış beklentisi var. Sonuç olarak yıl içerisinde toplamda 7 milyar 660 milyon adet paketin teslim edileceği tahmin ediliyor.



Şekil 18, Kaynak: Ticaret Bakanlığı

Kargo sektöründe birçok firma faaliyet gösteriyor fakat pazarda en büyük pay Aras Kargo, Yurtiçi Kargo, MNG Kargo ve PTT Kargo firmalarına ait. Türkiye Kargo, Kurye ve Lojistik İşletmecileri Derneği’nin (KARİD) araştırmalarına göre bir günde ortalama 15m haneye paket teslimi gerçekleştiriliyor fakat buna rağmen pazarda yaklaşık %30 kapasite eksikliği bulunuyor.

Müşterilerin internet üzerinden olan siparişlerinde artış gözlenirken, firmaların hizmet konusunda farklılaşabilmeleri öne çıkmakta. Kargo şirketleri arasındaki rekabette önem verilmesi gereken konular arasında teslim süresi, müşteri deneyimi ve müşteri hizmetleri (destekleri) başı çekiyor.

Kargo dağıtım sektörü e-ticarete paralel, hızlı bir şekilde büyümüş olsa da özellikle pandemi dönemi itibariyle artışa geçen enflasyon sonucu karlılıkta sorunlar yaşanabiliyor. İnternet üzerinden satış yapanların en büyük avantajı daha uygun fiyatlar sunmak iken kargo şirketlerinin yaptığı zamların satışlara olumsuz etkisi olabiliyor. Bu yüzden satıcı firmalar veya pazar yeri internet siteleri kargo ücretlerini düşük tutmak için uğraşırken hızla artan enflasyon kargo şirketlerinin karlılığı için bir sorun teşkil edebiliyor.

Özetle, kargo sektörü e-ticaretin büyük potansiyeline paralel olarak aynı hızda büyümesi beklenen sektörler arasında ve e-ticaretin olmazsa olmaz bir kolu olarak gelişmekte. Ülkede artan paket sayıları ve e-ticaret hacmi bu büyümenin başlıca sebeplerinden. Satışların artması için e-ticaretin fiyat avantajını koruması önemliken kargo paket ücretlerinin düşük kalabilmesi bu duruma pozitif katkı sağlıyor fakat kargo şirketlerinin karlılığını da olumsuz etkiliyor.

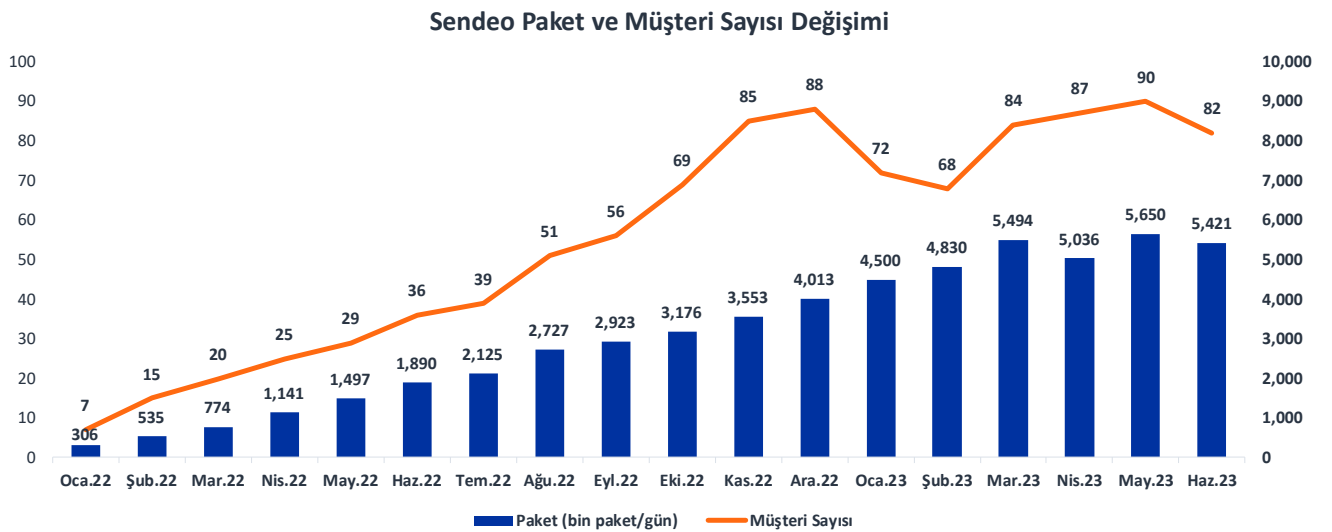
MNG Kargo DHL grup tarafından satın alındı

Türkiye’de kendini kanıtlamış e-ticaret sektörü ve arkasındaki potansiyelle birlikte gelişen kargo dağıtım sektörü küresel oyuncuların da dikkatini çekmiş gözüküyor. 2023 Temmuz ayında küresel lojistik şirketi olan DHL, MNG kargonun hisselerinin %100’ünü satın aldı. MNG kargo 27 aktarma merkezi ve 800’ü aşan şubesi ile sektördeki en büyük oyuncularından biri. E-ticareti bir megatrend olarak gören DHL grubu özellikle e-ticaretin teslimat hacimlerindeki büyümeye etkisiyle sektöre girişini 2025 DHL Grup Stratejisi kapsamında gerçekleştirdiklerini belirtiyor. Bu vesileyle pazara giriş yapan DHL, Türkiye pazarının Avrupa pazarından daha hızlı ve çift haneli seviyelerde büyümesini bekliyor.

Temmuz 2023’te gerçekleşen bu satın alımın bedelini DHL, yaklaşık 300 milyon EUR olarak açıkladı.

Austria Post Aras Kargo’yu satın aldı

Yine önemli fakat daha eski bir satın alım 2020 yılında gerçekleşti. Avusturya’da ve farklı ülkelerde kargo, bankacılık, posta faaliyetleri yürüten Austria Post 2013 yılında Aras Kargo’nun %20 oranındaki hissesini satın alarak Türkiye pazarına giriş yapmıştı. 2020 yılında 23.3 mn EUR defter değerine sahip bu payı şirket, 2020 yılında %80’e çıkardı. Austria Post’un açıkladığı rakamlara göre Aras Kargo 2022 yıl sonunda toplam 182 mn adet paket teslimatı gerçekleştirirken bu rakam 2013 yılında 57 mn, 2020’de ise 186 mn adet olarak belirtildi.



Şekil 19, Kaynak: AYGaz

FINANSAL ANALİZ

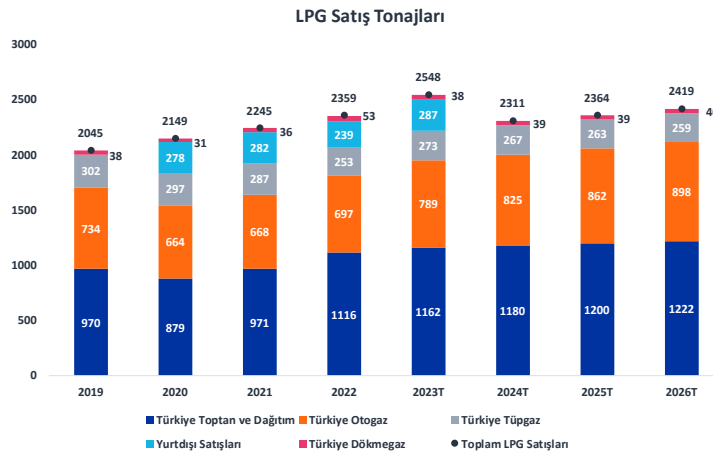
Satışlar

Son yıllarda doğalgazın yaygınlaşması ve elektrikli ocak kullanımının artması tüplü gaz talebinde daralmaya yol açmaktadır. 2023 ve 2026 yılları arasında yıllık tüplü gaz satışları yıllık bazda %2 azalacağını öngörmekteyiz.

2013-2021 yılları arasında trafikte olan motorlu kara taşıtları her yıl ortalama %5 artarken 2021-2022 yılları arasında trafiğe kayıtlı araç sayısı %10 arttı. İlgili dönemlerde ise otogazlı araç oranı %0,7 (2013-2021) ve %1 (2021-2022) azaldı. Trafiğe kayıtlı araç sayısında beklenen artış ve otogazlı araç sayısında tahmin edilen azalış dikkate alındığında 2023-2026 yılları arasında, yıllık bazda otogaz satışlarının %5 artmasını beklemekteyiz.

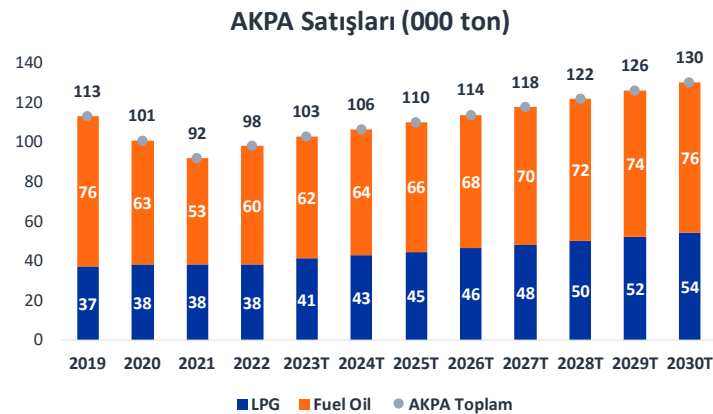
Dökme gaz satışları ise 2020 yılında pandemi etkisiyle daralmasına rağmen 2021-2022 yıllarında beklenenin aksine kısmi bir artış görülmüştür. Rusya – Ukranya savaşı sonrası doğal gaz arzında yaşanan sıkıntılar da LPG tüketimini olumlu etkilemiştir. Toptan ve transit satışlar da pandemi etkisiyle daralmış olmasına rağmen 2021 yılında toparlanma görülmüştür. Toptan ve transit satışlarında ise 2023-2026 yılları arasında yıllık bazda ortalama %2 artış öngörmekteyiz. Aygaz UK satışlarının ise, 2023 yılsonu itibarıyla sonlanacağını ve tahmin dönemi içerisinde toplam satışlara katkı sağlayamayacağını öngörmekteyiz.

Sonuç olarak 2023 Aygaz UK iş kolu satış tonajı katkısı hariç toplam gaz satışları tahmin dönemi içerisinde yıllık bazda %5 büyümesini tahmin ediyoruz.



Şekil 20, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

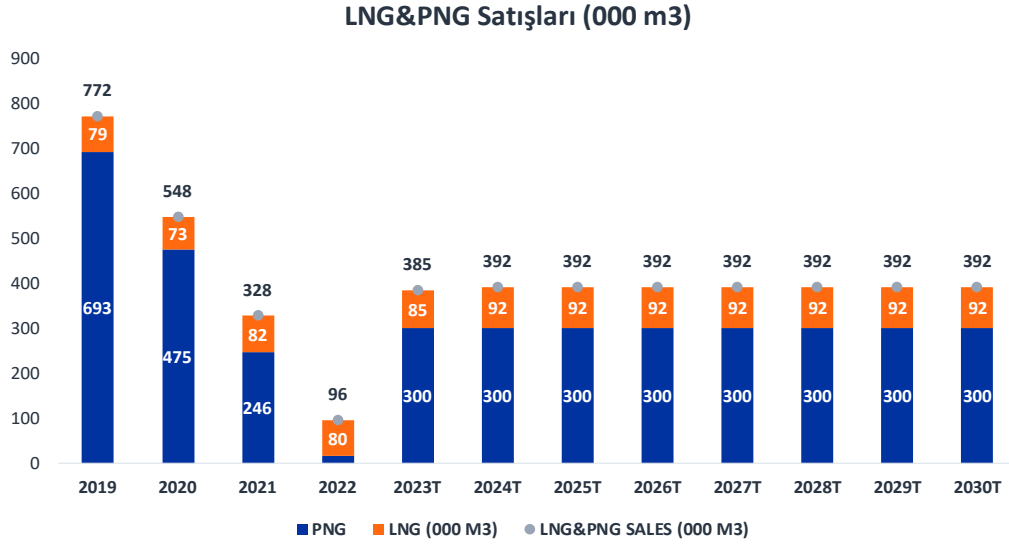
Akpa'nın satış hacimleri pandemi etkisiyle 2020-2021 yılları arasında ortalama %16,6 daralmıştır. 2022 yılı itibarıyla akaryakıt satışlarının toparlanması ile birlikte 2023-2030 yılları arasında yıllık bazda ortalama %4 artış öngörülmektedir.



Şekil 21, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

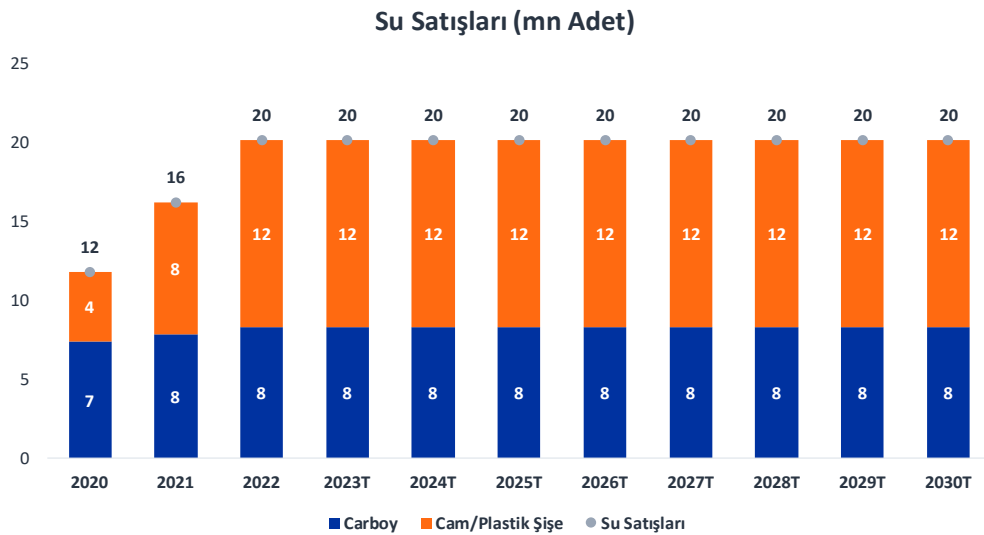
Aygaz

LNG ve PNG segmentinde pandemi etkisiyle 2020-2021 yıllarında düşüş görülürken 2022 yılında yeni kontrat yapılmaması nedeniyle sadece depo gazı satışı gerçekleşmiştir. 2023 yılından itibaren ortalama 390 milyon metreküp satış yapılacağı ve tahmin dönemi içerisinde yıllık ortalama 18 mn \$ brüt kar kaydedeceğini varsayıyoruz.



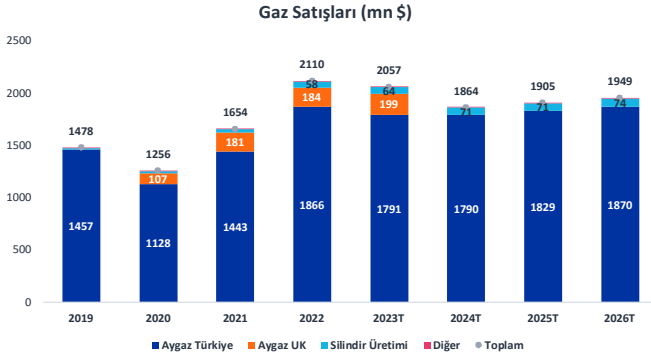
Şekil 22, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

Su satışlarında 2021 yılında küresel ısınma sebebiyle kaynak ve tedarik sorunları yaşanmış olduğundan yönetimin gelecek yıllar için stok planlama strateji uygulamıştır. Uygulanan strateji ile birlikte kaynak en verimli şekilde kullanılmıştır. Gelecek yıllarda yeni bir kaynak alımı öngörülmediği için ortalama 20.000 adet satış tahmin edilmiştir.

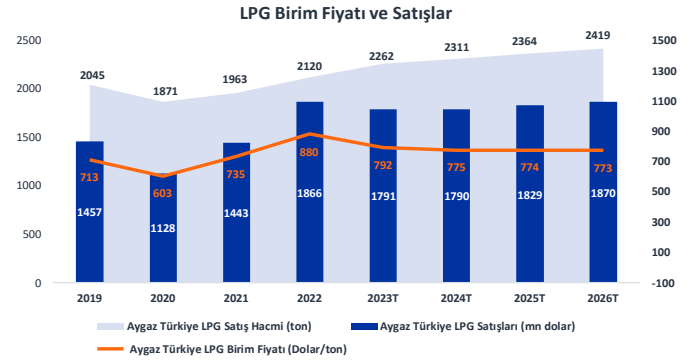


Şekil 23, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

Aygaz

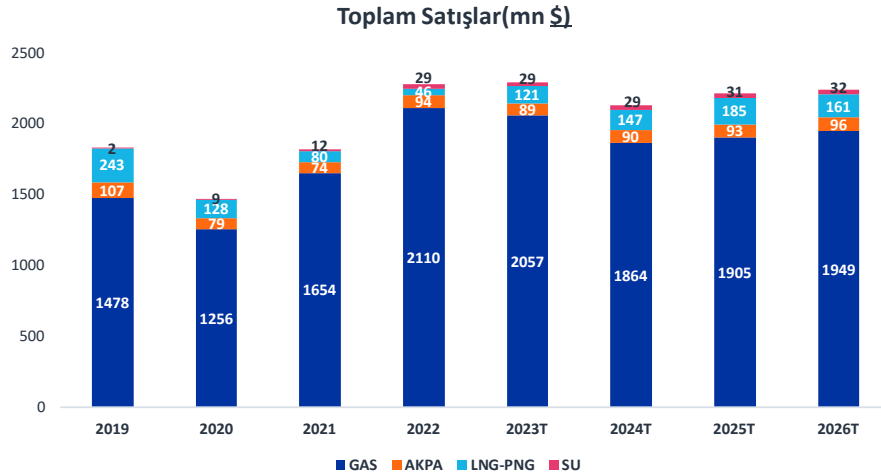


Şekil 24, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım



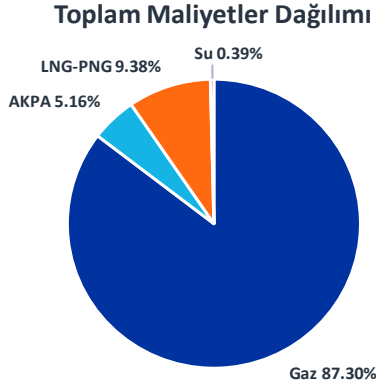
Şekil 25, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

Aygaz Türkiye satış gelirlerinin içeriğinde tüplügaz, otoğaz, dökme gaz, toptan ve transit satışlar bulunmaktadır. Tüplügaz ve otoğaz pazarlarında pazar payının artması hedeflenmektedir. Diğer taraftan, Aygaz UK şirketinin operasyonlarının 2024 yılı Ocak ayı itibarıyla sonlandırılması planlanmaktadır. Aygaz UK 2023 satış tonajı hariç toplam gaz satış tonajlarının tahmin dönemi içerisinde %14 büyümesi beklenirken, Aygaz Türkiye LPG birim fiyatının %2 azalması öngörülmektedir. Sonuç olarak Aygaz UK 2023 satış gelirleri hariç Aygaz Türkiye toplam satış tonajlarındaki artış ve düşen LPG fiyatları ile tahmin dönemi içerisinde gaz iş kolu cirosunun %5 artması tahmin edilmektedir.

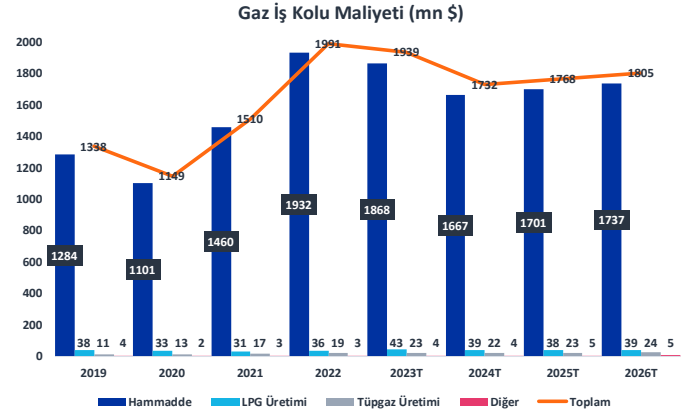


Şekil 26, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

Aygaz'ın tüplügaz ve otoğaz işinde %100 bağlı ortağı olan Akpa'nın satış gelirleri, tüplü gaz satış tonajına paralel olarak artış göstermesi beklenirken akaryakıt gelir etkisinin stabil olacağı öngörülmüştür. LNG ve PNG iş kolunda dolar bazında ve enerji sektöründe yaşanacak gelişmeler doğrultusunda LNG&PNG satış gelirlerinde 2023-2026 yılları arasında %33 artış beklenmektedir. Satış gelirinde beklenen %33 artışın ana kaynağı tahmin dönemi içerisinde LNG&PNG ürün fiyatında ton başına %30 artış öngörülmesidir. Diğer bir yandan Su birim fiyatlarında enflasyona bağlı olarak artış beklenmektedir.

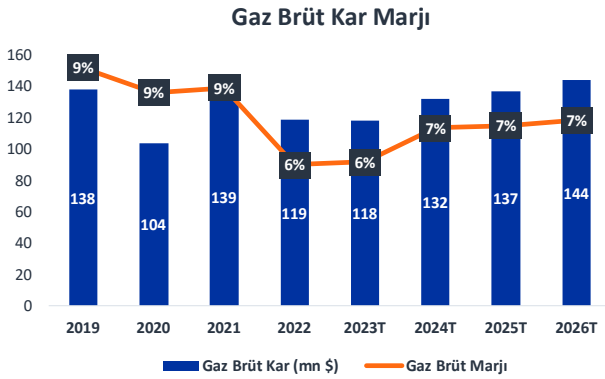


Şekil 27, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

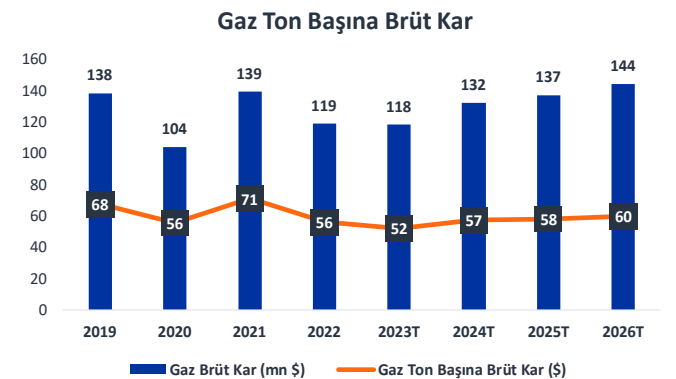


Şekil 28, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

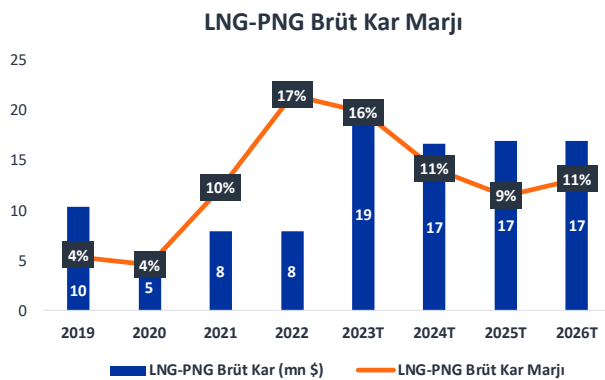
Gaz iş kolu maliyetinin %98'lik kısmını hammadde maliyeti oluşturmaktadır. Toplam maliyetlerin içerisinde ise Gaz iş kolunun maliyeti %87'sini oluşturuyor. Diğer iş kollarının maliyetleri brüt kar marjı sabit alınarak hesaplanmıştır.



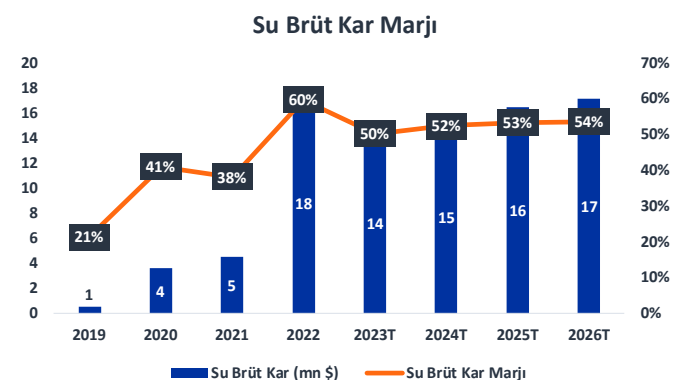
Şekil 29, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım



Şekil 30, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

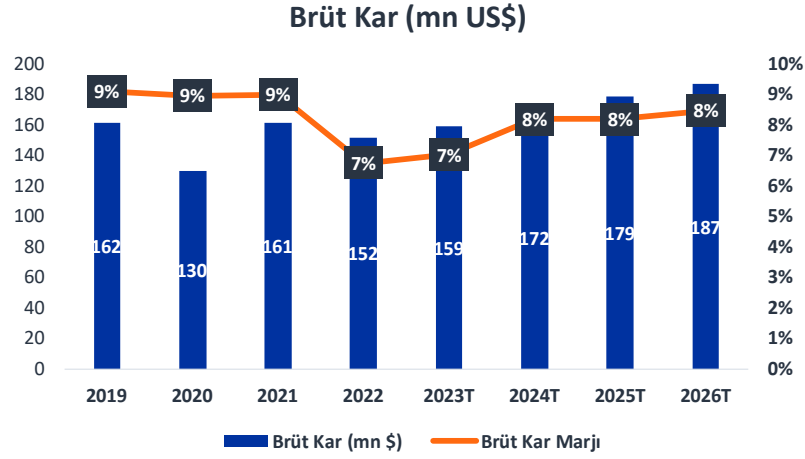


Şekil 31, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım



Şekil 32 Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

Toplam Brüt Karın %75'ini Gaz iş kolu sağlamaktadır. Tahmin dönemi içerisinde Akpa brüt kar marjı %8-%9 seviyesinde sabit kalması beklenmektedir. Su tarafındaki ise brüt kar tahminlerinde maliyetler ÜFE ile satış fiyatları ise TÜFE ile artırılmıştır. Gaz iş kolu brüt kar 2023-2026 yılları arasında ton başına ortalama 57\$ olarak tahmin etmekteyiz. (2019-2022 yılları arasında ton başına ortalama 63\$ kaydedilmiştir). Brüt kara en büyük katkısı gaz iş kolu sağlarken sırasıyla LNG-PNG, Akpa ve su iş kolu takip etmektedir. Öte yandan ton başına karlılıkta sıralama en yüksekten düşüğe tüpgaz, otagaz, dökme ve toptan, transit gibidir.

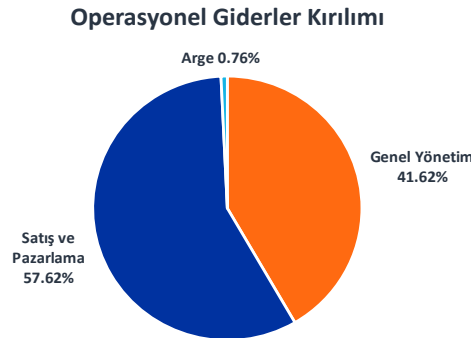


Şekil 33, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım. Aygaz ana iş kollarının brüt karıdır.

Operasyonel Giderlerin önemli bir bölümünü oluşturan Satış ve Pazarlama giderlerinin oluştururken diğer önemli bir bölümünü Genel Yönetim giderleri oluşturmaktadır. Genel yönetim giderleri içerisindeki personel gideri kaleminde TÜFE beklentilerine paralel bir şekilde artış öngörülmüştür. Satış ve pazarlama giderlerinde ise büyük bir paya sahip olan nakliye, dağıtım giderlerinin artan satış hacimlerine paralel bir büyüme beklenmektedir. Ayrıca, bayi kanalı ile tüpgaz satışı, akaryakıt istasyonu ile perakende satış, toptan akaryakıt ve madeni yağ satışı gerçekleştiren Akpa gelirleri brüt karı desteklerken bayilere ödenen kar payı operasyonel giderler içerisinde hesaplanmaktadır.



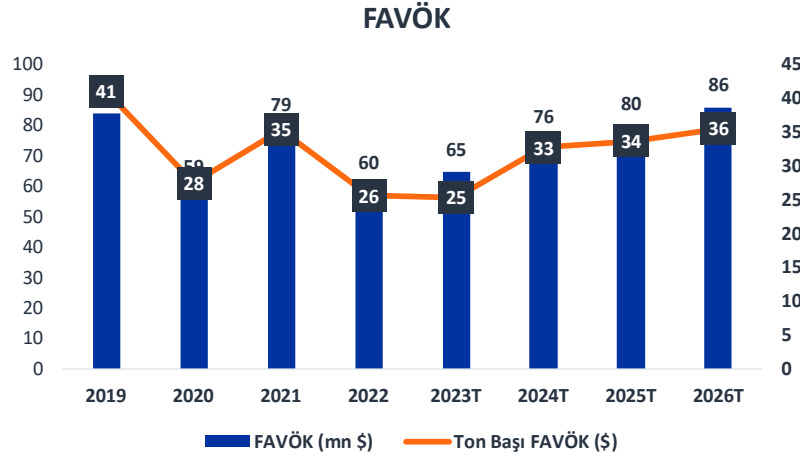
Şekil 39, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo Dahil Değil



Şekil 35, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım

Aygaz

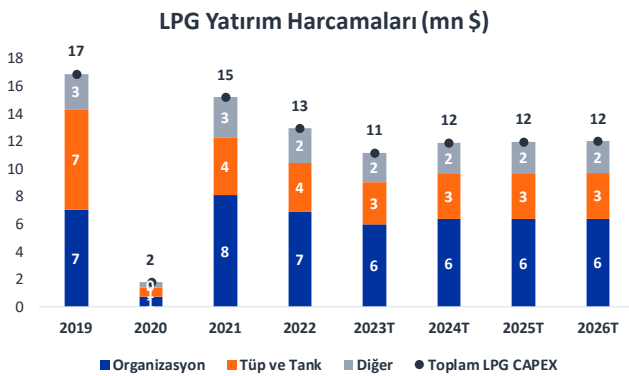
Ton başına FAVÖK 2019’da 41\$ seviyesine kıyasla 2022’de 26\$ seviyesine gerilemiştir. 2023-2026 yılları arasında şirketin dağıtım karlılıklarının geçmiş ortalamalara yakınsayacağını öngörerek ton başına 32\$ FAVÖK tahmin ettik. Ayrıca, LPG fiyat hareketleri şirketin stok karının belirlenmesindeki en önemli etkidir. LPG fiyatlarının düşmesi şirketin negatif stok karı kaydetmesine sebep olmakta ton başına FAVÖK tutarlarını olumsuz etkileyebilmektedir.



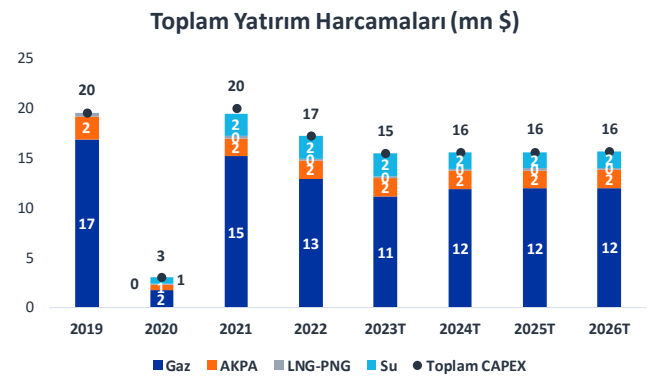
Şekil 39, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo Dahil Değil

LPG yatırım harcamaları içerisinde bulunan organizasyon (tesis yatırımları) üretim ve dijital sistemlere yapılan yatırımları içermektedir. Buradaki yatırımlar tahmin dönemi içerisinde ÜFE beklentisine göre tahmin edilmiştir. Tüp ve Tank yatırımları ise Gebze tesisinde üretimleri gerçekleştirilen ürünlerin yatırım harcamalarını oluşturmaktadır.

Toplam yatırım harcamalarının 2023-2026 yılları arasında yatırımların ÜFE beklentisine paralel bir şekilde artacağı öngörülmektedir.



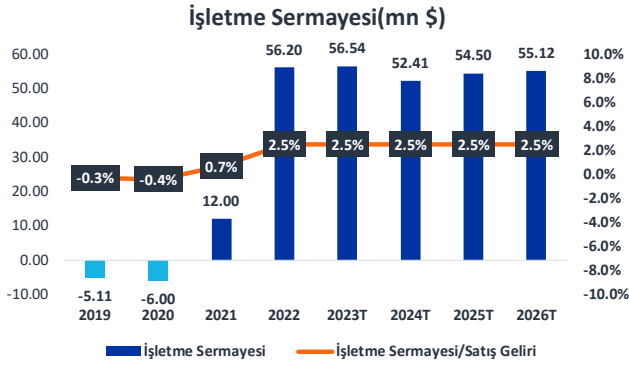
Şekil 37, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım



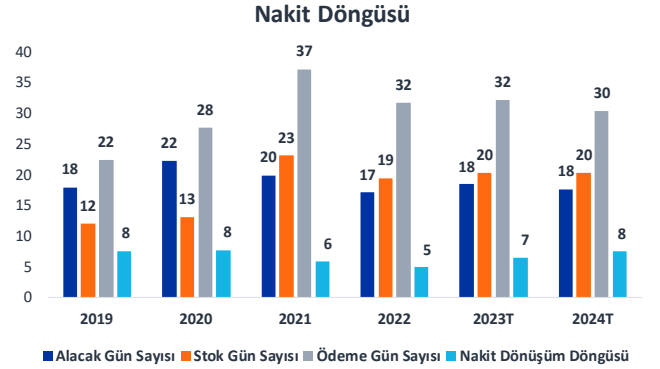
Şekil 39, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo Dahil Değil

Aygaz

LPG birim fiyatı 2023-2026 tahmin yılları arasında ton başına sırasıyla 792\$, 775\$, 774\$ ve 773\$ tahmin edilmektedir. İşletme sermayesini LPG fiyat tahminleri doğrudan etkilemektedir.

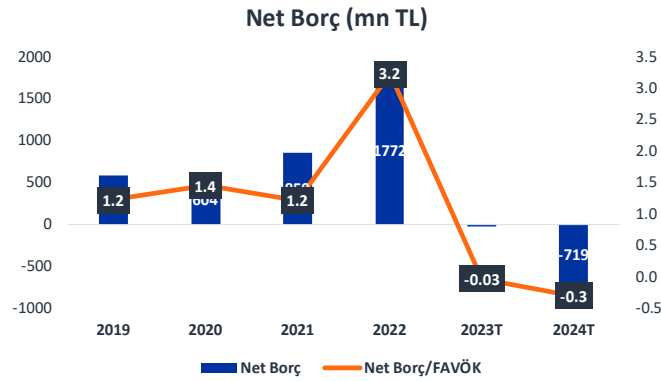


Şekil 39, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo Dahil Değil



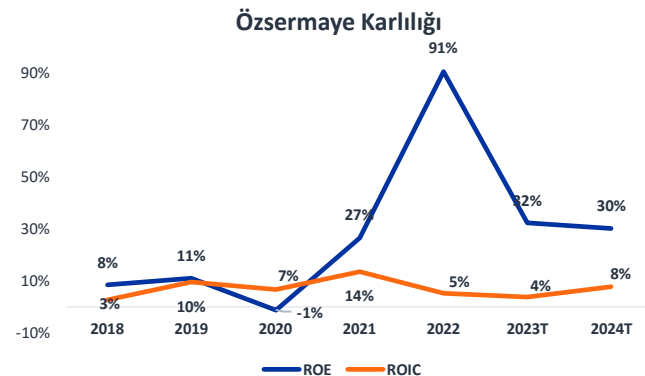
Şekil 42, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo finansallarını da içermektedir

Şirketin net finansal borcu 2019 sonunda 582 milyon TL'den 2022 sonunda 1772 milyon TL'ye yükselirken Net Finansal Borç / FAVÖK oranı 1.2x'den 3.2x'e yükselmiştir. Şirketin gelecek yıllarda Finansal Borç / FAVÖK oranını sırasıyla -0.03x ve -0.3x tahmin ediyoruz.

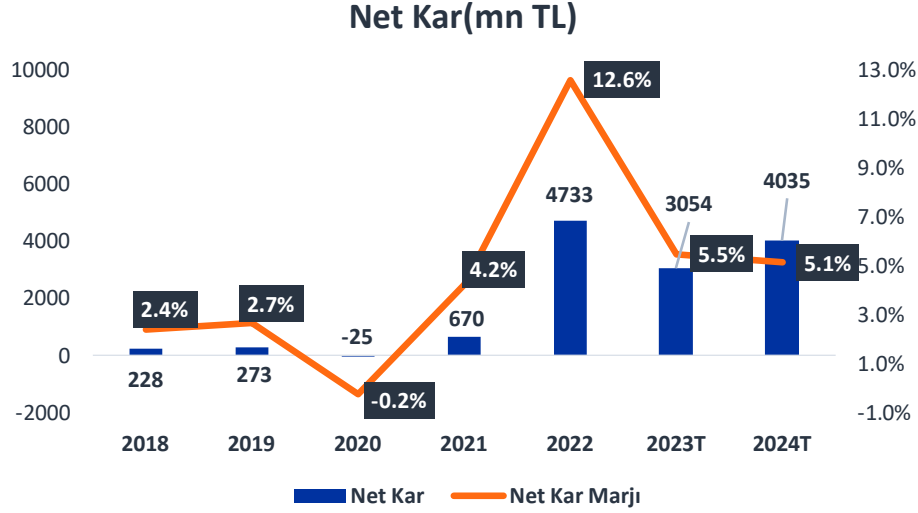


Şekil 42, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo finansallarını da içermektedir

Özsermaye karlılığı pandemi sonrası operasyonel tarafta görülen iyileşme ve ertelenmiş vergi geliri sayesinde 2022 yılında % 91 seviyelerini kaydetti. Normalleşme ile birlikte gelecek dönemlerde %32-%30 aralığında öz sermaye karlılığı tahmin ediyoruz.



Şekil 42, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo finansallarını da içermektedir



Şekil 42, Kaynak: AYGAZ, İş Yatırım, Sendeo finansallarını da içermektedir

2019 yılından itibaren farklı iş kollarına yapılan yatırımlar karlılığı negatif etkiliyor olsa da finansal yatırımlar altında dolaylı % 9.3'lük Tüpraş ortaklığı karlılığı desteklemeye devam etti. Pandemi sonrası hem LPG sektöründe hemde rafineri tarafındaki iyileşme etkileriyle 2022 yılında net kar marjı yaklaşık %13 seviyelerine yükseldi. Ancak tahmin yılları içerisinde Tüpraş karında beklenen normalleşme hareketleri ile Aygaz'ın net karına katkısında sınırlı pozitif bir etki öngörüyoruz. Ayrıca, kargo iş modelinde 2024 yılına kadar beklenen negatif FAVÖK katkısı net karı baskılamaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.

DEĞERLEME

İndirgenmiş Nakit Akışı Değerlemesi

Şirketin değerlemesinde USD bazlı İndirgenmiş Nakit Akışı yöntemini kullandık.

Ana Varsayımlar

Şirketin değerlemesinde USD bazlı İndirgenmiş Nakit Akışı yöntemini kullandık. İndirgenmiş Nakit Akışı yöntemine göre Toplam 134 milyon dolarlık bulunan İNA değeri, 294 milyon dolarlık İNA devam eden değeri ve şirketin 2023 yılı 2. Çeyreği ile açıklanan 53 milyon dolarlık net borç tutarı ile iştirakler hariç şirket özsermaye değerini 428,53 milyon dolar olarak hesaplıyoruz.

Şirketin sahip olduğu iştiraklerinden EYAŞ(%20) değerini Tüpraş hedef piyasa değerimiz üzerinden %9,3'lük sahip olduğu pay karşılığında, KFS(%3.9) değeri Yapı kredi Bankası hedef piyasa değerimiz üzerinden %1,6'lık sahip olduğu pay karşılığında ve Tat Gıda (%1) güncel piyasa değeri üzerinden sahip olunan %1'lik pay karşılığındaki değeri ile iştirak değerine ekledik.

KPMG'nin 30 Mayıs 2023 tarihinde yayınlamış olduğu Uzman Kuruluş Raporu referans alarak, AHT(%100) için şirketin sahip olduğu gemilerin değer tespit raporunda belirlenen değeri ve şirketin net nakit tutarı göz önüne alınarak değerlemeye eklerken OAGM(%50) için özkaynak değeri üzerinden Ram Dış Ticaret A.Ş.(%2,5) şirket defter değeri ile değerlemeye ekledik. United-Aygaz (%50) şirketin maliyet değeri üzerinden hisse payı doğrultusunda hesaplanan tutar ile Sendeo(%55) ise şirketin maliyet değeri üzerinden hisse payı doğrultusunda hesaplanan tutarın altında bir değer ile değerlendirdik.

Toplam iştirak değeri olan 1,193 milyon dolar ile şirketin iştirakler sonrası toplam özsermaye değeri 1,622 milyon dolar olarak hesaplamaktayız. 2023 yıl sonu kur tahminimiz olan 30,00 TL/\$ karşılığında şirketin ödenmiş özsermayesine oranla 12 aylık AYGAZ hisse hedef fiyatımızı 221 TL olarak tahmin ediyoruz.

Parçaların Toplamı Analizi

mn \$	2023T	2024T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	2,262	2,096	2,180	2,205
FAVÖK	65	76	80	86
FAVÖK Marjı	2.9%	3.6%	3.7%	3.9%
Vergi	(10)	(13)	(14)	(15)
İşletme Sermayesi Değişimi	0	(4)	2	1
Yatırım Harcamaları	15	16	16	16
Serbest Nakit Akışı	39	51	48	55
AOSM	13%	12%	12%	12%
İndirgenmiş Nakit Akımı	36	43	36	37
İNA Toplam	134			
Sonsuz Büyüme Oranı	0%			
İndirgenmiş Devam Eden Değer	294			
Firma Değeri	428.2			
Net Nakit 2Ç23	-53			
İştirakler Hariç Özsermaye Değeri	428.5			
EYAŞ (%20)	866.19			
KFS (%3.9)	116.44			
Tat Gıda (%1)	1.96			
AHT (%100)	112.88			
OAGM (%50)	47.21			
United-Aygaz (%50)	26.05			
Sendeo (%55)	22.00			
Rams Dış Ticaret A.Ş. (%2.5)	0.31			
Toplam İştirak Değeri	1,193			
Toplam Özsermaye Değeri	1,622			
Toplam Özsermaye Değeri (mn TL)	48,647			
Hisse Adedi (mn)	220			
12 Ay Hedef Fiyat (TL/Hisse)	221			

Aygaz

Kritik Varsayımlar				
LPG Satış Tonajları (ton)	2023T	2024T	2025T	2026T
Otogaz	789	825	862	898
%	13%	5%	4%	4%
Tüpgaz	273	267	263	259
%	8%	-2%	-2%	-2%
Dökmegaz	38	39	39	40
%	-29%	3%	2%	2%
Toptan	1162	1180	1200	1222
%	4%	2%	2%	2%
United Aygaz	287	0	0	0
%	20%	20%	15%	10%
Toplam LPG	2262	2311	2364	2419
%	7%	2%	2%	2%
LPG Fiyatı(\$/ton)	2023T	2024T	2025T	2026T
Türkiye Birim Fiyatı	792	775	774	773
LPG Satış Geliri(mn \$)	2023T	2024T	2025T	2026T
Otogaz	625	639	667	694
%	2%	2%	4%	4%
Tüpgaz	216	207	203	200
%	-3%	-4%	-2%	-2%
Dökmegaz	30	30	31	31
%	-36%	1%	1%	1%
Toptan	920	914	928	945
%	-6%	-1%	2%	2%
Aygaz Türkiye LPG Geliri	1791	1790	1829	1870
%	-4%	0%	2%	2%
Aygaz UK	199	A/D	A/D	A/D
%	8%	A/D	A/D	A/D
	2023T	2024T	2025T	2026T
FAVÖK(mn \$)	65	76	80	86
FAVÖK Marjı	4.7%	4.1%	4.5%	2.7%
Ton Başı FAVÖK (\$)	41	28	35	26
Yatırım Harcamaları (mn \$)	15	16	16	16
İşletme Sermayesi (mn \$)	57	52	54	55
İşletme Sermayesi/Satış Geliri	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%

AOSM	2023T	2024T	2025T	2026T
Risksiz Getiri Oranı	8.5%	8.0%	7.8%	7.6%
Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95
Sermaye Maliyeti	14.2%	13.7%	13.5%	13.3%
Borçlanma Maliyeti	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
Borç / (Borç+Özsermaye)	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
AOSM	12.5%	12.1%	11.9%	11.8%

Toplam Özsermaye Değeri Hassasiyet Analizi

AOSM	Sonsuz Büyüme Oranı					
	mn \$	-2%	-1%	0%	1%	2%
11%	1,591.74	1,620.98	1,655.64	1,697.37	1,748.59	
12%	1,567.16	1,592.24	1,621.57	1,656.35	1,698.25	
13%	1,545.06	1,566.68	1,591.69	1,620.93	1,655.60	

Hassasiyet analizinde 2026 ve sonrasının AOS getirisi esas alınmıştır

Makroekonomik Varsayımlar

Makro Veriler	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T
Enflasyon (yıl sonu)	12%	20%	12%	15%	36%	64%	67%	42%	22%	17%
Enflasyon (ortalama)	11%	16%	15%	12%	20%	72%	54%	55%	29%	19%
GSYİH Büyümesi	8%	3%	1%	2%	11%	6%	4%	2%	4%	6%
TL/\$ (ortalama)	3.6	4.8	5.7	7.0	8.9	16.6	24.2	36.7	46.5	54.0
TL/\$ (yıl sonu)	3.8	5.3	5.9	7.3	13.0	18.7	30.0	43.0	50.0	58.2
TL/€ (ortalama)	4.1	5.7	6.3	8.0	10.5	17.4	38.5	48.8	57.7	66.6
TL/€ (yıl sonu)	4.5	6.0	6.7	9.0	14.7	19.9	45.2	52.5	62.9	70.3

Aygaz

Gelir Tablosu (m n ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satış Gelirleri	15,893	37,507	55,567	78,506
Brüt Kar (Zarar)	1,438	2,223	3,486	6,720
Operasyonel Giderler	916	1,931	2,926	4,895
Esas Faaliyet Karı	522	292	560	1,825
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-104	51	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-163	-384	-662	-656
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	697	4,498	2,887	4,723
Vergi Giderleri (Gelirleri)	70	-66	144	708
Net Kar	670	4,733	3,054	4,035
Düzeltilmiş Net Kar	670	4,733	3,054	4,035
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	452	358	416	1,117
FAVÖK	705	537	941	2,357

Büyümler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T
Büyümler				
Net Satışlar	57%	136%	48%	41%
Faaliyet Karı	100%	-44%	92%	226%
FAVÖK	69%	-24%	75%	151%
Net Kar	-53%	n.a	-35%	32%

Operasyonel Performans	2021G	2022G	2023T	2024T
Brüt Marj	9.0%	5.9%	6.3%	8.6%
Faaliyet Kar Marjı	3.3%	0.8%	1.0%	2.3%
FAVÖK Marjı	4.4%	1.4%	1.7%	3.0%
Efektif Vergi Oranı	10.1%	-1.5%	15.0%	15.0%
Net Kar Marjı	4.2%	12.6%	5.5%	5.1%
Özkaynak Karlılığı	26.7%	90.8%	32.2%	29.9%
Aktif Karlılığı	9.8%	37.9%	16.0%	16.2%

Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	6.9	10.7	8.1
FD / FAVÖK (x)	a.d	a.d	35.9	14.3
FD / Satışlar (x)	2.1	0.9	0.6	0.4
PD / Defter Değeri (x)	12.1	4.2	2.9	2.1
Hisse Başı Kazanç (₺)	2.2	21.5	13.9	18.4
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.7	1.0	3.5
Temettü Verimi	3.2%	1.7%	1.4%	2.3%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	859	1,736	-28	-719
Net Borç / FAVÖK (x)	1.2	3.2	-0.03	-0.3
Net Borç / Özsermaye (x)	0.3	0.2	0.2	-0.002

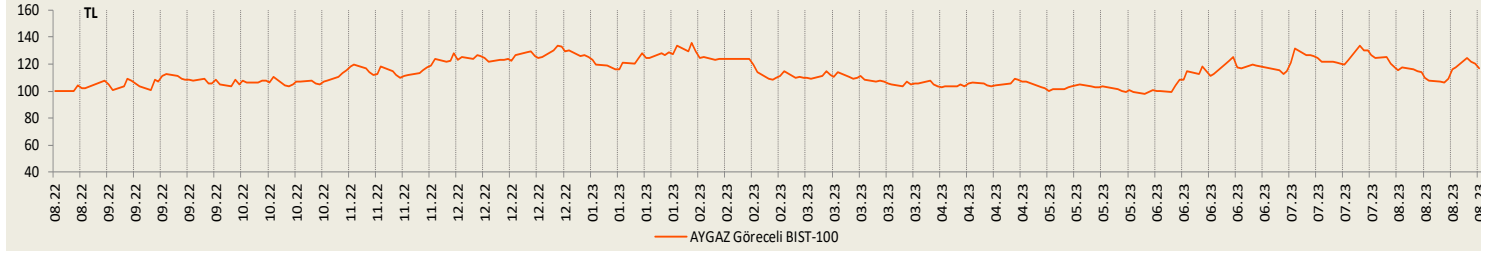
Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (m n ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
Dönen Varlıklar	4,638	7,448	11,133	15,318
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,693	1,827	3,334	4,710
Ticari Alacaklar	1,065	2,459	3,160	4,446
Stoklar	1,433	2,336	3,456	4,534
Diğer Dönen Varlıklar	446	827	1,183	1,627
Duran Varlıklar	3,696	9,200	10,331	13,025
Maddi Duran Varlıklar	772	984	1,058	1,213
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33	77	77	77
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	535	1,749	2,512	3,737
Toplam Varlıklar	8,333	16,648	21,464	28,343
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,869	7,566	7,935	10,323
Finansal Borçlar	1,067	2,789	2,006	2,879
Ticari Borçlar	2,122	4,010	5,184	6,802
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	671	759	744	643
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,745	1,227	1,856	1,846
Finansal Borçlar	1,486	810	1,299	1,113
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	259	418	557	733
Özkaynaklar	2,719	7,855	11,673	16,174
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2,698	7,728	11,235	15,716
Ödenmiş Sermaye	300	220	220	220
Rezerv ve Diğer Kalemler	1,728	2,775	7,961	11,461
Dönem Net Karı (Zararı)	670	4,733	3,054	4,035
Toplam Kaynaklar	8,333	16,648	21,464	28,343

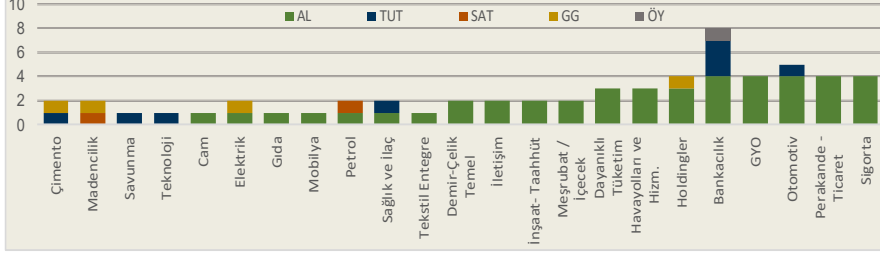
Nakit Akım (m n ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T
İşletme Faal. Kay. Net Naki	235	-149	2,607	2,197
Düzeltilme Öncesi Kar	627	4,564	2,743	4,015
Amortisman & İtfa Payları	183	245	380	532
İşletme Sermayesindeki Değ.	-436	-554	-648	-747
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-140	-4,405	132	-1,603
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-158	-262	-345	-501
Sabit Sermaye Yatırımları	-174	-343	-465	-670
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	15	81	120	169
Serbest Nakit Akım	77	-412	2,262	1,696
Finansman Faal. Kay. Nakit	636	489	-954	-520
Finansal Borçlardaki Değişim	976	838	-293	685
Temettü Ödemeleri	-150	-150	-220	-764
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-174	-442	-642	-642
Net Nakit Değişimi	713	78	1,507	1,376

Aygaz

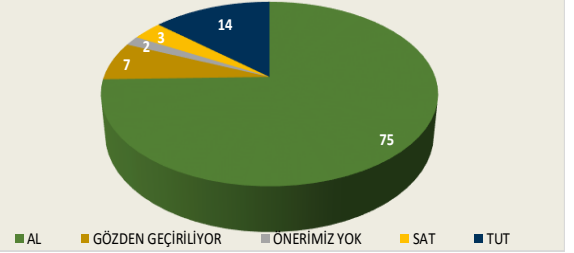
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznim olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.