

Aygaz

10/02/2026

2025 4.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 41%

Beklenti üstü net kar rakamına rağmen, konsensüsün altında kalan FAVÖK göz önüne alındığında Aygaz'ın 4Ç25 sonuçlarına piyasanın nötr tepki vermesini bekliyoruz. AYGAZ için 12 aylık hedef fiyatımızı 312 TL'den 326 TL'ye yükseltiyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat revizyonumuz esas olarak değerlememizin ileriye taşınması ve güncellenmiş makro tahminlerimizden kaynaklanıyor.

Beklentilerin üzerinde net kar. Aygaz, tahminleri aşarak (İş Yatırım: 1,78 milyar TL; piyasa: 1,82 milyar TL), yıllık bazda %126 artışla 4Ç25'te 2,13 milyar TL net kar açıkladı. Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen Tüpraş katkısının beklentimizden yüksek gelmesi ve beklentimizden düşük vergi giderleri net kar tahminimizdeki sapmanın ana sebepleri olarak öne çıkıyor. Yıllık bazdaki kuvvetli net kar artışı temelinde Ekim ayında tamamlanan Genel Müdürlük binası satışından kaynaklanan 991 milyon TL'lik tek seferlik geliden kaynaklanıyor. Tüpraş'ın net kara katkısı 2024'teki 1,54 milyar TL'ye kıyasla 2025'te 2,52 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken Kolay Gelsin net karı 285 milyon TL aşağı çekti (2024: -750 milyon TL).

Otogazdaki pazar payı kazanımları pazardaki daralmayı telafi etti. Şirket beklentilere paralel (İş Yatırım: 22,2 milyar TL; piyasa: 22,4 milyar TL), 4Ç25'te yıllık bazda %16 düşüşle 22,1 milyar TL net satış geliri elde etti. LPG fiyatlarındaki düşüş ve TL'nin reel değerlendirilmesi yıllık bazdaki ciro düşüşünde rol oynarken, toplam LPG satış hacmi 4Ç25'te yıllık bazda %2 artışla 619 bin tona ulaştı. EPDK Kasım ayı sektör raporuna göre yurt içi perakende LPG satışları 2025'te %5 daraldı. Bu pazar daralmasına rağmen Aygaz, otogaz segmentindeki pazar payı kazanımlarının desteğiyle yıl boyunca yurt içi satış hacmini sabit tutmayı başardı. Ocak-Kasım 2025 döneminde şirketin tüplü gaz pazar payı yıllık bazda paralel seyrederken %41,6 seviyesinde kalırken, otogaz pazar payı 1,2 yüzde puan artışla %23,3 olarak gerçekleşti. Şirketin Bangladeş'teki iştiraki United Aygaz'ın satış hacmi yıllık bazda %92 artışla 2025'te 243 bin tona ulaştı (2024: 126 bin ton).

Marjlarda yıllık bazda iyileşme devam etti. 4Ç25 FAVÖK rakamı yıllık bazda %11 artışla 784 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken beklentilerin altında kaldı (İş Yat: 915 milyon TL; Konsensus: 900 milyon TL). LPG ve doğal gaz segmentinin brüt kar marjı belirgin bir iyileşmeyle %10,4'e (4Ç24: %8,2) yükselirken, FAVÖK marjı ise geçen yılın aynı dönemindeki %2,7 seviyesinden %3,5'e çıktı. 4Ç24'teki 64 milyon TL'lik stok zararının aksine bu çeyrekte 123 milyon TL stok karı kaydedilse de; 2025 yılı toplam stok zararı 295 milyon TL'ye ulaştı (2024: 40 milyon TL zarar). Yıllık stok zararı baskısı ve reel TL değerlemesine rağmen; yüksek dağıtım marjları, iyileşen LPG tedarik maliyetleri ve operasyonel giderlerdeki verimlilik artışı karlılığı destekledi. Bu doğrultuda, 2025 yılının tamamında FAVÖK yıllık %4 artışla 3,16 milyar TL seviyesine ulaştı.

