

## AYGAZ (AYGAZ.IS)

Yatırım Görüşü : Olumlu

Petrol

7 Kasım 2000

Piyasa Değeri: \$980.2 mil.

**2000 yılı 3. çeyrek itibari ile satışlarını geçen yıla göre dolar bazında %19,3 arttırarak 367 milyon dolara çıkaran Aygaz'ın net karı ise %5,0 artarak 31 milyon dolara ulaştı.**

**Satışlar...** Şirket'in 9 ay itibari ile dolar bazındaki satışları, geçen yılın aynı dönemine göre %19,3 artış gösterirken, ton bazındaki satışları %22,6 oranında artarak 941 bin tona ulaşmıştır. Şirket'in cirosu içinde %13'lük paya sahip olan otogaz satışları geçen yıla göre %693 oranında artış göstererek, 15 bin ton'dan 117 bin tona çıkarken, ekonomik büyümeye paralel olarak, endüstride kullanılan dökme LPG satışlarında da %20'yi aşan bir artış olmuştur.

satış miktar analizi		2000/09	1999/09	Değ. (%)
LPG Tüp	Ton	516.619	497.082	3,9%
LPG Otogaz	Ton	116.982	14.753	692,9%
LPG Dökme	Ton	307.405	255.834	20,1%
<b>Toplam LPG</b>	<b>Ton</b>	<b>941.006</b>	<b>767.669</b>	<b>22,6%</b>
Kimya	Ton	2.848	34.487	-91,7%
LPG Soba	Adet	21.405	21.674	-1,2%
Dedantör	Adet	446.318	481.787	-7,3%

**Otogaz ve Dökme LPG'de büyüme...** Üzerindeki vergi yükünün az olması ve uygulanan sübvansiyon nedeniyle benzine göre oldukça ucuz kalan LPG'nin, tüketiciler tarafından tercih edilir hale gelmesi, otogaza olan talebin geçtiğimiz yıllar içinde artmasına neden olmuştur. Fakat, LPG kullanımının ticari araçların dışında da yaygınlaşması ve toplam tüketimin dikkat çeken boyutlara ulaşması, gelir artırıcı önlemler peşinde koşan Hükümet'in, LPG'ye bir takım yeni vergiler koymasına neden olmuştur. Uzun vadede, benzin fiyatına yaklaşması beklenen LPG fiyatı nedeni ile, otogaz talebindeki artış hızının geçtiğimiz yıllar içinde ortaya çıkan kadar yüksek olmasını beklemiyoruz. Fakat bu pazarda, büyük dağıtıcılar tarafından henüz doldurulmamış bir boşluğun olduğu da görülmektedir. Halen Aygaz, bu pazardaki en büyük dağıtıcılardan biri konumundadır. Şirket, 2001 yılında otogaz satışlarının ciroya oranını, %15-20 civarına çıkarmayı hedefliyor. Aygaz otogaz istasyonlarının sayısını 2000 sonunda 250'nin üzerine çıkmasını, 2001 yılı sonunda ise 500 bayiiye yaklaşmayı hedeflemektedir.

Şirket, LPG Dökme satışlarının daha da artmasını beklemektedir. Şirket, ithal edilen doğalgazın büyük bir bölümünü, enerji açığını telafi etmek için kullanılırken ısınma ve aydınlatma için sanayide de LPG kullanımının artmasını beklemektedir. Dökme LPG satışları artarken, doğalgaz kullanımının yaygınlaşması nedeni ile LPG Tüp satışlarının artış hızı yıllar itibariyle azalmaktadır. Bu doğrultuda, özellikle metropollerde tüp kullanımının azalmasıyla, yıllık LPG tüpü sektörünün büyümesi %17-18'lerden, %2-3'lere düştü. Yine de kırsal bölgelerde tüpe olan talebin devam etmesi nedeniyle, Aygaz satış organizasyonunda Anadolu'nun ağırlığını arttırarak, pazar payını %32-33'lerde korumayı başarmıştır.

**Brüt Kârlılık...** İlk 9 ayda, satılan malın maliyeti geçen sene aynı döneme göre %18 artarak, 296 milyon dolara ulaştı. Normal amortismanın satılan malın maliyetine oranı geçen senenin ilk 9 ayında %6 iken, bu yılın aynı döneminde %5,6'ya gerilemiştir. Satılan malın maliyetinin net satışlara oranı ise %0.2 puan düşerek, %75 oranında gerçekleşmiştir. Daha çok net satışlar içindeki payı düşen amortisman ve kısmen de olsa üretim giderleri nedeni ile Şirket'in brüt kârlılığında bir miktar artış olduğu göze çarpmaktadır.

**Satılan Malın Maliyeti Analizi**

US\$ milyon	2000/09	1999/09
<b>SMM</b>	296	250
- amortisman	20	19
(amortisman/net satışlar)	5,6%	6,0%
<b>Net SMM</b>	275	232
Net Satışlar	367	308
<b>Net SMM/Net Satışlar</b>	75,0%	75,2%

**Faaliyet Giderleri...** 2000 yılının ilk 9 ayında, faaliyet giderlerinin net satışlar içerisindeki payı çok az artış göstermiştir. Faaliyet giderleri arasında, araştırma giderlerinin ve (kıdem tazminatından ayıklanmış) net genel giderlerin payı azalırken, satış-pazarlama ve dağıtım giderlerinin payı az da olsa artmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in esas faaliyet kârı %37'lik bir artış ile \$29 milyon'a yükselmiştir. Bu dönemde esas faaliyet kâr marjı ise %6,9'dan başarılı bir şekilde %7,9'a yükselmiştir. Esas faaliyet kârına, amortisman ve kıdem tazminatının eklenmesi ile elde edilen faiz vergi amortisman öncesi kâr ise (FVAÖK) %22,4 artarak 52 milyon dolara ulaşırken, FVAÖK marjı da %14.1'e çıkmıştır.

**Faaliyet Giderleri Analizi**

(US\$ milyon)	2000/09	1999/09		
Araştırma	0.2	0.1%	0.8	0.3%
Satış, Paz. & Dağıtım	20.7	6%	17.2	5.6%
Net Genel Gider	19.3	5%	16.2	5.3%
Net Satışlar	367	100%	308	100.0%
<b>FVAÖK Analizi (\$ mio)</b>	<b>2000/09</b>	<b>1999/09</b>	<b>değişim</b>	
Esas faaliyet kârı	29.1	21.3	36.7%	
Normal amortisman	20.5	18.5	10.6%	
Kıdem tazminatı	2.2	2.5	-12.8%	
FVAÖK	52	42	22.4%	
<b>FVAÖK MARJİ</b>	<b>14.1%</b>	<b>13.6%</b>	<b>0.5%</b>	

**Faaliyet dışı gelirler...** Halihazırda elinde, \$48 milyon hazır değer bulunduran şirket'in ilk 9 ayda elde ettiği faiz ve temettü gelirlerinin toplamı \$20 milyon'a ulaşmıştır.

**Finansman Gideri...** Artan satışlar ve ithalatla birlikte, kur farkı giderlerinden oluşan finansman giderlerinde de dolar bazında %42,3'e varan artış olmuş ve geçen yılın aynı döneminde 4,6 milyon dolar olan finansman gideri bu yıl 6,6 milyon dolara ulaşmıştır. Diğer yandan, doğrudan ithalat nedeni ile şirketin "Akaryakıt Fiyat İstikrar Fonu İadesi" olarak 14 trilyon TL'ye varan bir alacağı da mevcuttur. Bu alacağın ne kadarının ne zaman tahsil edileceği henüz belli değildir.

Tahsilatlarını otomasyon sistemine bağlayan şirket, anılan dönemde dökmegaz cirosunun %25'ini doğrudan tahsil eder duruma geldi. Buna paralel olarak alacak tahsil süresini, yaklaşık 2 gün azaltan Şirket, son 9 aylık süreçte, kısa vadeli ticari borçlarını 6 gün uzatmayı başarmış ve stok devir süresini de yaklaşık bir gün azaltmıştır. Böylece, şirket, geçen yılın aynı dönemine göre nakit döngüsünü 11 günden 3 güne kadar indirmiştir.

**Net Kâr'da %5 artış...** 2000 yılının ilk 9 ayı sonunda Aygaz'ın vergi öncesi kârı %10 artarak \$38 milyondan \$42 milyona çıkmıştır. Efektif vergi oranı, son 12 ayda 3,8 puan artarak, ocak-eylül döneminde, %27 seviyesine ulaştı. Nakit zengini olan şirketin, faiz gelirinin yüksek olduğu düşünülürse, bu yıl uygulanan faiz vergilerinin şirketin gelirlerine önemli ölçüde yansması doğaldır. Bunun yanısıra, enerji yatırımları için alınan teşvik, önceki yılın aynı döneminde 6.945,4 milyar TL olurken, bu senenin ilk 9 ayında 5.045,4 milyar TL'ye düşmüştür. Böylece, şirketin net kârı 29.6 milyon dolardan 31.1 milyona yükselmiştir.

**Gazal ile birleşme...** Aygaz A.Ş. Temmuz ayındaki yönetim kurulu toplantısında Gazal gaz aletleri A.Ş.'nin mevcut aktif ve pasiflerinin devir alınması suretiyle birleşmesi kararlaştırılmıştır. LPG tüplerinin kaplarını üreten Gazal, dökme gaz tanklarını da yapmaya başlamıştır. Aygaz, kendisine işlev olarak büyük katkısı olacak Gazal ile birleşme işleminin sene sonuna kadar bitirilmesi planlanmaktadır. Gazal'ın Aygaz'a yaptığı satışlar halihazırda toplam satışlarının %95'ini oluşturmaktadır. Şirket tarafından yapılan açıklamaya göre 1999 yılı cirosu 16 trilyon TL civarında olan Gazal, 2000 yılın 23.5 trilyon TL civarında bir ciro hedeflemektedir.

**Gizli değerler...**

Aygaz'ın %4 oranında Koçbank'ta, %46 oranında Bursa Gaz'da, %0,5 oranında Maret'te, ve de en önemlisi Koç Grubu'nun enerjide amiral gemisi olan Zinerji grubunda %40 oranında iştirak payı vardır. Türkiye'nin şu anda kurulu enerji kapasitesi 23,296 MW'tır. Bu rakamın önümüzdeki yıllarda beş katına çıkması planlanmaktadır. Bu da şu anda enerji sektörünün %6'sını elinde bulunduran Zinerji'nin önünde büyük fırsatlar bulunduğunu göstermektedir. Zinerji, %50'si Koç

Grubu'na ait olan 450MW'lık Kangal termik santralının %43'üne sahiptir. Kalan %7'lik pay ise yine Koç Grubu şirketlerinden Demir Export'a aittir. Koç Grubu'nun %34 pay sahibi olduğu 600 MW'lık Seyitömer Termik santralinde ise Zinerji'nin payı %28'dir; kalan %6 Demir Export'a aittir. Koç Grubu'nun Seyitömer projesi için NRG ve Peabody ile oluşturduğu konsorsiyumda %34'lük hissesi bulunmaktadır. Zinerji ayrıca Adana'da kömürle çalışan 340 MW'lık Tufanbeyli termik santrali projesinin Yap-İşlet-Devret ihalesini kazanmıştır. Şirket, Demir Export ve Societe Nationale d'electricite et de Thermique ile kurduğu konsorsiyumda %42,5'lik paya sahiptir.

***Büyüme Potansiyeli...***

Aygaz, LPG'nin yerini alması beklenen doğalgaz dağıtımını da alarak, azalan LPG satışlarını karşılayabilmek üzere ileriki dönemlerde İran ve Irak'tan gelen doğalgazın dağıtımını da üstlenmeyi planlamaktadır. Bununla birlikte, Botaş'ın doğalgaz nakliyat ve dağıtım olmak üzere iki ayrı şirkete bölünmesi sözkonsudur. Dağıtım şirketinin işletme hakkının özel sektöre devredilmesi gündemde olup buna talip olan Koç Grubu içerisindeki en güçlü aday Aygaz'dır.

Aygaz'ın ileride düşünebileceği bir diğer işkolu ise ithal edilen LPG'nin dağıtımını üstlenmek olabilecektir. Daha önceleri yalnızca Tüpraş tarafından ithal edilebilen LPG, artık ilgili şirketlerce de ithal edilebilmektedir. Aygaz, bu konuda diğer şirketlere göre, gemi filosuna ve deniz tesislerine sahip olması açısından avantajlıdır.

***Beklentiler ve Tavsiye...***

Gazal ile yıl sonunda dikey birleşme planlayan Aygaz, otogaz ve dökme LPG satışlarını sağlıklı bir şekilde arttırarak büyümeye devam etmektedir. LPG sektöründeki büyüme potansiyelinin limitli olmasına rağmen, Aygaz'ın enerji sektöründeki iştirak ve planları şirkete önemli bir büyüme potansiyeli sağlamaktadır. Kuvvetli finansal altyapısı ve sağlam nakit akışı ile Aygaz önümüzdeki senelerde de Koç Grubu'nun büyüyen şirketlerinden biri olmaya devam edecektir. Bu kapsamda Aygaz için yatırım düşüncemiz olumludur.

BILANCO (mn TL)	1999	1999/09	2000/09	GELİR TABLOSU (mn TL)	1999	1999/09	2000/09
<b>Donen Varlıklar</b>	<b>46.545.473</b>	<b>49.359.299</b>	<b>80.823.387</b>	Yurtici Satışlar	191.015.359	123.038.842	226.147.558
Hazir Deg. & Menkul Deg.	18.787.921	22.058.414	32.014.864	Yurtdışı Satışlar	272.172	196.641	458.944
Kısa Vadeli Alacaklar	18.661.509	18.780.266	35.635.103	<b>Brut Satışlar</b>	<b>191.287.531</b>	<b>123.235.483</b>	<b>226.606.502</b>
Stoklar	5.467.714	5.166.418	9.016.180	İndirimler	-3.111.794	-1.581.702	-2.686.669
Diğer Donen Varlıklar	3.628.329	3.354.201	4.157.240	<b>Net Satışlar</b>	<b>188.175.737</b>	<b>121.653.781</b>	<b>223.919.833</b>
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>37.447.878</b>	<b>30.984.488</b>	<b>56.087.597</b>	Satışların Maliyeti	-154.882.260	-98.747.529	-180.357.173
Finansal Duran Varlıklar	4.676.479	4.676.480	6.722.913	<b>Brut Kar</b>	<b>33.293.477</b>	<b>22.906.252</b>	<b>43.562.660</b>
Uzun Vadeli Alacaklar	9.744	2.666	4.649	Faaliyet Giderleri	-20.866.708	-14.499.828	-25.825.802
Maddi Duran Varlıklar (net)	32.397.171	25.998.577	47.450.003	<b>E. Faaliyet Kari</b>	<b>12.426.769</b>	<b>8.406.424</b>	<b>17.736.858</b>
Diğer Duran Varlıklar	364.484	306.765	1.910.032	Diğer Faaliyet Gelirleri (net)	11.863.805	8.556.118	12.053.494
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>83.993.351</b>	<b>80.343.787</b>	<b>136.910.984</b>	Finansman Giderleri	-3.792.943	-1.822.809	-4.003.471
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>23.502.643</b>	<b>24.365.782</b>	<b>51.362.198</b>	<b>Faaliyet Kari</b>	<b>20.497.631</b>	<b>15.139.733</b>	<b>25.786.881</b>
Finansal Borçlar	0	0	0	Olaganüstü Gelirler (net)	-28.843	51.876	101.492
Ticari Borçlar	16.288.234	18.307.121	38.334.763	<b>Donem Kari (Zararı)</b>	<b>20.468.788</b>	<b>15.191.609</b>	<b>25.888.373</b>
Borc ve Gider Karşılıkları	7.214.409	3.882.404	9.358.111	Odenecek Vergi & Yasal Yük.	-6.550.696	-3.494.284	-6.944.038
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	2.176.257	3.669.324	<b>Net Donem Kari (Zararı)</b>	<b>13.918.092</b>	<b>11.697.325</b>	<b>18.944.335</b>
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>10.689.125</b>	<b>11.354.846</b>	<b>14.778.021</b>				
Finansal Borçlar	0	0	0	<b>GELİR TABLOSU (bin US\$)</b>	<b>1999</b>	<b>1999/09</b>	<b>2000/09</b>
Ticari Borçlar	8.350.053	7.106.199	10.725.892	Yurtici Satışlar	452.548	311.577	371.017
Borc ve Gider Karşılıkları	2.339.072	4.248.647	3.664.410	Yurtdışı Satışlar	645	498	753
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	387.719	<b>Brut Satışlar</b>	<b>453.192</b>	<b>312.075</b>	<b>371.769</b>
<b>Ozkaynaklar</b>	<b>49.801.583</b>	<b>44.623.159</b>	<b>70.770.765</b>	İndirimler	-7.372	-4.005	-4.408
Odenmiş Sermaye	10.000.000	5.000.000	20.000.000	<b>Net Satışlar</b>	<b>445.820</b>	<b>308.069</b>	<b>367.362</b>
Emisyon Primi	0	0	0	Satışların Maliyeti	-366.942	-250.063	-295.893
Yeniden Deg. Deg. Artışı	15.501.219	18.219.792	20.429.962	<b>Brut Kar</b>	<b>78.878</b>	<b>58.007</b>	<b>71.469</b>
Yedekler	10.382.272	9.706.042	11.396.468	Faaliyet Giderleri	-49.437	-36.719	-42.370
Net Kar	13.918.092	11.697.325	18.944.335	<b>E. Faaliyet Kari</b>	<b>29.441</b>	<b>21.288</b>	<b>29.099</b>
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>83.993.351</b>	<b>80.343.787</b>	<b>136.910.984</b>	Diğer Faaliyet Gelirleri (net)	28.107	21.667	19.775
				Finansman Giderleri	-8.986	-4.616	-6.568
<b>BILANCO (bin US\$)</b>	<b>1999</b>	<b>1999/09</b>	<b>2000/09</b>	<b>Faaliyet Kari</b>	<b>48.562</b>	<b>38.339</b>	<b>42.306</b>
<b>Donen Varlıklar</b>	<b>85.766</b>	<b>105.898</b>	<b>120.795</b>	Olaganüstü Gelirler (net)	-68	131	167
Hazir Deg. & Menkul Deg.	34.619	47.325	47.848	<b>Donem Kari (Zararı)</b>	<b>48.494</b>	<b>38.470</b>	<b>42.472</b>
Kısa Vadeli Alacaklar	34.386	40.292	53.259	Odenecek Vergi & Yasal Yük.	-15.520	-8.849	-11.392
Stoklar	10.075	11.084	13.475	<b>Net Donem Kari (Zararı)</b>	<b>32.974</b>	<b>29.622</b>	<b>31.080</b>
Diğer Donen Varlıklar	6.686	7.196	6.213				
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>69.003</b>	<b>66.476</b>	<b>83.826</b>	<b>FINANSAL RASYOLAR</b>	<b>1999</b>	<b>1999/09</b>	<b>2000/09</b>
Finansal Duran Varlıklar	8.617	10.033	10.048	<b>Buyume Orani (reel)</b>			
Uzun Vadeli Alacaklar	18	6	7	Net Satışlar	20,3%		15,3%
Maddi Duran Varlıklar (net)	59.696	55.779	70.917	E. Faaliyet Kari	13,0%		nm
Diğer Duran Varlıklar	672	658	2.855	Net Kar	nm		nm
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>154.769</b>	<b>172.373</b>	<b>204.621</b>	<b>Likidite</b>			
<b>Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>43.307</b>	<b>52.276</b>	<b>76.764</b>	Cari Oran	1,98	2,03	1,57
Finansal Borçlar	0	0	0	Acid Test Oranı	1,75	1,81	1,40
Ticari Borçlar	30.013	39.277	57.293	<b>Finansal Kaldırac</b>			
Borc ve Gider Karşılıkları	13.293	8.329	13.986	Toplam Borç/Ozkaynak	0,69	0,80	0,93
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	0	4.669	5.484	Top. Fin. Borç/Ozkaynak	0,00	0,00	0,00
<b>Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>19.696</b>	<b>24.361</b>	<b>22.087</b>	Kısa Vad. Fin. Borç/Ozkay	0,00	0,00	0,00
Finansal Borçlar	0	0	0	Faiz Odeme Gucu	6,40	9,33	7,47
Ticari Borçlar	15.386	15.246	16.030	<b>Faaliyet</b>			
Borc ve Gider Karşılıkları	4.310	9.115	5.477	Stok Devir Suresi	9,07	10,25	10,84
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	579	Alacak Tahsil Suresi	30,08	35,03	32,74
<b>Ozkaynaklar</b>	<b>99.094</b>	<b>100.262</b>	<b>108.537</b>	Borc Odeme Suresi	26,99	34,51	40,89
Odenmiş Sermaye	18.426	10.727	29.891	<b>Karlılık</b>			
Emisyon Primi	0	0	0	Brut Kar Marjı	17,7%	18,8%	19,5%
Yeniden Deg. Deg. Artışı	28.563	39.090	30.534	E. Faaliyet Kar Marjı	6,6%	6,9%	7,9%
Yedekler	19.131	20.824	17.033	Net Kar Marjı	7,4%	9,6%	8,5%
Net Kar	32.974	29.622	31.080	Ort. Ozsermaye Karlılığı	34,8%	na	32,8%
Kur Farkı	-7.328	-4.526	-2.767	Ortalama Aktif Karlılığı	21,3%	na	17,4%
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>154.769</b>	<b>172.373</b>	<b>204.621</b>				
				<b>MAKRO PARAMETRELER</b>	<b>1999</b>	<b>1999/09</b>	<b>2000/09</b>
<b>MAKRO PARAMETRELER</b>	<b>1999</b>	<b>1999/09</b>	<b>2000/09</b>	TEFE (Ortalama)	63,2%	56,5%	59,6%
TEFE (Ortalama)	63,2%	56,5%	59,6%	US\$/TL (yil-sonu)	542.703	466.103	669.096
US\$/TL (dönem-sonu)	542.703	466.103	669.096	US\$/TL (ortalama)	422.089	394.891	609.535
US\$/TL (ortalama)	422.089	394.891	609.535				

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler AŞ. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılar. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.Ş.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2000 Strateji Menkul Değerler A.Ş.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.