

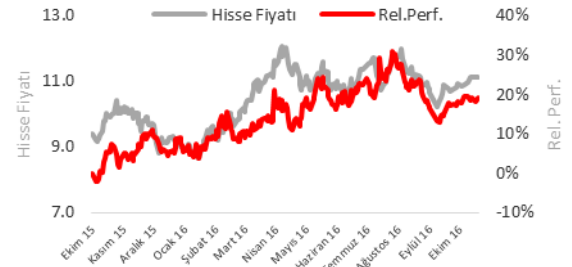
## Aygaz

28 Ekim 2016

## Karlılıktaki istikrar ve temettü verimi ile ön plana çıkıyor

- Aygaz, Türkiye LPG pazarında toplam %29'luk Pazar payı ile lider konumdadır. Şirket kendi sahip olduğu gemi filosu ve güçlü tedarik altyapısı sayesinde yerli LPG piyasasına yön vermekte ve güçlü pozisyonunu korumaktadır.
- Otogaz segmenti özellikle son yıllardaki hızlı büyümesi ile ön plana çıkmış ve şirketin en önemli faaliyet alanı olarak kendini göstermiştir. Aygaz bu segmentte özellikle Opet'le bir işbirliği içerisinde bulunurken yaygın bayi ağı ile pazar payını korumaktadır. Şirketin bu segmentteki pazar payı %25'ler seviyelerinde bulunurken en yakın rakibinin pazar payı ise %13 seviyelerindedir.
- Tüpgaz segmenti ise son on yılda özellikle doğalgazın yaygınlaşması nedeniyle bir gerileme halindeydi. Ancak doğalgazın artık birçok yere ulaşmış olması ve tüpgaz ihtiyacının doğalgaza rağmen devam edeceği beklentisi ile tüpgaz satışlarının denge bulması bekleniyor. Özellikle geçtiğimiz yıl komşu ülkelerden gelen göçün de etkisi ile %4'ler mertebesinde artan tüpgaz talebinin bu yıl sabit kalmasını bekliyoruz. Bu segmentte Aygaz ise %40'ın üzerindeki Pazar payı ile en önemli oyuncu olmaya devam ediyor.
- Şirketin değerinin yaklaşık yarısı LPG işinden gelirken diğer yarısı ise grup şirketlerindeki paylarından oluşmaktadır. Aygaz, Koç Grubu'nun elektrik üretim şirketi olan Entek Elektrik'te %49.6 paya sahip bulunurken Tüpraş'ta dolaylı %10 ve Yapı Kredi'de ise yine dolaylı olarak %1.6'lık paylara sahiptir. Özellikle Tüpraş'ın karlılığı Aygaz'ın net karını direkt etkileyen önemli bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır.
- Aygaz için LPG kısmını indirgenmiş nakit akımları analizi ile değerlendiriyoruz. Hedef fiyatı belirlerken ise diğer şirketlerdeki iştirak paylarını da hesaba katan bir net aktif değer hesaplıyoruz. Bu paralelde hedef fiyatımız 13.50TL seviyesinde bulunurken %21'lik yükseliş potansiyeli sunmaktadır. Aygaz için %9'lar seviyesine ulaşan temettü verimi de cazip görünmektedir. Çarpanlara baktığımızda ise 2017 için 8.6x seviyesinde bulunan Fiyat/Kazanç çarpanı geçtiğimiz dönemde gördüğü ortalama (10x) seviyelerinin altında bulunuyor

| AYGAZ                        | ENDEKSE PARALEL GETİRİ |       |       |       |
|------------------------------|------------------------|-------|-------|-------|
| Fiyat (TL)                   | 11.12                  |       |       |       |
| Hedef Fiyat (TL)             | 13.50                  |       |       |       |
| <b>Yükseliş Potansiyeli</b>  | <b>21%</b>             |       |       |       |
| Piyasa Değeri (\$mn)         | 1,076                  |       |       |       |
| Günlük Ortalama Hacim (\$mn) | 0.9                    |       |       |       |
| Net Borç (TLmn)              | 171                    |       |       |       |
| FD (TLmn)                    | 3,507                  |       |       |       |
| TL mn                        | 2014                   | 2015  | 2016T | 2017T |
| Net Satışlar                 | 7,061                  | 6,420 | 6,985 | 8,305 |
| % büyüme                     | 17.6                   | -9.1  | 8.8   | 18.9  |
| VAFÖK                        | 202                    | 340   | 421   | 454   |
| % marj                       | 2.9                    | 5.3   | 6.0   | 5.5   |
| Net Kar                      | 218                    | 418   | 354   | 387   |
| % marj                       | 3.1                    | 6.5   | 5.1   | 4.7   |
| Özsermaye Karlılığı (%)      | 9.5                    | 17.0  | 13.3  | 13.5  |
| Temettü                      | 100                    | 356   | 281   | 329   |
| % ödeme oranı                | 46                     | 85    | 79    | 85    |
| % temettü verimi             | 3.0                    | 10.7  | 8.4   | 9.9   |
| F/K                          | 15.3                   | 8.0   | 9.4   | 8.6   |
| FD/VAFÖK                     | 17.4                   | 10.3  | 8.3   | 7.7   |
| F/DD                         | 1.4                    | 1.3   | 1.2   | 1.1   |



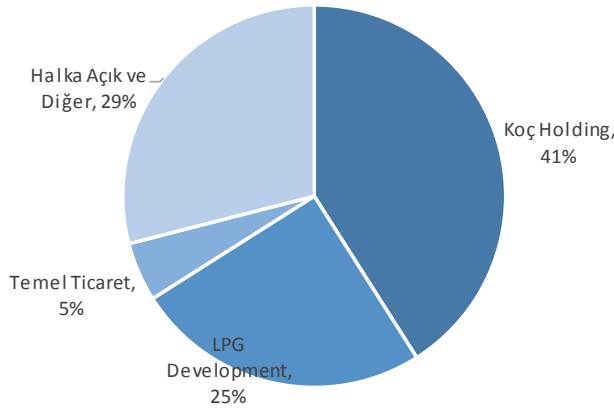
## Şirket Profili

Aygaz Türkiye LPG piyasasının lider şirketidir. Özellikle otogaz'da Opet ile bayi ağını artıran şirket tüpgazda ise %40'ın üzerinde bir Pazar payına sahiptir. Şirket doğalgaz segmentinde de kurmuş olduğu iştiraki ile faaliyet göstermektedir.

## Ortaklık Yapısı

Aygaz'ın ana hissedarı yaklaşık %41'lik payı ile Koç Holding'dir. Bunun yanında yine Koç Grubu şirketi olan Temel Ticaret'in de Aygaz'da %5'lik hissesi bulunmaktadır. Aygaz'da Koç Holding ile birlikte kuruluşundan bu yana ortaklık yapan LPG Development şirketi ise %25'lik paya sahip bulunurken kalan %29'luk kısım halka açık ve diğer paylardan oluşmaktadır.

### Ortaklık Yapısı

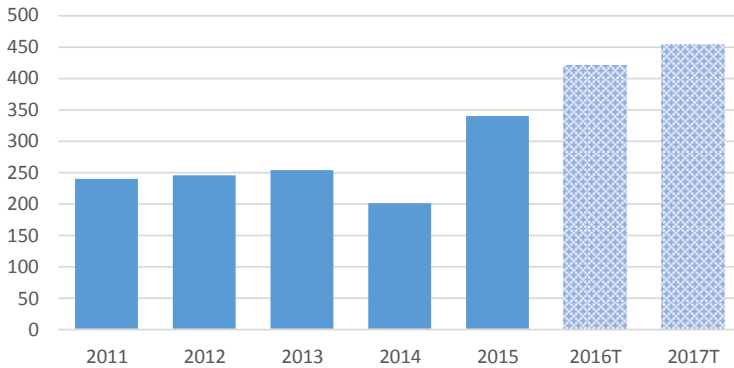


Kaynak: Şirket

## Finansal Görünüm / Tahminler

- Şirketin karlılığına baktığımızda ise petrol ve LPG fiyatlarında yaşanan volatilité nedeniyle yüzdesel marj yerine ton başına yapılan faaliyet karı önem taşımaktadır. Aygaz geçtiğimiz dönem içerisinde hafif dalgalanma yaşasa da ton başına karlılığını korumayı ve hatta TL bazında artırmayı başarmıştır. Bu da şirketin uzun vadede karlılığını koruyabileceğine olan inancı artırırken beklentilerin daha doğru bir şekilde oluşmasına katkı sağlamaktadır. 2015 yılında 340 milyon TL'lik VAFÖK seviyesine ulaşan şirketin 2016'nın ilk yarısında 183 milyon TL VAFÖK gerçekleştirdiği görülürken yılsonu beklentimiz olan 421 milyon TL'nin yakalanabileceği öngörülmektedir.

### VAFÖK (mn TL)



Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım Tahmini

## Teknik Görünüm



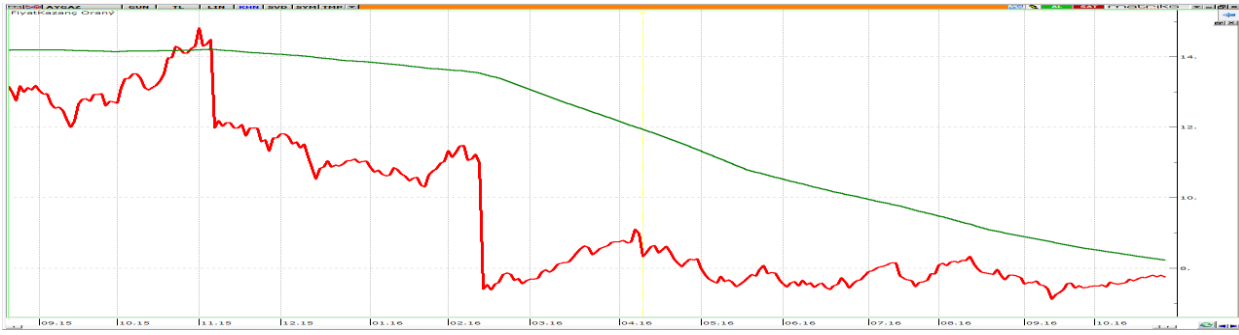
Bollinger Bandının yönünün tekrar yukarıya dönmesi olumlu. 11,00 direnç bölgesini kırarak destek konumuna dönüştüren AYGAZ'ın 12,00 tarihi direnç seviyeleri tekrar zorlaması beklenebilir. AYGAZ'da 10,90 destek seviyelerine doğru olabilecek geri çekilmeler alım yönünde izlenebilir.



Piyasa/defter değeri çarpanlarına göre 200 günlük ortalamanın bulunduğu 1.25 PD/DD çarpan seviyesini kırması olumlu. Yukarıdaki grafikte de görülebileceği gibi 1.40 PD/DD çarpan seviyesinden güçlü satış, 1.10 çarpan değerine yakın seviyelerden ise güçlü alım görülmektedir.



Temettü verimi 200 günlük ortalama seviyesi olan %8 düzeyine yakın seyretmektedir. 2017 tahmini Temettü verimi beklentisi %9.8 seviyesinde olan şirket için %9 Temettü verimi düzeyleri alım yönünde izlenebilir.



Fiyat/Kazanç oranı çarpanlarına göre 200 günlük ortalamasının 8.30 seviyesinin altında ve 8.0 çarpan ile alım için uygun seviyelerde. AYGAZ 2017T ise (tahmini fiyat kazanç oranı) 8.7'dir.

## Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

## Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

## Uyarı Metni

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.