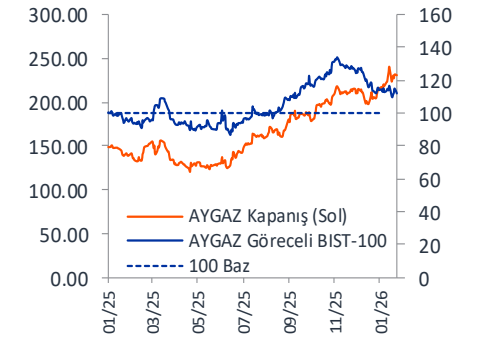
Net nakit pozisyonunda güçlü artış. Şirketin net nakit pozisyonu 3Ç25 sonundaki 3,1 milyar TL'den 4Ç25 sonunda 5,4 milyar TL'ye önemli ölçüde yükseldi. Bu artışta Ekim ayında Tüpraş'tan alınan yaklaşık 1,0 milyar TL temettü ve Genel Müdürlük binası satışından elde edilen yaklaşık 1,3 milyar TL gelir etkili oldu.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	230.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	326.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	312.00
Piyasa Değeri (mn)	50,664
Halka Açık PD (mn)	12,240
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	95.2
Hisse sayısı (Adet mn)	220
Takas Saklama Oranı (%)	24
Yabancı Oranı (%)	59

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	12.9	15.9	65.9
ABD \$	11.7	14.1	36.9
BIST-100 Relatif	0.0	-5.7	19.3

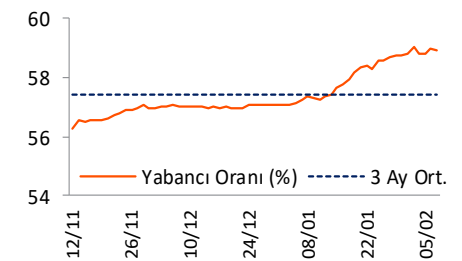
Çarpanlar (\$)	2024	2025	2026
F/K	18.0	11.6	11.5
PD/DD	0.7	0.8	0.8
FD/FAVÖK	20.7	19.2	18.2

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	197.90	239.80
---------------------------	--------	--------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	59.01
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Ortaklık Yapısı (%)

Koç Holding Anonim Şirketi	40.68
Diğer	29.03
Liquid Petroleum Gas Development Cy Sa Merkezi Cen	24.52

Faaliyet Konusu

Sıvılaştırılmış petrol gazının yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan temin edilmesi ve tüketiciye ulaştırılması.

Şirketin 2026 beklentileri. Şirket 2026 yılı için otogazda %23,0-%24,0 (11A25: %23,3), tüplügazda %41,5-%42,5 (11A25: %41,6) pazar payı hedeflerken 200-220 bin ton tüplügaz, 750-790 bin ton otogaz satışı bekliyor. Kamuya açıklandığı üzere şirket, VLGC (very large gas carrier) sınıfında 93.000 cbm kapasiteli bir LPG gemisi satın almak için gemi inşa sözleşmesi imzaladı. Geminin 2Ç28'de teslim alınması beklenirken, 119 milyon dolar tutarındaki bedelin çoğunluğu teslimat aşamasında olmak üzere taksitler halinde ödeneceği belirtildi.

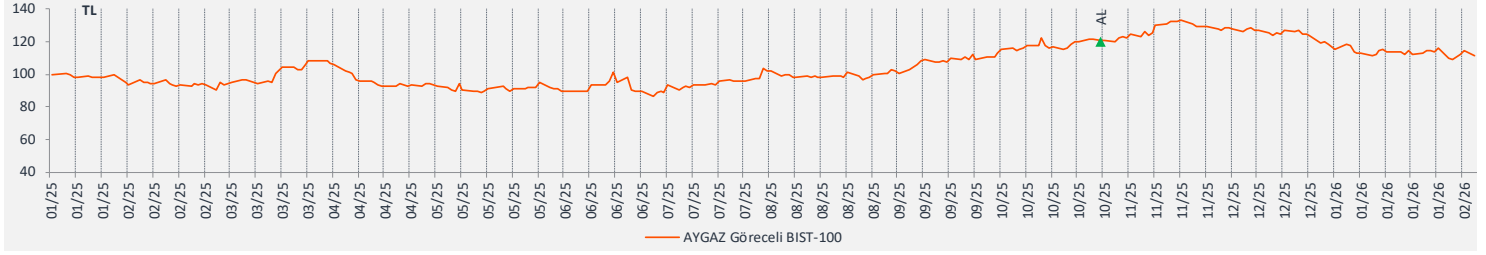
Değerleme. Aygaz için hedef fiyatımızı parçaların toplamı metoduyla hesaplıyoruz. Bu kapsamda, yurt içi LPG iş kolunu %1 terminal büyüme ve %11,1 AOSM varsayımlarını içeren İNA modelimize göre 245 milyon dolar (2026T 3,3x FD/FAVÖK'e tekabül ediyor) olarak değerlendiriyoruz. Koç Finansal İşlemler'deki %3,93 payı (115 milyon dolar) ve OAGM'deki %50 payı (55 milyon dolar) defter değerleri üzerinden değerlememize dahil ederken; United Aygaz'daki %50 payı (37,5 milyon dolar) Aygaz'ın toplam sermaye katkısını baz alarak değerlendiriyoruz. Kolay Gelsin için ise herhangi bir değer atamamayı tercih ettik. Tüpraş'taki %9,3 dolaylı payın değerini, TUPRS için öngördüğümüz 12 aylık hedef piyasa değerini baz alarak 923 milyon dolar olarak hesaplıyoruz. Toplam 1,575 milyar dolar tutarındaki hedef NAD üzerine %10 holding iskontosu uygulayarak 1,418 milyar dolar hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. 2026 yıl sonu için 50,5 seviyesindeki dolar/TL kur tahminimizle bu rakam hisse başına 326 TL hedef fiyata karşılık gelmekte ve son kapanışa göre %41 yukarı yönlü potansiyele işaret etmektedir.

Özet Finansallar

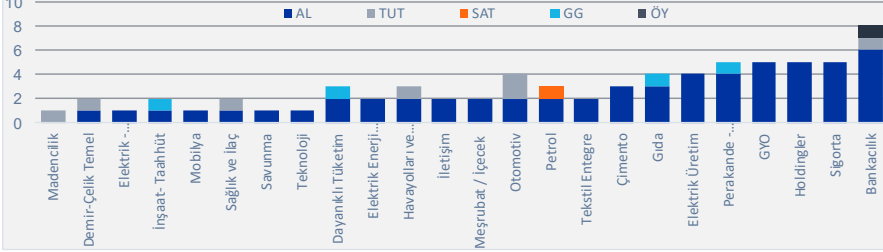
TL mn	UMS - 29						Piyasa	İş Yat.
	4Ç25	4Ç24	Değ.	12A25	12A24	Değ.	4Ç25T	4Ç25T
Ciro	22,069	26,376	-16%	89,657	107,034	-16%	22,352	22,175
Brüt Kar	2,273	2,152	6%	9,353	8,998	4%		
Brüt Kar Marjı	10.3%	8.2%	2.1ppt	10.4%	8.4%	2.0ppt		
Faaliyet Giderleri	-1,849	-1,787	3%	-7,244	-7,852	-8%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-8.4%	-6.8%	-1.6ppt	-8.1%	-7.3%	-0.7ppt		
Faaliyet Geliri	424	365	16%	2,109	1,146	84%		
FAVÖK	784	705	11%	3,162	2,294	38%	900	915
FAVÖK Marjı	3.6%	2.7%	0.9ppt	3.5%	2.1%	1.4ppt	4.0%	4.1%
VÖK	2,574	1,095	135%	5,860	3,462	69%		
VÖK Marjı	11.7%	4.2%	7.5ppt	6.5%	3.2%	3.3ppt		
Vergi Gelir/ Gider	-445	-155	187%	-863	-1,301	-34%		
Net Kar	2,128	941	126%	4,997	2,778	80%	1,815	1,775
Net Kar Marjı	9.6%	3.6%	6.1ppt	5.6%	2.6%	3.0ppt	8.1%	8.0%

Kaynak: İş Yatırım & Aygaz

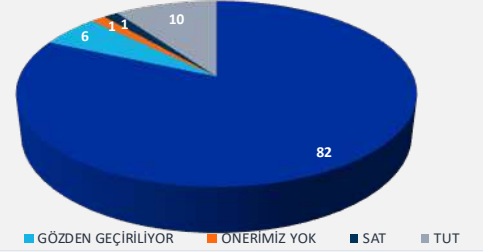
Göreceli Getiri / Öneriler



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 iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.