Aygaz <AYGAZ> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

FAVÖK %37,4 arttı, net kar EYAŞ katkısıyla sıçradı

Aygaz'ın 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %14,3 artarak 31,50 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar %17,2 artışla 3,85 milyar TL'ye, FAVÖK %37,4 artışla 1,79 milyar TL'ye, esas faaliyet karı %26,4 artışla 1,25 milyar TL'ye çıktı. Ana ortaklık net karı %227,2 artarak 7,22 milyar TL'ye ulaştı. Net kar artışının %99,2'si EYAŞ'tan gelen paydaki artıştan kaynaklandı ve EYAŞ payı hariç net kar %4,4 artışla 910 milyon TL oldu. Net satışlar 5 kurumun medyan beklentisinin %0,1 üzerinde gerçekleşirken net kar medyanı %26,6 aştı. Sonuçlar, satış hacmi ve stok karıyla artan FAVÖK ve esas faaliyet karına karşın net kardaki sıçramanın iştirak gelirinden kaynaklandığına işaret ediyor.

FAVÖK artışının yaklaşık %67'si stok karından

FAVÖK marjı 3Ç25'e göre 1,0 puan artarak %5,67'ye, brüt kar marjı 0,3 puan artarak %12,21'e, esas faaliyet kar marjı 0,4 puan artarak %3,98'e yükseldi. LPG fiyatının (Sonatrach SP) Temmuz'daki dipten yükselmesiyle şirketin enflasyon muhasebesi uygulanmamış tutarla açıkladığı stok karı 3Ç25'te sıfırken 3Ç26'da 326 milyon TL oldu. Stok karı FAVÖK'teki 486 milyon TL'lik artışın yaklaşık %67'sini oluşturdu. Faaliyet giderleri %4,2 artışla satışların gerisinde kaldı ve satışlara oranı %8,79'dan %8,01'e indi. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net etkisi 131 milyon TL'lik katkıdan 68 milyon TL'lik gidere döndü ve esas faaliyet karı FAVÖK'ten yavaş arttı.

Satışlar %23 arttı, büyüme toptan ve yurt dışından

Toplam LPG satışları 3Ç25'e göre %23 artarak 750 bin tona yükseldi. Toptan ve yurt dışı satışlar %40 artışla 454 bin tona, yurt içi perakende satışlar %4 artışla 296 bin tona çıktı. Toptan ve yurt dışının toplam satıştaki payının yaklaşık %53'ten %61'e yükselmesiyle birlikte ton başına brüt kar yaklaşık %5 geriledi, ton başına FAVÖK ise stok karının etkisiyle yaklaşık %12 arttı. EPDK verisine göre Ocak-Ağustos döneminde LPG pazarı 2025'in aynı dönemine göre %3 daralırken Aygaz'ın tüplügaz pazar payı 0,7 puan artışla %42,4'e, otogaz pazar payı 1,5 puan artışla %24,7'ye yükseldi.

Net karın %87,4'ü EYAŞ'tan geldi

Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımlardan gelen pay 3Ç25'e göre 1,37 milyar TL'den 6,28 milyar TL'ye yükseldi ve net kar artışının %97,9'unu oluşturdu. EYAŞ'ın %46,40 payla ortağı olduğu Tüpraş'ın ana ortaklık net karının %335,3 artmasıyla Aygaz'ın EYAŞ payı 1,33 milyar TL'den 6,31 milyar TL'ye çıktı ve net karın %87,4'ünü oluşturdu. United Aygaz'dan gelen pay 58 milyon TL kardan 47 milyon TL zarara döndü. Net finansman geliri 230 milyon TL ile 312 milyon TL'lik net parasal pozisyon kaybının %73,8'ini karşıladı. Vergi gideri 236 milyon TL'den 276 milyon TL'ye yükseldi.

Gemi avanslarına karşın net nakit korundu

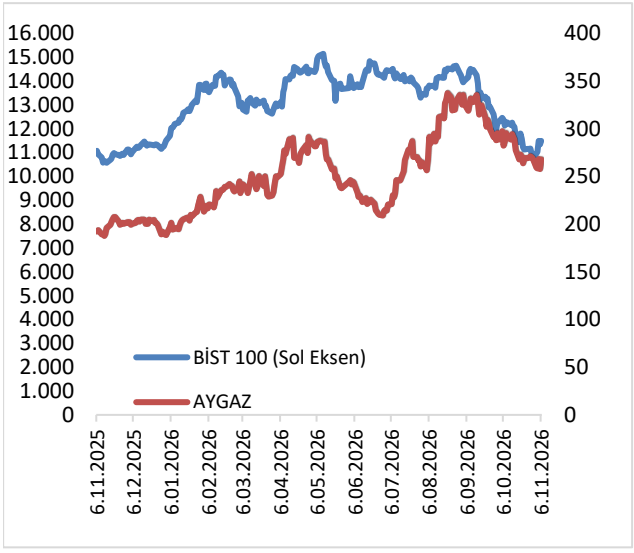
Haziran bilançosu Eylül alım gücüne taşındığında net nakit %9,0 artarak 4,54 milyar TL'ye yükseldi. 157 bin tonluk LPG stokunun 118 bin tonu yoldaki mal olduğundan stoklar 3,7 katına çıkarak 5,42 milyar TL'ye, ticari borçlar %122,6 artışla 12,85 milyar TL'ye yükseldi. Ticari borçlarda Ekim'de ödenen yaklaşık 1 milyar TL gemi taksiti de yer aldı. Üç LPG gemisi için ödenen 3,40 milyar TL avans peşin ödenmiş giderlerde sunuldu ve dokuz aylık işletme faaliyetlerinden nakit akışı 37 milyon TL'lik çıkış gösterdi. Dokuz ayda 2,60 milyar TL temettü alındı, 3,12 milyar TL temettü ödendi. 3,53 milyar TL'lik finansal borcun tamamına yakını yabancı para banka kredilerinden oluştu.

POZİTİF

Kapanış, TL (06.11.2026)	267,75 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	219.801
Halka Açık Sermaye (bin TL)	53.298
Halka Açıklık Oranı	24,25
Piyasa Çarpanları	
F/K	4,05
PD/DD	0,64
FD/FAVÖK	11,23

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	31.496.976	27.546.796	14,3
Brüt satış karı	3.846.910	3.282.827	17,2
Faaliyet Giderleri	2.523.732	2.421.105	4,2
Finansal Gelir/Gider	230.137	260.704	a.d.
Esas Faaliyet Karı	1.254.760	992.975	26,4
FAVÖK	1.785.929	1.299.871	37,4
Ana Ortaklık Net Kar	7.215.842	2.205.370	227,2

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	12,21	11,92	0,3
Esas Faa.Kar Marjı (%)	3,98	3,60	0,4
FAVÖK Marjı (%)	5,67	4,72	1,0
Net Kar Marjı (%)	22,91	8,01	14,9



Tonaj ve pazar payı beklentileri korundu. Şirket 3Ç26 Kar Duyurusu Raporu'nda 2026 için tüplügazda 200-220 bin ton, otogazda 750-790 bin ton satış ve tüplügazda %41,5-42,5, otogazda %23,5-24,5 pazar payı beklentisini 2Ç26'daki haliyle korudu. Otogaz pazar payı beklentisi yıl başında %23,0-24,0 olarak açıklanmış, yıl içinde yükseltilmişti. Şirket finansal büyüklükler için beklenti açıklamıyor. 2025 için verilen tüplügaz ve otogaz satış beklentileri aralık içinde gerçekleşmişti.

Beklentiler

	9A25	9A26	Değ.	2025 Gerç.	2026 Önceki	2026 Güncel	4Ç26 Gerekli
Tüplügaz satışı (bin ton)	171	170	-%0,6	226	200-220	200-220	30-50
Otogaz satışı (bin ton)	577	597	+%3,5	767	750-790	750-790	153-193
Tüplügaz pazar payı (Ocak-Ağustos)	%41,7	%42,4	+0,7 puan	%41,5	%41,5-42,5	%41,5-42,5	-
Otogaz pazar payı (Ocak-Ağustos)	%23,2	%24,7	+1,5 puan	%23,4	%23,5-24,5	%23,5-24,5	-

Son çeyrekte gereken satış 4Ç25'in altında

Dokuz ayda tüplügaz satışı 170 bin ton ile 9A25'in 1 bin ton altında kalırken otogaz satışı %3,5 artışla 597 bin tona yükseldi. Beklentiler 4Ç26'da 30-50 bin ton tüplügaz ve 153-193 bin ton otogaz satışı gerektiriyor. 4Ç25'te tüplügaz satışı 55 bin ton, otogaz satışı 190 bin ton olmuştu. Tüplügazda 4Ç25 kadar satış yapılması halinde yıllık satış 225 bin tona ulaşacak ve beklentinin üst sınırını aşacak. Otogaz pazar payı Ocak-Ağustos döneminde %24,7 ile beklenti aralığının üzerinde gerçekleşti. LPG fiyatının Kasım'da 983 USD/ton'a yükselmesi 4Ç26'da da stok karı oluşabileceğine işaret ediyor. Şirketin açıkladığı stok karı nominal tutar olduğundan enflasyon muhasebesi uygulanmış tablolardaki etkisi farklı olabilir.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını pozitif değerlendiriyoruz. 3Ç25'e göre toplam LPG satışlarının %23, FAVÖK'ün %37,4, esas faaliyet karının %26,4 artması ve FAVÖK marjının 1,0 puan genişlemesi olumlu bir tablo ortaya koyuyor. Faaliyet giderlerinin satışların gerisinde kalması, daralan pazarda pazar payının artması ve gemi yatırımlarına karşın net nakdin %9,0 artması da bu görünümü destekliyor. Buna karşılık FAVÖK artışının yaklaşık %67'sinin stok karından gelmesi, ton başına brüt karın gerilemesi ve net kar artışının %99,2'sinin EYAŞ payından kaynaklanması olumlu görünümü sınırlıyor. LPG fiyatlarının düşüşe geçmesiyle stok karının stok zararına dönmesi ve Tüpraş karlılığının gerilemesi yönü olumsuz etkileyebilecek başlıca unsurlar olarak öne çıkıyor. Perakende satışların seyri, stok etkisi hariç birim karlılık, EYAŞ katkısı ve gemi yatırımlarının nakit etkisi temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr