

Aygaz

Aygaz'ı 18,4 TL hisse hedef değeri ve AL tavsiyesi ile araştırma takip listemize dahil ediyoruz. Hisse hakkındaki olumlu görüşümüzü destekleyen faktörler; 1) zayıf 2Ç sonuçlarından sonra 3Ç'de LPG fiyatlarındaki artış ve vergi oranlarındaki değişiklik sonrası şirketin finansallarında önemli bir iyileşme beklemekteyiz; 2) Entek'in hidroelektrik santral alımlarını olumlu karşılıyor; 3) Tüpraş hakkındaki olumlu görüşümüz, ki Aygaz'ın değerlemesinin %60'ından fazlası buradan gelmektedir; ve 4) Aygaz'ın ana işkolunun 2017 FD/FAVÖK oranının 3,4x seviyesinden işlem görmesi (tarihsel ortalaması 4,4x).

Zayıf 2Ç17 verilerinden sonra karlılık yükseliş trendinde: Aygaz'ın 2Ç17 finansalları otogaz segmentindeki düşük karlılık ve stok zararları nedeniyle piyasa beklentisinin oldukça altında gerçekleşmişti. Ancak LPG fiyatlarında son dönemde yaşanan artış, ki stok karına neden olmakta, ve hükümetin vergi oranlarında yapmış olduğu değişiklik neticesinde otogaz sektöründe rekabetin adil hale gelmesi 3Ç'de Aygaz'ın karlılığında önemli bir iyileşmeye neden olmuştur. Şirketin finansallarındaki iyileşmenin 4Ç ve sonrasında da devam etmesini beklemekteyiz.

Entek'in hidroelektrik santral alımı değer katabilir: Entek'in iki hidroelektrik santralinin özelleştirmesinde en yüksek teklifi vermesi ertesindeki piyasa tepkisi, temettüde kesinti olabileceği düşüncesiyle, pek olumlu olmadı. Ancak bu olası alımların, bu varlıkların halen faal olması ve nakit yaratıcı olması nedeniyle, temettü üzerine etkisinin sınırlı olabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca alımın değerlemesinin de (VD/Kapasite 1,96MW) makul olduğunu düşünmekteyiz.

Tüpraş hakkındaki olumlu görüşümüz Aygaz hissesi için de olumlu bir görünümü ima etmektedir: Aygaz'ın değerlemesinin Tüpraş'a olan bağımlılığı son dönemde Tüpraş hissesinde gözlenen artış nedeniyle daha da artmıştır. Aygaz'ın değerlemesinin yaklaşık %60'ı Tüpraş'tan gelmektedir; ki bu oran bir sene önce %45'ler seviyesinde idi. Global rafineri marjlarında gözlenen olumlu trend, konsensus beklentilerinde muhtemel artış ve hissenin hala cazip bir değerlemede olması nedeniyle Tüpraş hissesindeki olumlu trendin devam edebileceğini düşünmekteyiz.

Değerlemesi cazip seviyelerde: Aygaz'ın ana işkolu 2017 FD/FAVÖK oranı olarak 3,4x seviyesinden işlem görmektedir, ki bu tarihsel ortalaması olan 4,4x'ın oldukça altındadır. Diğer yandan, Aygaz'ın 2018'de 478 milyon TL temettü dağıtmasını bekliyoruz, ki bu rakam, %10 temettü verimini ima etmektedir.

Tavsiye

Hedef fiyat

Getiri potansiyeli

AL

TL18,4

20%

Hisse bilgileri

Hisse Kodu	AYGAZ TI
Hisse fiyatı (16-10-2017)	15.4
Hisse fiyat aralığı (52 haftalık)	9.5 / 17.0
Piyasa Değeri (TL mn - USD mn)	4,608 - 1,266
Hisse adedi (mn) & halka açıklık oranı	300.0 - 24%

Ortalama işlem hacmi	1 Ay	3 Ay	12 Ay
USD mn	1.6	1.8	1.5

Fiyat performansı

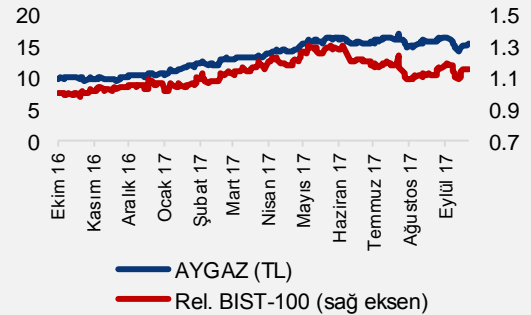
	1 Ay	3 Ay	YBB
TL	-6%	-4%	42%
USD	-12%	-6%	37%
BIST -100'e göre performans	-5%	-5%	4%

Tahminler (TL mn)

	2016	2017T	2018T
Net satışlar	6,749	8,489	9,106
FAVÖK	397	331	364
Net kâr	416	623	567

Değerleme

	2016	2017T	2018T
F/K	11.1x	7.4x	8.1x
F/DD	1.7x	1.6x	1.5x
FD/FAVÖK	6.9x	8.5x	7.6x
FD/Net satışlar	0.4x	0.3x	0.3x
Temettü verimi	9.8%	10.4%	9.4%



Erol Daniş, Ph.D, CFA

+90 212 355 2675

erol.danis@tacirler.com.tr

Tahminler – Aygaz -TL mn

Bilanço	2015	2016	2017T	2018T	2019T	Gelir tablosu	2015	2016	2017T	2018T	2019T
Nakit ve benzerleri	289	568	343	328	65	Net satışlar	6,420	6,749	8,489	9,106	9,661
Ticari alacaklar	483	475	651	699	741	Brüt kâr	677	787	750	830	866
Stoklar	186	267	382	408	434	Faaliyet giderleri	423	476	518	586	621
Diğer dönen varlıklar	67	51	110	118	126	Esas faaliyet kârı	254	311	231	244	245
Dönen varlıklar	1,025	1,360	1,486	1,553	1,366	FAVÖK	340	397	331	364	386
Finansal yatırımlar	1,867	1,922	2,115	2,220	2,331	Net diğer gelir	233	183	482	420	437
Maddi duran varlıklar	651	658	665	697	716	Net finansman geliri	-29	-26	-54	-61	-46
Maddi olmayan duran varlıklar	21	19	19	19	19	Vergi öncesi kâr	458	469	659	603	635
Diğer duran varlıklar	352	354	446	478	507	Vergi gideri	39	53	35	36	39
Duran varlıklar	2,891	2,954	3,245	3,414	3,573	Net kâr	418	416	623	567	596
Toplam varlıklar	3,916	4,314	4,731	4,968	4,939	Nakit akış tablosu					
Kısa vadeli borçlanmalar	249	230	434	434	434	FAVÖK	340	397	331	364	386
Ticari borçlar	372	471	586	626	664	Vergi gideri	51	62	46	49	49
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	226	306	340	364	386	Yatırımlar	156	99	107	151	160
Kısa vadeli yükümlülükler	847	1,007	1,360	1,424	1,485	İşletme sermayesi değişir	129	-123	202	18	15
Uzun vadeli borçlanmalar	303	400	248	267	0	Serbest nakit akışı	5	359	-24	147	162
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	156	165	208	273	290	Büyüme ve marjlar					
Uzun vadeli yükümlülükler	459	566	456	540	290	Net satışlar	-9.1%	5.1%	25.8%	7.3%	6.1%
Özkaynaklar	2,611	2,742	2,915	3,003	3,164	FAVÖK	68.3%	16.7%	-16.5%	9.9%	5.9%
Ana ortaklığa ait	2,611	2,742	2,915	3,003	3,164	Net kâr	92.0%	-0.6%	50.0%	-9.1%	5.1%
Kontrol gücü olmayan paylar	0	0	0	0	0	Brüt marj	10.5%	11.7%	8.8%	9.1%	9.0%
Toplam kaynaklar	3,916	4,314	4,731	4,968	4,939	Esas faaliyet kâr marjı	4.0%	4.6%	2.7%	2.7%	2.5%
Net borç	263	63	339	373	369	FAVÖK marjı	5.3%	5.9%	3.9%	4.0%	4.0%
Net işletme sermayesi	138	16	218	235	250	Net marj	6.5%	6.2%	7.3%	6.2%	6.2%
Net işletme sermayesi (operasyon)	297	271	447	481	511	Serbest nakit akışı marjı	0.1%	5.3%	-0.3%	1.6%	1.7%
Yatırılan sermaye	810	693	902	951	985	Hisse başına (TL)					
Oranlar						Net kâr	1.39	1.39	2.08	1.89	1.99
Karlılık						Özsermaye	8.70	9.14	9.72	10.01	10.55
Özsermaye kârlılığı	16.8%	15.5%	22.0%	19.1%	19.3%	Temettü	1.05	1.50	1.59	1.45	1.52
Net kâr	6.5%	6.2%	7.3%	6.2%	6.2%	Değerleme					
Aktif devri	1.8x	1.6x	1.9x	1.9x	2.0x	F/K	11.0x	11.1x	7.4x	8.1x	7.7x
Kaldıraç	1.5x	1.5x	1.6x	1.6x	1.6x	F/DD	1.8x	1.7x	1.6x	1.5x	1.5x
Aktif kârlılığı	11.4%	10.1%	13.8%	11.7%	12.0%	FD/FAVOK	8.8x	6.9x	8.5x	7.6x	6.9x
Yatırılan sermaye kârlılığı	28.4%	33.1%	23.2%	21.1%	20.2%	FD/Net satışlar	0.5x	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x
Kaldıraç						Temettü verimi	6.8%	9.8%	10.4%	9.4%	9.9%
Net borç/toplam varlıklar	14%	15%	14%	14%	9%	Serbest nakit akışı verimi	0.1%	7.8%	-0.5%	3.2%	3.5%
Net borç/özsermaye	0.10	0.02	0.12	0.12	0.12						
Net borç/FAVÖK	0.77	0.16	1.02	1.02	0.96						

