

AYGAZ 4Ç2022 Sonuçları

HARUN DERELİ hdereli@ziraatyatirim.com.tr

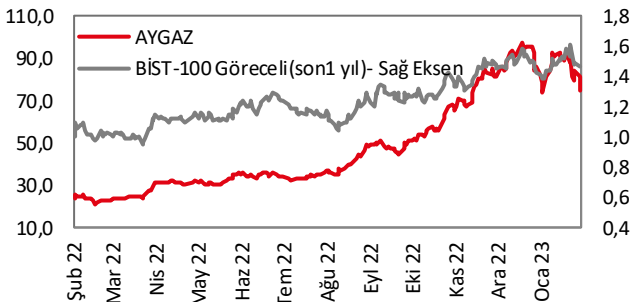
**"Aygaz'ın 4Ç2022'de Ana Ortaklık Net Dönem Karı
1.900,6mn TL ile Beklentilerin Üzerinde Gerçekleşti..."**

Öneri "EKLE"

Hedef Hisse Fiyatı : 91,60TL

Reuters/Bloomberg	AYGAZ.IS/AYGAZ.TI		
Sektör	Petrokimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XKIMYA		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	74,40 TL	3,96 USD	
BİST 100	4.505 TL	240 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	18,8092		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	20,35 TL	96,80 TL	
Hisse Adedi (mn)	220		
P. Değeri (mn TL)	16.353		
Net Borç (mn TL)	1.736		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	24,2%		
Halka Açıklık	24,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	8,4%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	91,6%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	-13,0%	9,9%	240,7%
BİST-100	-15,7%	4,0%	125,5%
BİST-100 Göreceli	3,1%	5,7%	51,0%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	14,79		
(mn TL)	4Ç2021	4Ç2022	% Değ.
Net Satış	5.723,0	11.015,9	92,5%
Brüt Kar	509,0	608,7	19,6%
Faaliyet Karı /Zararı	90,9	72,9	-19,9%
A. Ort. Net Kar / Zar	149,4	1.900,6	a.d.
	F/K FDFAVÖK		
AYGAZ	3,5 33,7		
BİST-100	5,5 a.d.		
Uluslararası Benzer Şirketler (Cari)	15,9 11,3		
Ortaklık Yapısı (İlk 3)	Pay Oranı		
KOÇ HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	40,7%		
DİĞER	29,0%		
LİQUİD PETROLEUM GAS DEVELOPMENT	24,5%		

HİSSE PERFORMANSI



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 7.02.2023 verileri kullanılmıştır.

Aygaz'ın 2022 yılı son çeyrek ana ortaklık net dönem karı 1.900,6mn TL ile hem 1.262mn TL olan piyasa beklentisinin hem de bizim beklentimiz olan 1.341mn TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket bir önceki yılın aynı döneminde 149,4mn TL ana ortaklık net dönem karı açıklamıştı. Tahminimizdeki sapmada, Tüpraş kaynaklı olarak iştirak gelirlerinin beklentimizden yüksek gerçekleşmesi etkili olmuştur. Diğer taraftan Şirket'in FAVÖK'ü 25,4mn TL ile 59mn TL'lik beklentimizin altında gerçekleşmiştir.

Son çeyrek yüksek kar rakamıyla birlikte Şirket'in 2022 yılı ana ortaklık net dönem karı 4.733,4mn TL'ye ulaşmıştır. Bir önceki yıl 670,1mn TL ana ortaklık net dönem karı kaydedilmişti.

Şirketin 4Ç2022 satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %92,5 oranında artarak 11.016mn TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar ise aynı dönemde sadece %19,6 oranında artarak 608,7mn TL'ye yükselirken, brüt kar marjı ise %8,9'dan %5,5'e gerilemiştir. 43mn TL'lik stok zararı ve Tüpgaz satışlarındaki gerileme brüt karı olumsuz etkilemiştir. Şirket'in operasyonel giderleri aynı dönemde %115,2 oranında artarken, diğer faaliyetlerden 114,1mn TL net gelir (4Ç2021'de 116mn TL net gider) kaydedilmiştir. Böylece net faaliyet karı %19,9'luk düşüşle 72,9mn TL'ye gerilemiştir. Kargo taşıma ve dağıtım iş kolundaki faaliyet gösteren ve Şirket'in büyüme aşamasında olan bağlı ortaklığı Sendeo'nun konsolide faaliyet karına 197mn TL olumsuz etkisi olmuştur.

Şirket'in FAVÖK'ü de aynı dönemde 256,3mn TL'den 25,4mn TL'ye gerilemiştir. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştiraklerden 4Ç2021'deki 162,4mn TL'lik gelire karşın Eyaş (Tüpraş) kaynaklı 4Ç2022'de 1.750,8mn TL gelir kaydedilmesi karın yüksek çıkmasında ana etken olmuştur. 124,7mn TL'lik finansman gideri 129,5mn TL'lik vergi geliri sonrasında ana ortaklık net dönem karı 1.900,6mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Aygaz'ın hedef hisse fiyatını, iskonto oranındaki düşüş, beklentilerimizdeki değişiklikler ve Tüpraş ile Yapı Kredi Bankası hedef hisse fiyatlarımızdaki yukarı yönlü güncellemelere bağlı olarak 76,40TL'den **91,60TL'ye** yükseltiyoruz. Daha önceki "EKLE" önerimizi de koruyoruz.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	4Ç22- 3Ç22 %Değ.	4Ç22- 4Ç21 %Değ.	2021	2022	%Değ.
SATIŞLAR	2.881,4	2.520,8	4.768,0	5.723,0	6.412,6	9.556,8	10.521,6	11.015,9	4,7%	92,5%	15.893,3	37.506,9	136,0%
Satışların Maliyeti (-)	2.610,5	2.295,0	4.335,5	5.214,0	5.947,2	9.114,4	9.815,3	10.407,2	6,0%	99,6%	14.455,1	35.284,1	144,1%
BRÜT KAR/ZARAR	270,8	225,8	432,5	509,0	465,5	442,4	706,3	608,7	-13,8%	19,6%	1.438,1	2.222,9	54,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	84,9	90,0	102,3	157,6	150,0	181,0	186,6	318,4	70,7%	102,1%	434,8	836,1	92,3%
Pazarlama Giderleri (-)	93,1	104,7	135,2	140,9	184,9	260,3	311,6	328,4	5,4%	133,1%	473,8	1.085,1	129,1%
Araş.ve Geliş. Giderleri (-)	0,5	1,5	1,5	3,7	1,2	2,6	2,7	3,2	16,4%	-14,6%	7,3	9,7	33,0%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-8,8	26,0	-5,6	-116,0	-110,1	-61,5	108,1	114,1	5,6%	a.d.	-104,3	50,6	a.d.
NET FAALİYET KARI/ZARARI	83,6	55,6	187,9	90,9	19,3	-63,0	313,5	72,9	-76,8%	-19,9%	418,0	342,6	a.d.
FAVÖK	134,3	73,7	241,1	256,3	182,7	60,4	268,9	25,4	-90,6%	-90,1%	705,4	537,5	-23,8%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Gid.	9,0	3,9	0,9	5,4	21,4	6,9	0,3	20,0	a.d.	270,9%	19,3	48,6	151,8%
Faaliyet Dışı Fin. Gelirler/Gid.	-24,2	-39,9	-16,0	-83,0	-21,4	-107,3	-130,9	-124,7	-4,8%	50,2%	-163,1	-384,2	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	-62,0	197,6	125,2	162,4	195,8	1.174,0	1.370,4	1.750,8	27,8%	a.d.	423,1	4.490,9	a.d.
Vergi Gideri/Geliri (-)	17,9	21,5	-22,9	53,7	35,4	-38,0	65,8	-129,5	a.d.	a.d.	70,2	-66,3	a.d.
Ana Ort. Net Dön. Karı /Zararı	-11,4	195,7	336,4	149,4	200,9	1.093,7	1.538,3	1.900,6	23,6%	a.d.	670,1	4.733,4	a.d.
FİNANSAL ORANLAR	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22			2021	2022	
Brüt Kar Marjı	9,4%	9,0%	9,1%	8,9%	7,3%	4,6%	6,7%	5,5%			9,0%	5,9%	
Faaliyet Kar Marjı	2,9%	2,2%	3,9%	1,6%	0,3%	-0,7%	3,0%	0,7%			2,6%	0,9%	
FAVÖK Marjı	4,7%	2,9%	5,1%	4,5%	2,8%	0,6%	2,6%	0,2%			4,4%	1,4%	
Net Kar Marjı	-0,4%	7,8%	7,1%	2,6%	3,1%	11,4%	14,6%	17,3%			4,2%	12,6%	

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

Aygaz'ın toplam satış miktarı son çeyrekte %28,2 oranında arttı...

Aygaz'ın toplam satış miktarı son çeyrekte 713 bin ton ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %28,2 oranında artış kaydetmiştir. Otogaz satışları aynı dönemde %18,8 oranında artarken, Tüpgaz satışları ise %7,6 oranında azalarak karlılığı olumsuz etkilemiştir. Ayrıca 4Ç2021'deki 17mn TL'lik stok geliri karşın bu çeyrekte 43mn TL stok zararı kaydedilmesi (3Ç2022'de 4mn TL stok zararı) de brüt karlılığı olumsuz etkilemiştir.

Satış Miktarı (Bin ton)	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	4Ç22- 3Ç21 Değ.%	4Ç22- 4Ç21 Değ.%	2021	2022	Değ. %
Tüpgaz	64	76	81	66	58	58	75	61	-18,7%	-7,6%	287	252	-12,2%
Dökme	9	9	9	9	9	9	10	25	150,0%	177,8%	36	53	48,9%
Otogaz	142	151	222	154	133	168	213	183	-14,1%	18,8%	669	697	4,2%
Diğer	320	206	400	327	221	330	360	444	23,3%	35,8%	1.253	1.355	8,2%
Toplam	535	442	712	556	421	566	658	713	8,4%	28,2%	2.245	2.358	5,0%

Kaynak: Aygaz

Aygaz'ın 2022 yılı toplam satış miktarı 2.358bin ton olurken, bir önceki yıla göre %5'lik artış kaydedilmiştir. Fiyat kaynaklı olarak tüpgaz satış miktarında ise 2022 yılında %12,2'lik gerileme görülmüştür.

Aygaz 2023 beklentilerini paylaştı...

Aygaz 2023 yılı beklentilerini de açıklamıştır. Buna göre Aygaz 2022 yılı otogaz satış miktarını 700-730bin ton, tüplügaz satış miktarını 245-255 bin ton öngörürken, %41,0-43,0 tüplügaz pazar payı ve %22-%23 aralığında otogaz pazar payı beklemektedir.

Beklentilerimizi güncelliyoruz...

2022 yılı gerçekleştirmeleri ardından, özellikle Tüpraş tahminlerimizdeki yukarı yönlü değişiklikler doğrultusunda Aygaz'la ilgili tahminlerimizi güncelliyoruz. Buna göre, 2023 yılı için satış gelirleri tahminimizi 42.451mn TL'den 42.605mn TL'ye, FAVÖK karı beklentimizi de 1.199mn TL'den 1.220mn TL'ye yükseltiyoruz. 2023 yılı kar beklentimizi ise Tüpraş karındaki yukarı yönlü güncellemeye bağlı olarak 2.943mn TL'den 4.209mn TL'ye çıkartıyoruz.

Finansal Tahminler (mn TL)	2022	2023 Tahmin		2024 Tahmin	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	37.507	42.451	42.605	38.939	41.484
FAVÖK	537	1.199	1.220	1.714	1.826
Ana Ort. Net Kar	4.564	2.943	4.209	3.151	3.358
FAVÖK Marjı	1,4%	2,8%	2,9%	4,4%	4,4%
Net Kar Marjı	12,2%	6,9%	9,9%	8,1%	8,1%

Kaynak: Ziraat Yatırım

Entek paylarının Tüpraş'a devri tamamlandı...

Aygaz'ın, stratejik planları çerçevesinde, özellikle yurt dışı LPG yatırımlarına ve kargo dağıtımını gibi diğer iş alanlarına odaklanmak hedefiyle; Şirketin aktifindeki Entek Elektrik Üretim sermayesinin %49,62'sine denk gelen Entek paylarının ortaklara pay devri modeliyle, Tüpraş'a kısmi bölünme yoluyla devredilmesi süreci Ağustos ayı sonunda tamamlanmıştır. Buna istinaden Entek katkısı, kısmi bölünme işlemi sebebiyle Aygaz'ın 2022 finansal sonuçlarına Ağustos sonuna kadar dahil olmuştur. Diğer taraftan bu bölünme ve Tüpraş'ın sermaye artışı sonrası Aygaz'ın Tüpraş'ta sahip olduğu dolaylı payı Tüpraş'ın %10,2'sinden %9,28'ine gerilemiştir.

Aygaz için hedef hisse fiyatını 91,60TL olarak güncelliyoruz...

Aygaz'ın tahmini değerini, iskonto oranındaki düşüş, beklentilerimizdeki değişiklikler ve Tüpraş ile Yapı Kredi Bankası hedef hisse fiyatlarımızdaki yukarı yönlü güncellemelere bağlı olarak 16.792mn TL'den 20.133mn TL'ye, hedef hisse fiyatını da 76,40TL'den **91,60TL'ye** yükseltiyoruz. Aygaz'la ilgili daha önceki "**EKLE**" önerimizi ise koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu

	Kullanılan Yöntem	Açıklama	(Mn TL)
AYGAZ (Kons. Şirketler)	(İNA)	(%20,2 iskonto, %2 büyüme)	4.248
Opet Aygaz Gayrimenkul	Defter Değeri	(%50 Aygaz Payı)	160
United LPG	Defter Değeri	(%50 Aygaz Payı)	324
EYAŞ (Tüpraş %9,28)	İNA ve Benzer Şir.	(%9,28 Aygaz Payı)	19.924
Koç Finansal Hizmetler (Yapı Kredi Payı (%1,61))	Gordon B. ve Benzer Şir.	(%1,61 Aygaz Payı)	2.188
Net Aktif Değer			26.845
Holding İskontosu (%25)			6.711
Hedef Piyasa Değeri			20.133
Hedef Hisse Fiyatı			91,60 TL
Aygaz Hisse Fiyatı*			74,40 TL
Hedef Piyasa Değerine Göre İskonto Oranı			18,8%

*7.02.2023 Kapanış Fiyatı Kullanılmıştır.

Jeopolitik riskler hala ön planda...

Ukrayna-Rusya savaşıyla birlikte devam eden jeopolitik riskler ve LPG fiyatlarının seyri hisse fiyatı için risk unsurları olarak yakından takip edilmelidir.

ÖZET BİLANÇOLAR(MN TL)	2018	2019	2020	2021	2022	%Değ.
DÖNEN VARLIKLAR	1.618	1.589	2.193	4.638	7.448	60,6%
Nakit ve Nakit Benzerleri	648	665	961	1.693	1.863	10,0%
Ticari Alacaklar	440	566	671	1.065	2.459	130,8%
Diğer Alacaklar	3	3	61	106	149	41,5%
Stoklar	348	263	400	1.433	2.336	63,0%
Diğer Dönen Varlıklar	178	91	101	340	642	88,5%
DURAN VARLIKLAR	3.396	3.366	3.202	3.696	9.200	148,9%
Ticari Alacaklar	9	8	5	7	8	24,3%
Finansal Yatırımlar	287	395	421	462	1.611	248,6%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	2.305	2.059	1.847	2.161	6.262	189,8%
Maddi Duran Varlıklar	687	713	696	772	984	27,5%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21	24	25	33	77	137,2%
Diğer Duran Varlıklar	87	56	35	73	258	251,9%
TOPLAM AKTİFLER	5.013	4.955	5.395	8.333	16.648	99,8%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.484	1.495	1.852	3.869	7.566	95,6%
Finansal Borçlar	79	65	221	112	1.035	826,9%
Uzun V. Borçlan.Kısa Vadeli Kısımları	492	418	346	955	1.754	83,7%
Ticari Borçlar	560	579	824	2.122	4.010	88,9%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	353	433	461	680	767	12,8%
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.027	982	1.226	1.745	1.227	-29,7%
Finansal Borçlar	830	764	997	1.486	810	-45,5%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	197	217	229	259	418	60,9%
ÖZSERMAYE	2.502	2.478	2.317	2.719	7.855	188,9%
Ödenmiş Sermaye	300	300	300	300	220	-26,7%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	1.704	1.502	1.612	1.423	1.000	-29,8%
Net Dönem Karı/Zararı	228	273	-25	670	4.733	606,4%
Diğer	270	403	431	326	1.901	483,9%
TOPLAM PASİFLER	5.013	4.955	5.395	8.333	16.648	99,8%
ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)	2018	2019	2020	2021	2022	%Değ.
SATIŞLAR	9.554	10.211	10.145	15.893	37.507	136,0%
Satışların Maliyeti (-)	8.920	9.254	9.233	14.455	35.284	144,1%
BRÜT KAR/ZARAR	634	957	912	1.438	2.223	54,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	202	253	286	435	836	92,3%
Pazarlama Giderleri (-)	311	352	362	474	1.085	129,1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	3,4	2,9	3,3	7	10	33,0%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	-48	16	-20	-104	51	a.d.
NET FAALİYET KARI/ZARARI	71	365	241	418	343	-18,0%
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	26	5	83	19	49	151,8%
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-128	-201	-100	-163	-384	a.d.
Özkaynak Yönt. Değer. Yat. Kar/Zarar Payları	281	137	-193	423	4.491	a.d.
Vergi Gideri/Geliri	21	32	56	70	-66	a.d.
Net Dönem Karı/Zararı	228	273	-25	627	4.564	a.d.
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	228	273	-25	670	4.733	a.d.

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