Kaynak: Tacirler Yatırım Araştırma

* Bütün rakamlar milyon TL olarak ifade edilmiştir.

Yatırım Merkezlerimiz

Genel Müdürlük

Nispetiye Cad. B-3 Blok Kat: 7-9
Akmerkez Etiler - İSTANBUL
0 212 355 46 46

Adana

Cemal Paşa Mah. Gazipaşa Bul.
Cemal Uğurlu Apt. Kat: 1 D: 4 ADANA

(0 322) 457 77 55

Ankara

Remzi Oğuz Arık Mah. Tunalı Hilmi Cad.
Yaprak Apt. No: 94 Kat: 2 D: 9
Kavaklıdere Çankaya - ANKARA

(0 312) 435 18 36

Antalya

Şirinyalı Mah. İsmet Gökşen Cad. Özden
Apt. No:82/6 Muratpaşa - ANTALYA

(0 242) 248 45 20

Bakırköy

İstanbul Cad. Bakırköy İş Merkezi No:
6 Kat: 4 D: 14 Bakırköy - İSTANBUL

(0 212) 570 52 59

Bursa

Muradiye Mah. Çekirge Cad. Koçer Apt.
No: 49 Kat: 2 D: 4 Osmangazi - BURSA

(0 224) 225 64 10

Denizli

Saraylar Mah. 2. Ticari Yol No: 32 Kat: 5
DENİZLİ

(0 258) 265 87 85

Erenköy

Bağdat Cad. Çubukçu Apt. No: 333
Kat: 2 D: 4 Kadıköy - İSTANBUL

(0 216) 348 82 82

Gaziantep

İncilipinar Mah. Gazimuhtarpaşa Bul.
Kepkepzade Park İş Merkezi B Blok No:
18 Kat: 1 D: 5 GAZİANTEP

(0 342) 232 35 35

Girne

Şehit Necati Gürkaya Mevkii Çağdaş Apt.
Kat: 1 D: 1 Girne - KKTC

(0 392) 815 14 55-55-56

İzmir

Şair Eşref Bul. Ragıp Şanlı İş Merkezi
No: 6 Kat: 3 D: 306 Çankaya - İZMİR

(0 232) 445 01 61

İzmit

Hürriyet Cad. Kaya İşhanı No: 39/5 İzmit -
KOCAELİ

(0 262) 323 11 33

İzmit İrtibat

Ömerağa Mah. Alemdar Cad. İ. Kolaylı
Apt. No: 8 Kat: 2 İzmit KOCAELİ

(0 262) 260 01 01

Karadeniz Ereğli

Murtaza Mah. Hamamüstü Sok. İ. Esat
Taneri İş Merkezi No: 19 Kat: 2
Karadeniz Ereğli - ZONGULDAK

(0 372) 316 40 50

Kartal

Üsküdar Cad. Cevat Kayacan Apt. No:
26 Kat: 4 D: 8 Kartal - İSTANBUL

(0 216) 306 22 71 - 306 22 06

Kayseri

Cumhuriyet Mah. Sultan Hamam Cad.
Kavuncu İş Merkezi No: 17 Kat: 1 D: 2
KAYSERİ

(0 352) 221 08 68 - 222 82 51

Mersin

Çankaya Mah. Bahri Ok İş Merkezi B
Blok No: 78 MERSİN

(0 324) 238 11 89

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerindelik Testi'ni tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getirinin sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz.

Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz. Aksi halde, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar.