



Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

Mart 2021



Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Akad Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi  
F.2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 16 48  
www.vakifyatirim.com.tr  
İstanbul Ticaret Sicil No: 65 228  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359  
Mersis No: 08220-0883-6900017

*[Handwritten signature in blue ink]*

## İçindekiler

1. Yönetici Özeti.....	4
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler.....	7
2.1. Kuruluş ve Önemli Kilometre Taşları.....	7
2.1.1. Kuruluş.....	7
2.1.2. Önemli Kilometre Taşları.....	7
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	7
2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler.....	8
2.3.1. Faaliyet Konusu.....	8
2.3.2. İş Modeli.....	8
2.3.3. İş Kolları.....	9
2.3.3.1. Dökme CNG.....	9
2.3.3.2. Şehir Gazı.....	11
2.3.3.3. Oto CNG.....	11
2.3.3.4. Kuyu CNG.....	12
2.3.4. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar.....	13
2.3.4.1. Rekabet Avantajı.....	13
2.3.4.2. İnorganik Büyüme Adımları.....	13
2.3.4.3. Afrika Pazarına Giriş.....	14
2.3.4.4. Daha Karlı İş Kollarına Odaklanma Stratejisi.....	15
2.3.5. Finansal Veriler.....	15
2.3.5.1. Gelir Tablosu.....	15
2.3.5.1.1. Hasılat.....	15
2.3.5.1.2. Kârlılık.....	16
2.3.5.2. Bilanço.....	18
2.3.5.2.1. Mali Yapı.....	20
3. Sektörel Bilgiler.....	23
3.1. Dünya Doğalgaz Sektörü.....	23
3.2. Türkiye Doğalgaz Sektörü.....	26
3.2.1. Türkiye’de Sıkıştırılmış Doğal Gaz (CNG).....	28
3.3. Dünya’da ve Türkiye’de Oto CNG.....	29
4. Değerleme.....	31
4.1. Değerleme Yöntemleri.....	31
4.1.1. Çarpan Analizi.....	31
4.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA).....	31

4.1.3. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar.....	32
4.1.4. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri.....	33
4.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değeri.....	35
4.1.5.1. Varsayımlar.....	35
4.1.5.2. Değerleme Parametreleri.....	39
4.1.5.3. Duyarlılık Analizi.....	41
5. Sonuç.....	42
6. Ekler.....	44
6.1.EK 1 - Uluslararası Benzer Şirketlerin Bilgileri.....	44
6.2.EK 2 - Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları.....	45
6.3.EK 3.a - Yurtiçi Enerji Şirketlerinin Çarpanları.....	45
EK 3b - AYGAZ İştiraklerden Arındırılmış Çarpanlar.....	45
6.4.EK 4 - Beta Hesaplamasında Kullanılan Benzer Şirketler.....	46
6.5.EK 5 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı.....	47
6.6.EK 6 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı.....	48
6.7.EK 7 - Lisans Belgeleri.....	49

## Kısaltmalar ve Tanımlar

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	:	Anonim Şirketi
1 Bar	:	1 mm <sup>2</sup> ' lik bir yüzeye 0,1 N'luk kuvvetin dikey olarak etkimesi sonucu oluşan basınç
BOTAŞ	:	Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi
CAPM	:	Capital Asset Pricing Model - Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
CNG	:	Compressed Natural Gas - Sıkıştırılmış Doğal Gaz
Dispenser	:	İstasyonlarda taşıtlara yakıt dolumu yapan ekipman
Dökme CNG	:	Sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller, ısınma ihtiyacı olan kurumlar gibi doğal gaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi
EPDK	:	T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	:	Firma Değeri
GAZBİR	:	Türkiye Doğal Gaz Dağıtıcıları Birliği
GdC	:	Gaz du Cameroun
Global Yatırım Holding, Holding	:	Global Yatırım Holding Anonim Şirketi
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
Kuyu CNG	:	Kuyularda atıl olarak kalan doğal gazın CNG sistemi ile değerlendirilerek Türkiye'ye kazandırılması
LNG	:	Liquefied Natural Gas - Sıvılaştırılmış Doğal Gaz
LPG	:	Liquefied Petroleum Gas - Sıvılaştırılmış Petrol Gazı
mn	:	Milyon
mİr	:	Milyar
Naturelgaz, Şirket	:	Naturelgaz Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
NGVA Europe	:	The Natural & bio Gas Vehicle Association Europe
NGV	:	Natural Gas Vehicle - Doğal Gazlı Araçlar
OECD	:	Organisation for Economic Co-operation and Development - Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
Oto CNG	:	Araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışı
Sm <sup>3</sup> (Standart metreküp)	:	1 m <sup>3</sup> hacimde, bir atmosfer basınç ve 15°C derecedeki kuru gazın miktarı
m <sup>3</sup> (metreküp)	:	1 m <sup>3</sup> hacimde, bir atmosfer basınç ve 0°C derecedeki kuru gazın miktarı
SMM	:	Satılan Malın Maliyeti
Socar LNG	:	Socar Turkey Petrol Enerji Dağıtım Sanayi ve Ticaret Satış Anonim Şirketi
STFA Grubu	:	Sezai Türkeş ve Feyzi Akkaya tarafından 1938 yılında kurulmuş bir inşaat şirketi
Şehir Gazı	:	Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşmadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi
Tbb	:	Türkiye Belediyeler Birliği
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	:	Türk Lirası
TPAO	:	Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
Türkiye	:	Türkiye Cumhuriyeti
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

## 1. Yönetici Özeti

04.03.2021 tarihli bu rapor, Rıhtım Cad. No: 51 K: 3 Karaköy 34425 İstanbul, Türkiye adresinde mukim Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F2/A Blok Beşiktaş, İstanbul, Türkiye adresinde mukim Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. arasında 10.08.2020 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi ve 10.02.2021 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"<sup>1</sup> gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespit amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Vakıf Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

### Şirket Özeti:

Naturel gaz, taşımali doğal gaz sektöründe (CNG/LNG) faaliyet göstermekte olup Şirket'in başlıca iş kolları Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG, Kuyu CNG olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır. Yüksek CNG dolum kapasiteli tesis ağına, geniş CNG dağıtım filosuna ve büyük CNG stoklama alt yapısına sahip olan Şirket, ana faaliyet alanlarına 2015 yılı itibarıyla EPDK'dan aldığı lisans<sup>1</sup> doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir.

Dökme CNG faaliyetleri kapsamında Şirket, Türkiye genelindeki 13 adet Endüstriyel CNG dolum tesisi ile kimya, metal, gıda, madencilik, inşaat malzemeleri üretimi gibi farklı sektörlerde faaliyet gösteren fabrikalar, enerji üretim tesisleri, oteller, asfalt üretim tesisleri ve ısıtma amaçlı kullanım yapan kamu kurumları gibi müşterilerine doğal gaz tedarik etmektedir.

Şehir Gazı faaliyetlerinin konusu ise ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimidir. Şirket, 2017 yılından itibaren Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve EPDK'nın koordinasyonunda, taşımali doğal gaz sistemini ilçelere ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere kullanmaktadır.

Şirket, 2011 yılında başladığı Oto CNG faaliyetleri kapsamında da araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışı gerçekleştirmektedir.

Şirket, Socar Türkiye LNG Satış A.Ş. ("Socar LNG") ve Socar LNG'nin %100 hissedarı Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş.'nin ("Naturel Doğal Gaz") malvarlığını tüm aktif ve pasifleri ile birlikte devralmak sureti ile Socar LNG ve Naturel Doğal Gaz ile Şirket bünyesinde 23.12.2020 tarihinde birleşmiştir. Bu birleşme ile birlikte Şirket, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında da aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

### Proje Ekibi:

Değerleme çalışması, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma, Kurumsal Finansman ve Yatırım Danışmanlığı Departmanlarından sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sn. Sezai Şaklaroğlu tarafından yönetilen konusunda uzman çalışma ekibi tarafından yürütülmüştür. Proje Ekibi üyeleri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 20 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

Sezai Şaklaroğlu, Araştırma, Kurumsal Finansman ve Yatırım Danışmanlığı Departmanlarından sorumlu Genel Müdür Yardımcısı, 20 yıllık sermaye piyasaları kariyerinde pek çok kurumda Araştırma, Strateji ve Kurumsal Finansman uzmanı olarak çalışmıştır. Bu süreç içinde finans ve finans dışı pek çok sektöre yönelik analiz değerlendirme ve raporlama süreci içinde olan Şaklaroğlu, Kurumsal Finans faaliyetleri

<sup>1</sup> İthalat (Spot) lisansı, spot LNG, spot CNG ve spot boru gazı ithalatı yanında doğal gazın LNG, CNG veya boru gazı olarak toptan ticaretini ve son tüketiciye satışını kapsamaktadır. (Doğal Gaz Piyasası Lisans Yönetmeliği Madde 19)

kapsamında birçok halka arz birleşme ve satın alma ve özelleştirme danışmanlık sürecinde aktif görev almıştır. Marmara Üniversitesi'nde lisans öğrenimini Sermaye Piyasası alanında dereceyle bitiren ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nde Bankacılık Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisansını tamamlayan Sezai Şaklaroğlu, SPK Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no. 201576).

**Utku Uygur**, Kurumsal Finansman Müdür Yardımcısı, çalışma hayatına Dubai'li bir yatırım bankasının Hedge Fonunda analist olarak başlayan Utku Uygur, uzun süre Körfez Bölgesi'nde Katar'da varlık yönetimi alanında çalıştıktan sonra Türkiye'de bir süre aracı kurum araştırma bölümlerinde de görev almıştır. 2018 yılında Vakıf Yatırım Kurumsal Finansman ekibine dâhil olan Utku Uygur, İ.T.Ü. Elektronik Mühendisliği Bölümü'nden Lisans, Boğaziçi Üniversitesi İşletme Bölümü'nden Yüksek Lisans ve İ.T.Ü. İşletme Mühendisliği Bölümü'nden Doktora derecelerine sahip olup, SPK İleri Düzey ve Türev Araçları Lisanslarına sahiptir. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.213293, Türev Araçlar lisans, sicil no.309375).

**Tuğba Akca**, Araştırma ve Strateji Müdür Yardımcısı, çalışma hayatına 2009 yılında mali işler departmanı altında bütçe alanında başlayan Tuğba Akca, 2011 yılından bu yana Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji departmanında analist olarak görev yapmaktadır. Kariyeri boyunca finans ve finans dışı farklı sektörlerde pek çok şirketi inceleyen ve söz konusu şirketlere yönelik analiz değerlendirme ve raporlama yapan Akca, İstanbul Bilgi Üniversitesi İşletme Bölümü'nden lisans derecesine, SPK Düzey 3 (belge no:203562) ve Türev Araçları (belge no:304802) Lisanslarına sahiptir.

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.'lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket adına KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlanan 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporları, Şirket Yönetim Sunumları, EPDK'nın ilgili dönemlere ait doğal gaz sektör raporları, kamuya açık olan diğer kaynaklardan edinilen bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Vakıf Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

#### **Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik ilkeler ve sınırlamalar:**

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Vakıf Yatırım, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (Bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Vakıf Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine

ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

#### Halka Arz Fiyatının Tespit Edilmesinde Kullanılan Yöntemler:

Naturelgaz'ın halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen değerlendirme yaklaşımlarından Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmış olup aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır:

1. Çarpan Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Söz konusu değerlendirme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in belirli özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. İki değerlendirme metoduna da eşit ağırlık verilerek çarpan bazlı değerlemelere %50, nakit akımı bazlı değerlendirme sonuçlarına ise %50 ağırlık verilmiş ve Naturelgaz'ın değer tespitinde 1.121,3 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu doğrultuda, Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesine göre halka arz öncesi birim pay değeri 11,21 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %24,2 halka arz iskontosunu sonrası halka arz birim pay değeri 8,50 TL olarak belirlenmiştir. Ulaşılan bu fiyata göre halka arzın büyüklüğü 266,5 mn TL olup (planlanan ek satış dahil 293,2 mn TL) halka arz sonrası Şirket'in çıkarılmış sermayesi 115 mn TL'ye ulaşacak ve halka açıklık oranı %27,3 (planlanan ek satış dahil %30,0) olacaktır.

#### Şekil 1: Değerleme Sonucu

Naturelgaz (mn TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İNA	%50,0	1.296,2
Çarpan Analizi (FD/FAVÖK)	%50,0	946,4
<b>Değerleme Sonucu</b>		<b>1.121,3</b>
<b>Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>11,21</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım

#### Şekil 2: Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat

Naturelgaz Halka Arz İskontosu Öncesi Öz sermaye Değeri (mn TL)	1.121,3
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri (mn TL)	849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım

Buna göre 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatının 8,50 TL olmasını makul buluyoruz.

**Önemli Not:** İzahname'de belirtildiği gibi "Naturelgaz'ın mevcut çıkarılmış sermayesi 100.018.594 Türk Lirası olup payların her birinin nominal değeri 1 Türk Lirası olmak üzere toplam 100.018.594 adet paya bölünmüştür. Bu payların 95.751.143,17 adedi A grubu imtiyazsız paylardır. Payların 4.267.450,83 adedi ise C grubu imtiyazlı paylardır. Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş. pazarlarından birinde işlem görmeye başladığı ilk gün, Şirket Esas Sözleşmesi'nin 6/A ve 7/C maddesi hükmü uyarınca ayrıca bir genel kurul kararına yahut imtiyazlı pay sahiplerinin başkaca bir onayına ve herhangi bir bildirim gerek olmaksızın C grubuna tanınmış tüm imtiyazlar yürürlükten kalkacak ve C grubu paylar, kendiliğinden A grubu imtiyazsız paylara dönüşecektir. Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlaması ile birlikte herhangi bir imtiyazlı pay grubu kalmayacaktır." Değerleme çalışmasında halka arz öncesi fiyat tespit edilirken tüm hisselerin halka arz ile birlikte imtiyazsız hale gelecek olmasından dolayı C gurubu imtiyazlı paylar için ayrıca bir değerlendirme ve fiyat tespiti yapılmamış, tüm paylar imtiyazsız pay olarak kabul edilmiştir.





Şirket'in A ve C grubu olmak üzere nama yazılı iki pay grubu bulunmaktadır. A grubu nama yazılı paylarda imtiyaz bulunmazken, C grubu paylar imtiyazlı paylardır Şirket Esas Sözleşmesi'nin 6/A ve 7/C maddesi hükmü uyarınca ayrıca bir genel kurul kararına yahut imtiyazlı pay sahiplerinin başkaca bir onayına ve herhangi bir bildirim gereksiz C grubuna tanınmış tüm imtiyazlar yürürlükten kalkacak ve C grubu paylar, kendiliğinden A grubu imtiyazsız paylara dönüşecektir. Böylece, Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlaması ile birlikte herhangi bir imtiyazlı pay grubu kalmayacaktır.

## 2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

### 2.3.1. Faaliyet Konusu

Naturelgaz, taşımali doğal gaz sektöründe faaliyet göstermektedir. Taşımali doğal gaz sektörüyle kastedilen, boru hatlarıyla doğal gazın ulaşmadığı noktalara doğal gazın taşıma yöntemiyle götürülmesidir. Şirket, taşımali doğal gaz sektörünün iki temel ürünü olan CNG (Sıkıştırılmış Doğal gaz) ve LNG (Sıvılaştırılmış Doğal gaz) hizmeti ile müşterilerin doğal gaz ihtiyacını karşılamaktadır.

Şirket'in EPDK'dan aldığı 26 adet lisansı bulunmaktadır. Bunların; 13'ü CNG satış, 9'u Oto CNG, 2'si CNG İletim-Dağıtım ve 2 adet Spot İthalat şeklindedir. 2005-2017 yılları arasında alınan lisansların bitiş tarihleri 2035-2047 dönemlerindedir. Lisans süreleri Şirket operasyonları açısından herhangi bir risk yaratmamakta olup, lisanslar EPDK tarafından belirlenmiş gereklilikleri karşılayan tüm firmalara başvuruya müteakip verilmekte ve herhangi bir münhasırlık vb. durumu bulunmamaktadır.

### 2.3.2. İş Modeli

Avrupa'nın önde gelen taşımali doğal gaz şirketlerinden biri olan ve satış hacmi bakımından Türkiye'de CNG alanında pazar lideri konumunda olan Naturelgaz, 2020 yılında 170,2 milyon sm<sup>3</sup> CNG ve 3,2 milyon m<sup>3</sup> LNG satışı gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2020 yılında, Oto CNG dahil toplam CNG ve LNG pazarındaki payı %24,8<sup>3</sup> olarak gerçekleşmiş olup, Kasım 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve Şirket'in piyasadan şifahi elde ettiği verilere göre, Şirket'in CNG ürünündeki pazar payının 2020 yılı sonunda %72,4 olduğu hesaplanmaktadır<sup>3</sup>.

CNG tarafında Şirket, Türkiye'nin farklı noktalarındaki boru hatlarına kurduğu tesislerde doğal gazı alıp, 200 bar basınca kadar sıkıştırarak, CNG stok ünitelerinin içine yerleştirilmiş tüplere doldurup CNG taşıma üniteleriyle taşımakta ve müşteri sahasında kurulmuş olan basınç düşürücü sistem vasıtası ile müşteri talebine göre 2-8 bar aralığında kullanıma sunmaya dayalı bir iş modeline sahiptir. Şirket halka arz tarihi itibarıyla, 13 CNG dolum tesisi, 56.650 adet CNG silindiri, 341 adet CNG tankeri, 22 araçlık çekici filosu ve 67 adet endüstriyel CNG kompresörü ile CNG faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

2015 yılında EPDK'dan aldığı lisans ile LNG satışına başlayan Şirket, herhangi bir tesis kurmadan Türkiye'de iki ayrı LNG terminalinden (Marmara Ereğlisi'nde BOTAŞ'ın, Aliğa'da Egegaz'ın terminalinden) direkt LNG'yi alarak, -162 °C derecede sıvı olarak müşteri sahasına götürüp orada gazlaştırıp doğal gaz olarak müşteriye teslim ettiği bir iş modeli ile LNG satışını gerçekleştirmektedir. Şirket'in, Dökme (Endüstriyel) LNG alanında 2020 yıl sonu itibarıyla 17 adet müşteri sahasında Şirket'e ait 6 LNG Kara Tankeri, 44 adet LNG stok tankı ve 94 adet buharlaştırıcı ile müşterilerine LNG tedarik etmektedir.

Şirket, gaz ihtiyacını 2017 yılından itibaren yıllık sözleşmelerle büyük oranda veya tamamen BOTAŞ'tan ürün bazındaki tarifeler ile (CNG için CNG tarifesi, LNG için LNG tarifesi) tedarik etmektedir. BOTAŞ dışındaki tedarikçilerden CNG üretimi için alınan gaz BOTAŞ'ın CNG tarifesi ile veya BOTAŞ CNG tarifesinden indirimli bir fiyata tedarik edilmektedir. BOTAŞ'tan yapılan gaz alımları

<sup>3</sup> EPDK Şehir Gazı satışlarını 2019 yılından itibaren yayınlamaya başladığı için 2019 yılı verisi kaynağı EPDK yıllık sektör raporu, 2018 ve 2020 verileri ise 2018 EPDK yıllık rapor, Kasım 2020'e kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve Şirket'in piyasadan şifahi olarak elde ettiği verilerdir. 2020 yılında Kasım ayına kadar yayınlanan aylık EPDK raporlarından ve Şirket'in piyasadan şifahi olarak elde ettiği bilgilere göre, 2020 yılı sonu itibarıyla CNG ve LNG ürünlerinden oluşan ve Dökme Gaz, Şehir Gazı ve Oto CNG'i içeren doğal gaz pazarının büyüklüğü 698,5 milyon sm<sup>3</sup> tahmin edilmekte olup, bunun 2,2 milyon sm<sup>3</sup> ile CNG bu pazarın %33,7'sini oluşturmaktadır.

<https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-94/dogal-gazyillik-sektor-raporu>  
<https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-95/dogal-gazaylik-sektor-raporu>

TL bazlı olduğu için ve müşterilere yapılan satışlar gaz alım maliyeti üzerine kâr marjı eklenerek hesaplanan formülasyona dayalı olduğu için Şirket gaz alım-satımı kaynaklı herhangi bir kur ve fiyat riskine maruz kalmamaktadır.

Fiyatlama tarafında; BOTAŞ'tan LNG satın alırken ya da CNG'ye dönüştürmek amacıyla doğal gaz satın alırken belirli bir tarife uygulanmaktadır. Ancak, BOTAŞ'tan alınan gazın müşteriye satışında herhangi bir tarife uygulanmamaktadır. Bu sayede Şirket, rekabet koşulları, müşterinin mesafesi ve kredibilitesi gibi pek çok unsur göz önünde bulundurarak, satış fiyatını serbestçe belirleyebilmektedir.

Müşteriye yapılan satışların en önemli unsuru olan fiyat, standart olmayıp bir formüle dayanmaktadır. Formülün ilk kısmını oluşturan gaz maliyeti, Sistem Kullanım Bedeli ve vergiler tamamen "pass through" bir şekilde müşterilere yansıtılmaktadır. Bu yapı, özellikle de gaz fiyatlarındaki değişimlere karşı Şirket'in operasyonel karlılığı açısından doğal koruma sağlamaktadır. Formülün diğer kısmında ise Şirket'in katlandığı diğer maliyetler ve müşteri bazında değişen kâr marjından oluşan bir tutar belirlenmekte ve bu tutar enflasyon oranına göre değiştirilmektedir. Enflasyon değişimleri özel sektör müşterilerinde büyük oranda üç ayda bir, kamu müşterilerinde ise aylık yapılmaktadır.

Şirket'in kredi riski yönetiminde ise; müşterinin ödeme vadesine göre olası riski belirlenerek banka teminat mektubu alınmaktadır.

Şirket'in, müşterilere yaptığı satışların çeşitli unsurları istikrarlı ve güvenli bir iş yapmasını sağlamaktadır. Müşterilere yapılan satışlar genelde 2-5 yıl arası uzun vadeli kontratlara dayalı olup, müşterilerin kontrat süresi içerisinde anlaşmaya konu ürünleri başka bir kurumdan tedarik edemeyecekleri şekilde tasarlanmaktadır. Kontratlar, müşterilerden hacim taahhüdü alınmakta ve böylece Şirket, kapasitesini ve operasyonlarını daha etkin planlayarak yönetebilmektedir. Taahhüt kapsamında ilgili yıl içerisinde müşteriler tarafından kullanılmayan miktarlar, izleyen yıla devredilmektedir. Dolayısıyla müşteri kontratlarında "Al ya da Öde" (Take-or-Pay) şartı bulunmamaktadır.

Şirket'in müşteri sahalarına kurduğu basınç düşürme sistemleri, kendi "know-how"ını ve tasarımını içermekte olup, bulunduğu sahadaki müşteri ile kontratın sona ermesi halinde başka bir müşteri sahasına kolaylıkla taşınabilmektedir. Örneğin, bir asfalt şantiyesinin çalıştığı yol projesi bittikten sonra oradaki basınç düşürme sistemleri çok düşük maliyetlerle başka bir müşteri sahasına kolaylıkla taşınıp kurulabilmektedir.

### 2.3.3. İş Kolları

Şirket'in başlıca iş kolları Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve Kuyu CNG olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır.

#### 2.3.3.1. Dökme CNG ve LNG

Şirket, net satış gelirlerinde en büyük paya sahip Dökme CNG ve LNG (bir diğer tanımla Endüstriyel CNG ve LNG) işinde, boru hatlarına kurduğu kendi tesislerinde doğal gazı sıkıştırıp CNG haline getirerek ve LNG ithalat terminallerinden LNG tedarik ederek, boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere (örneğin; farklı sektörlerde yer alan sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, kamu binaları, madenler, üniversiteler, hastaneler, cezaevleri) CNG taşıma üniteleri vasıtası veya LNG tankerleri ile doğal gazın iletimini sağlamaktadır. Dökme CNG ve LNG segmentinde faaliyetler, sürecin tüm aşamalarını içerecek şekilde tamamen otomasyona dayalı ve uzaktan kontrol edilebilir bir şekilde Şirket tarafından yönetilmektedir.

Şirket verilerine göre, Türkiye'de enerji ihtiyacını taşınabilir doğal gaz ile temin eden sektörlerin doğal gaz kullanımı bakımından hacimsel büyüklük olarak sıralaması; Asfalt, Turizm, Kamu Kurumlarının ısıtma için kullanımları, Çay, Şehir Gazı, Gıda, Madencilik ve Tarım sektörleri olup bu sektörler 2020 yılı için taşınabilir doğal gaz tüketiminin yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır. Şirket'in müşteri portföyü içerisindeki sektörlerden hacimsel olarak en çok pay alan sektörler olan Asfalt ve Çay sektörlerinin tüketimlerinin yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde olması, satış ve gelirlerde bir mevsimsellik oluşturmaktadır. Mevsimsellik sonucu Şirket yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde CNG taşıma ekipman kapasitesini %100 verim ile kullanmakta ancak kış aylarında tüketimler bu seviyelerde olmadığı için

verimsizlik oluşmaktadır. Şirket, bu verimsizliğin ortadan kaldırılması için son 3 yılda Şehir Gazı projelerine, kış müşterilerine ve 12 aylık tüketicilere odaklanma stratejisini benimsemiş, atılan adımlar neticesinde mevsimsellik etkileri azalmaya başlamıştır. Yılın çeyrekleri bazında yapılan satışların dökümü aşağıda olup özellikle 2019 - 2020 arasında 1 ve 2. Çeyrekteki Şehir Gazı etkisi açıkça izlenebilmektedir. Artan ilçe sayısı ve abone sayısı nedeniyle 3 ve 4. çeyreklerde etkinin daha da belirgin hale geldiği görülmektedir.

**Şekil 4: Dökme ve Şehir Gazı Satış Kanallarının Dönemsel Hacimleri ('000 m<sup>3</sup>)**

Dökme Gaz	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	Şehir Gazı	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç
2017	22.388	38.632	50.581	36.287	2017			28	189
2018	16.236	41.453	49.687	23.065	2018	319	75	69	2.875
2019	22.417	36.931	53.382	30.614	2019	7.002	1.785	501	6.704
2020	20.008	33.264	50.593	37.249	2020	10.327	2.322	900	10.099

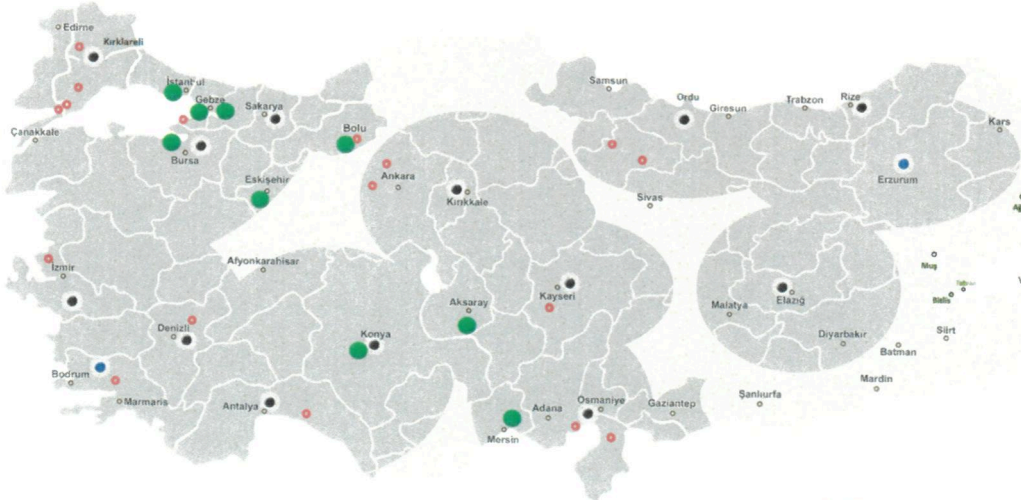
Kaynak: Şirket

Şirket'in, 2020 yılının Eylül ayında operasyonel hale gelen Lüleburgaz tesisi ve Socar LNG birleşmesi sonucu Şirket'e geçen 2 yeni Dökme CNG dolum tesisi dahil Türkiye genelinde 13 adet Endüstriyel CNG dolum tesisi bulunmaktadır. Şirket'in kendi dolum tesislerinin haricinde Erzurum ve Yatağan'da bulunan 2 adet dolum tesisi ile anlaşması olup bu tesislerden de CNG tedariki yapmaktadır. Bu noktada müşterilerin konumlarına ve ihtiyaçlarına göre verimliliği artırmak amacıyla başka tesisler de kullanılabilir. Endüstriyel CNG alanında Şirket, kendisine ait ve anlaşmalı olduğu tesislerle birlikte Türkiye coğrafyasının ve nüfusunun büyük bölümünü kapsar durumdadır. Şirket, Dökme (Endüstriyel) LNG alanında 2020 yılsonu itibarıyla Socar LNG birleşmesi neticesinde araç ve ekipmanlarına kazandırdığı LNG tanker ve tankları ile 17 adet müşteri sahasında CNG ürününün yanında LNG ürününü de Türkiye genelinde müşterilerine sunabilecek duruma gelmiştir.

Şirket kendi tesislerinden yaklaşık 200 km uzaklıkta müşterilere rahatlıkla hizmet verebilmekte, ancak kârlılık hedefleri doğrultusunda lojistik maliyetlerini kontrol edebilmek adına 200 km'nin geçilmemesine dikkat etmektedir.

2020 yılı itibarıyla, Dökme CNG'nin Şirket'in m<sup>3</sup> ve TL bazında toplam satışları içerisindeki payı sırasıyla %81,3 ve %78,5 olup, Kasım 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları verileri ve Şirket'in piyasadaki şifahi olarak edindiği verilere göre aynı dönemde Dökme CNG ürünündeki pazar payı ise %73,8 düzeyindedir. Socar LNG birleşmesi kaynaklı 2020 yılı Dökme LNG satışları, yalnızca Kasım ve Aralık ayları satışlarını içerdiğinden, Dökme LNG ürününün Şirket'in m<sup>3</sup> ve TL bazında toplam satışları içerisinde payı Dökme CNG ürününe göre oldukça düşüktür (sırasıyla %1,8 ve %1,7). Şirket ilerleyen dönemlerde Socar LNG birleşmesi ile sağladığı bu ürün çeşitliliği avantajını kullanarak endüstriyel müşterilerine CNG ürününün yanında LNG ürününü de bir alternatif olarak sunmayı planlamakta ve LNG'nin toplam satış performansı içerisindeki payının da artacağını öngörmektedir.

**Şekil 5: Şirket'in Dökme CNG ve LNG İş Kolunda Faaliyet Gösterdiği Bölgeler**



Kaynak: Şirket, \*Yeşil olarak gösterilenler Oto CNG İstasyonudur

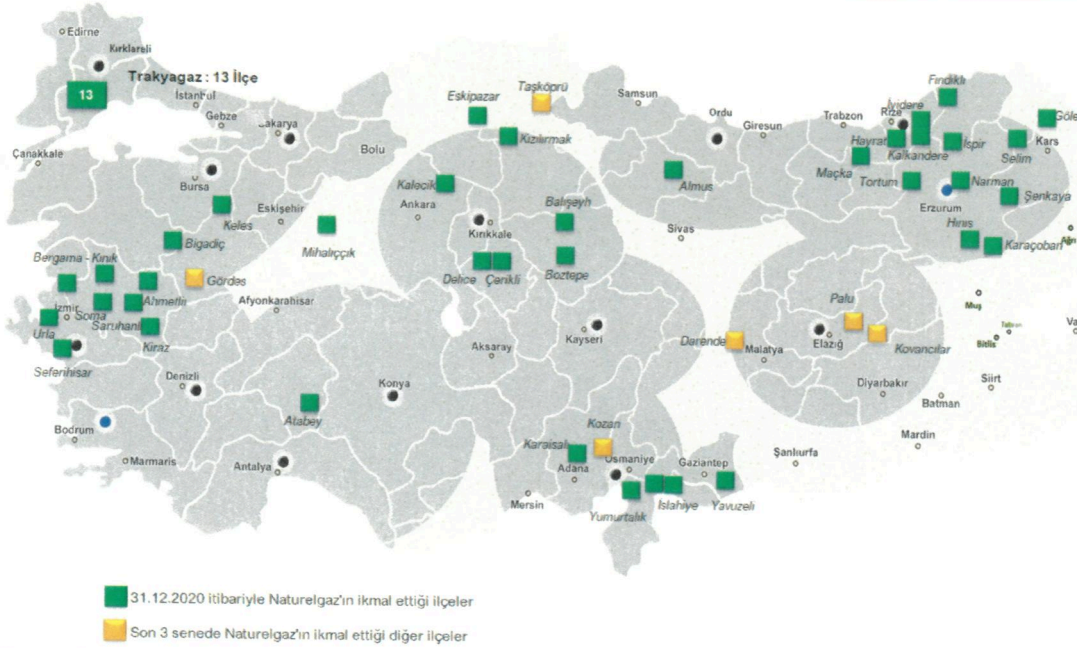
### 2.3.3.2. Şehir Gazı

Söz konusu iş kolunda, ekonomik ve/veya coğrafi sebepler nedeniyle doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gaz sağlanmaktadır. Bu iş kolunda Şirket'in müşterileri gaz dağıtım firmalarıdır ve Şirket perakende müşterilerinin riskini taşımamaktadır. Şirket, kendi tesisinden aldığı doğal gazı CNG'ye çevirip ilçe merkezinde veya girişinde yer alan gaz dağıtım şirketine ait basınç düşürme merkezindeki boru hattına aktarmaktadır. Basılan gazın hanelere, ofislere, işyerlerine vb. tüketicilere dağıtımını yapmak (bir diğer ifadeyle doğal gazın ulaşımına yönelik kılcal boru hatlarını yapmak) doğal gaz dağıtım şirketinin sorumluluğundadır.

2017 yılında EPDK tarafından yayımlanan düzenleme ile CNG/LNG lisans sahibi şirketlere doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere doğal gaz tedarik etme imkânı tanınmıştır. Bu iş kolundaki faaliyetlerine 3 ilçede başlayan Şirket 2020 yılında Türkiye'de yaklaşık 1,1 milyon nüfusun yaşadığı 51 ilçeye (Edirne, Bursa, Eskişehir, Balıkesir, İzmir, Manisa, Burdur, Adana, Osmaniye, Gaziantep, Ankara, Çankırı, Kırşehir, Çorum, Karabük, Trabzon, Rize, Erzurum ve Kars illerinde) CNG hizmeti sağlamıştır.

Şirket'in son 3 yılda hızla gelişen iş kollarından biri olarak öne çıkan Şehir Gazı, faaliyetlerde yaz ayları ağırlıklı mevsimselliğin azaltılması ve ekipmanların daha verimli kullanılmasına imkân vererek, gerek operasyonel gerekse de finansal açıdan Şirket'i olumlu yönde etkilemektedir. 2020 yılında Şirket'in net satış gelirlerinin %14,7'sini Şehir Gazı satışları oluştururken, Şehir Gazı içerisinde CNG ürünündeki 2020 yılsonu pazar payı, Kasım 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve Şirket tarafından piyasadan şifahi olarak elde edilen veriler uyarınca %86,3<sup>4</sup> seviyesindedir. LNG ürünü dahil Şehir Gazı içindeki payı ise %62,7'dir.

**Şekil 6: Şirket'in Şehir Gazı İş Kolunda Faaliyet Gösterdiği Bölgeler**



Kaynak: Şirket

### 2.3.3.3. Oto CNG

Bu iş kolunda faaliyetlerine 2011 yılında başlayan Şirket, doğal gazlı araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser (istasyon) üzerinden CNG satışı yapmaktadır. Naturel gaz, İstanbul (Alibeyköy), Kocaeli ve Bolu'da olmak üzere toplam 3 adet Oto CNG istasyonuna ek olarak Socar LNG birleşmesi ile birlikte bünyesine 6 adet (Kocaeli-Şekerpınar, Bursa, Eskişehir, Konya, Aksaray, Mersin) daha Oto CNG istasyonu katmış olup

<sup>4</sup> Şehir gazı toplam Pazar büyüklüğü hesaplanırken ana dağıtım şebekesinden sıkıştırılarak temin edilen ve tüketilen miktarlar hariç tutulmuştur. Bu kapsamda 2019 yılından itibaren Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.'nin Erzincan'da gerçekleştirdiği CNG satışlar hariç hesaplama gerçekleştirilmiştir.

toplam istasyon sayısını 2020 sonu itibariyle 9'a çıkarmıştır. Alibeyköy'deki istasyonda İETT'nin doğal gazlı araçlarına, Bolu'daki istasyonda çöp kamyonlarına CNG tedarik edilmektedir.

Şirket'in Oto CNG satış hacmi 2017'deki 1,4 mn m<sup>3</sup>'ten 2020 yılı sonunda 5,6 mn m<sup>3</sup>'e yükselmiştir. Bu iş kolunda 2020 yılında gerçekleştirilen satışlar, Şirket'in net satış gelirlerinin %3,7'sini oluşturmaktadır.

Şirket ayrıca 2021 Şubat ayı içerisinde Petrol Ofisi ile önemli bir işbirliği anlaşması gerçekleştirmiş olup, yapılan protokol çerçevesinde Petrol Ofisi'nin 12 istasyonunda Naturelgaz kendi markası ve lisansları altında Oto CNG satışı gerçekleştirecektir. Oluşturulan protokol çerçevesinde ilk etapta Oto CNG müşterilerinin mevcut ikmal optimizasyonuna göre şehir çıkışları ve ana arterler üzerindeki 12 Petrol Ofisi istasyonu Naturelgaz'ın operasyonlarına dâhil edilmesi planlanmakta olup bu anlaşmayla birlikte Naturelgaz Oto CNG istasyon sayısının 21'e yükselmesi beklenmektedir.

#### 2.3.3.4. Kuyu CNG

Kuyu CNG iş kolunda, çeşitli nedenlerle boru hatlarına erişimi olmayan kuyularda atıl olarak kalan doğal gaz, CNG haline getirilip boru hatlarına aktarılmaktadır. Şirket, yurt içinde iki yabancı ve bir yerli firmayla çalışmakta olup Türkiye'nin milli petrol şirketi TPAO (Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı) ile TPAO'ya ait doğal gaz kuyularına yönelik olarak görüşmeleri sürdürmektedir.

Şirket'in bu iş koluna girmesinin en önemli nedeni, Şirket hedefinde olan yurt dışı pazarlara giriş için kilit rol oynayacak olmasıdır. Şirket, Türkiye'deki tesislerini CNG işinin doğası gereği boru hatlarında konumlandırmış ve söz konusu boru hatlarından doğal gazı alıp bu tesislerde CNG'ye dönüştürüp müşteri sahalarına taşımaktadır. Öte yandan Şirket, hedeflediği yurt dışı pazarlarda boru hatları yerine daha çok Kuyu CNG alanında faaliyet göstermeyi planlamaktadır. Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ait satışlarının ana faaliyet kollarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Şekil 7: Net Satış Gelirlerinin Ana İş Kollarına Göre Dağılımı						
bın TL	2018	% Satışlar	2019	% Satışlar	2020	% Satışlar
<b>Doğal Gaz Satış Gelirleri</b>	<b>248.095</b>	<b>99,1</b>	<b>430.022</b>	<b>99,2</b>	<b>447.137</b>	<b>98,6</b>
Dökme CNG	222.961	89,1	365.138	84,2	355.627	78,4
Oto CNG	11.432	4,6	22.422	5,2	16.828	3,7
Şehir Gazı CNG	7.529	3,0	42.341	9,8	66.811	14,7
Boru Gazı	5.648	2,3	-	-	-	-
LNG	525	0,2	121	-	7.871	1,7
<b>Hizmet Gel.</b>	<b>2.141</b>	<b>0,9</b>	<b>3.394</b>	<b>0,8</b>	<b>6.252</b>	<b>1,4</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>250.236</b>	<b>100</b>	<b>433.416</b>	<b>100</b>	<b>453.389</b>	<b>100</b>

Kaynak: Şirket

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerden Dökme Gaz, Şehir Gazı ve Oto Gaz sektörlerinde 2020 yılına ait toplam pazar büyüklükleri aşağıdaki gibi olup, Kuyu CNG'de yapılan operasyon EPDK tarafından bir satış değil iletim işlemi olarak sınıflandırıldığından aşağıdaki tabloda yer almamaktadır.

Şekil 8: Ana İş Kollarında 2020 Yılı Yurt İçi Pazar Payları ve Sektör Karşılaştırmaları<sup>5</sup>

Ürün	Tür	PAZAR		mn m <sup>3</sup>	NATURELGAZ	
		mn m <sup>3</sup>	Oran (%)		Şirket İçi Dağılım (%)	Pazar Payı (%)
Oto CNG	CNG	16,8	2,4	5,6	3,2	33,5
Şehir Gazı	CNG	27,4	3,9	23,6	13,6	86,3
	LNG	10,3	1,5	-	-	-
Dökme	CNG	191,0	27,3	141,0	81,3	73,8
	LNG	453,0	64,9	3,2	1,8	0,7
<b>Toplam</b>		<b>698,5</b>	<b>100,0</b>	<b>173,5</b>	<b>100,0</b>	<b>24,8</b>

<sup>5</sup> Kasım 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve Şirket'in şifahi olarak piyasadan elde ettiği veriler uyarınca düzenlenmiştir.

Ürün Toplamları	CNG	235,2	33,7	170,3	98,2	72,4
	LNG	463,3	66,3	3,2	1,8	0,5

Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporları, Şirket

## 2.3.4. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar

### 2.3.4.1. Rekabet Avantajı

CNG iş modelinde ana hatlarıyla süreç, boru hatlarına kurulan dolum tesislerine alınan doğal gazın sıkıştırılarak CNG'ye dönüştürülmesi ve akabinde taşıma üniteleri ile müşteri sahasına ulaştırılan CNG'nin basınç düşürme işleminden sonra gaz formunda müşteriye sunulması aşamalarından oluşmaktadır. Bu süreçte de görüleceği üzere, CNG pazarına yeni girecek bir oyuncu için ağırlıklı tesis yatırımlarından kaynaklanan ve ayrıca makine, araç, ekipman vb kalemleri de içeren yüksek yatırım harcamaları söz konusudur. Avrupa'nın önemli CNG şirketlerinden biri olan ve EPDK'nın Kasım 2020'ye kadar yayınladığı aylık doğal gaz sektör raporları ve Şirket'in piyasadan şifahi olarak elde ettiği verilere göre 2020 yıl sonunda %72,4'lük pay ile Türkiye CNG pazarının lideri olan Naturelgaz, Türkiye'de sektöre ilk giren ve domine eden şirket olmasının ve yıllar içerisinde büyük ölçekli yatırımlarını tamamlamış olmasının etkisiyle önemli bir rekabet avantajına sahiptir. 2020 sonu itibarıyla gerçekleşen Socar LNG birleşmesiyle birlikte Şirket pazardaki hâkimiyetini daha da artırmış olup, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katarak, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında da daha aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

Şirket, satış fiyatlarının firmalar tarafından serbestçe belirlendiği CNG ve LNG pazarında sahip olduğu liderlik pozisyonu, müşterilerin talep ve ihtiyaçlarına uygun olarak ürettiği çözümler ve kurduğu uzun vadeli güçlü ilişkiler sayesinde fiyat rekabeti açısından da güçlü konumdadır. Söz konusu rekabet avantajının, Şirket'in gelecek dönem büyüme potansiyeli açısından destekleyici olacağı düşünülmekle birlikte, operasyonel kârlılığının sürdürülebilirliği açısından da olumlu katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

### 2.3.4.2. İnorganik Büyüme Adımları

Şirket, LNG tarafındaki büyüme hedefi ve daha güçlü bir CNG-LNG oyuncusu olmak ve yurt içi taşınabilir doğal gaz pazarındaki konumunu güçlendirmek adına çeşitli potansiyel yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi kapsamında, 6 Şubat 2020 tarihinde Socar Turkey LNG Satış Anonim Şirketi'nin ("Socar LNG") paylarının tamamını satın almak için Socar Turkey Petrol Enerji Dağıtım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Socar Dağıtım") ile hisse satın alma sözleşmesi imzalamış ve 23 Aralık 2020 itibarıyla birleşme işlemleri tamamlanmıştır. Endüstriyel CNG, Oto CNG ve LNG olmak üzere 3 farklı segmentte faaliyet gösteren ve 2020 yılı itibarıyla 29,4 m<sup>3</sup> toplam satış hacmine<sup>6</sup> sahip olan Socar LNG, oto CNG dahil olmak üzere Türkiye CNG pazarının %9,7'lik<sup>6</sup> payla ikinci büyük oyuncusudur.

6 Şubat 2020 itibarıyla imzalanan Hisse Satın Alma Sözleşmesi sonrasında her iki şirket kapanış yükümlülüklerini yerine getirip, yasal prosedürleri tamamlamak için ilgili kurumlara hisse devir izin başvurularını yapmıştır. Rekabet Kurulu'na 07.04.2020 tarihinde yapılan başvuru, 10 Temmuz 2020 tarihinde olumlu sonuçlanmış ve Rekabet Kurulu söz konusu işleme onay vermiştir. EPDK'ya 31.03.2020 tarihinde yapılan başvuru ise, her ne kadar satın alım sonrasında kolaylaştırılmış yöntemle şirket birleştirilmesi planlanmış ve önerilmiş olsa da, doğal gaz piyasasında lisans sahibi bir şirketin, kendi faaliyet alanında faaliyet gösteren diğer bir şirkete iştirak etmesinin Doğal Gaz Piyasası Kanunu m.7/3 hükmü uyarınca mümkün olmaması gerekçesi ile sonuçlandırılmamıştır. Akabinde Naturelgaz, EPDK mevzuatına uygun olacak alternatif yöntemler üzerine çalışmaya başlamıştır.

Üzerinde çalışılan farklı alternatifler sonucunda Naturelgaz'ın Socar LNG'yi satın alma işleminin üçlü birleşme yoluyla yapılması planlanmıştır. Bu kapsamda, Global Yatırım Holding A.Ş.'nin %100 hissedarı olduğu Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş. ("Naturel Doğal Gaz"), Socar LNG hisselerini Socar Dağıtım'dan satın alacak olup, sonrasında bu iki şirketin (Naturel Doğal Gaz ve Socar LNG), TTK, VUK ve SPK mevzuatlarına uygun şekilde, Şirket'in bünyesinde birleşmesi hedeflenmektedir. Bu hedef

<sup>6</sup> Kasım 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve Şirket'in şifahi olarak piyasadan elde ettiği veriler uyarınca hesaplanmıştır. Socar LNG'nin satışları hesaplanırken Naturelgaz ile birleşmesine kadar gerçekleştirildiği satış hacmi baz alınmıştır.

doğrultusunda Socar Dağıtım, Naturelgaz ve Naturel Doğal Gaz arasında 08.09.2020 tarihli Socar Turkey LNG Satış Anonim Şirketi'nin Paylarına İlişkin Hisse Satın Alma Sözleşmesi'ne Ek Protokol No:1 imzalanmış olup anılan Protokol ile Sözleşme'de taraf değişikliği yapılmış ve anılan Sözleşme'nin Alıcı'sı Naturel Doğal Gaz olmuştur. Taraf değişikliği Naturelgaz tarafından 09.09.2020 tarihinde Rekabet Kurumu'na bildirilmiştir. Rekabet Kurumu Başkanlığı, 29.09.2020 tarihinde tebellüğ edilen Kararı ile kontrol yapısı aynı kalan alıcı taraf değişikliği halinde hisse devir işlemine izin verdiğini ve bir önceki Kurul kararının geçerli olacağını belirtmiştir. Lisans sahibi Socar LNG tarafından Socar LNG hisselerinin Naturel Doğal Gaz tarafından alımına ilişkin EPDK'ya yapılan başvuru da Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu'nun 01.10.2020 tarihli 9586-7 Karar Sıra numaralı kararı ile uygun bulunmuş olup, hisse devri 30.10.2020 tarihinde tamamlanmış ve Naturel Doğal Gaz, Socar LNG'nin tek hissedarı haline gelmiştir. Hisse devrinin tamamlanması akabinde Doğal Gaz Piyasası Lisans Yönetmeliği madde 43 gereğince Birleşme hususunda EPDK'ya izin başvurusu yapılmıştır. EPDK'ya yapılan başvurunun Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu'nun 10.12.2020 tarihli ve 9763 sayılı kararı ile uygun bulunmasının ardından Birleşme 23.12.2020 tarihinde tescil edilerek tamamlanmıştır. Birleşme neticesinde, Şirket'in sermayesi 100.000.000 TL'den 100.018.594 TL'ye artırılmıştır. Artırılan 18.594 TL Naturel Doğal Gaz'ın özvarlığından karşılanmıştır.

Söz konusu hisse alım işleminin tamamlanmasıyla birlikte Şirket, Ordu ve Denizli'de (bu şehirlerde Naturelgaz'ın dolun tesisi bulunmamaktadır) 2 adet Endüstriyel CNG dolun tesisine sahip olmuş ve CNG kapsama alanını genişletmiştir. Bunun dışında, satın alınan tamamlanması neticesinde Socar LNG'in LNG işi de devralınmış olup, Socar LNG'nin sahip olduğu önemli büyüklükteki araç ve ekipmanlara da sahip olarak Şirket bünyesine katılan LNG tanker ve tankları ile LNG ürününü de Türkiye genelinde müşterilere sunabilecek duruma gelmiştir. Bu çerçevede, söz konusu hisse alımıyla Naturelgaz, hali hazırda CNG pazarındaki güçlü konumunu LNG işiyle birleştirerek, birbirinin ikamesi konumundaki iki ürünü müşterilerine düşük maliyetlerde sunma kabiliyetine sahip olmuştur.

Dünyada artan emisyon kaynaklı çevresel endişelerle birlikte çeşitli protokoller ve anlaşmalar imzalanarak yürürlüğe girmiştir. Avrupa Birliği'nde yer alan çoğu ülkede önümüzdeki yıllarda emisyon oranı düşük araçların teşvik edilmesi beklenmektedir. NGVA Europe'nin tahminlerine göre, Avrupa Birliği'nde 2030 yılında binek araçların %12'sinin, hafif ve ağır ticari araçların %25'inin ve otobüslerin %33'ünün doğal gazla çalışacağı öngörülmektedir. Şirket, önümüzdeki dönemde Türkiye'de binek araçlarda doğal gazlıdan ziyade elektrikli araçlara dönüşüm olacağını, ancak hafif-ağır ticari araçlar ve otobüslerde ise Avrupa Birliği'nde beklenen kadar olmasa da doğal gazlı araçların kullanımının hızlı bir şekilde artacağını öngörmektedir. Şirket hesaplamalarına göre, 2020 itibarıyla Türkiye'de bulunan 213.127 adet otobüs ve 849.354 adet kamyonun oluşan toplam 1.062.481 aracın yaklaşık yarısının aktif olarak kullanıldığı varsayımı ile; söz konusu aktif araç sayısının sadece %2'sinin doğal gaz dönüşmesi halinde yaklaşık 483 mn m<sup>3</sup>'lük bir pazar oluşacağı öngörülmektedir (söz konusu büyüklük Naturelgaz'ın 2020 yılı toplam satış hacmi olan 170 mn m<sup>3</sup>'ün neredeyse 3 katı kadardır).

Naturelgaz'ın Oto CNG alanındaki pazar geliştirme ve yatırım faaliyetleri çerçevesinde değerlendirildiğinde, Socar LNG birleşmesi neticesinde Şirket'in hâlihazırdaki 3 Oto CNG istasyonuna 6 yeni Oto CNG istasyonu daha katılmış olup Şirket bu alandaki altyapısını daha da güçlendirmiştir. Şirket, mevcut istasyonlar ve Socar LNG alımı ile birlikte portföye dahil olan istasyonlarla Türkiye Oto CNG pazarının en büyük oyuncusu haline gelmeyi hedeflemektedir.

### 2.3.4.3. Afrika Pazarına Giriş

Afrika pazarı, çok gelişmemiş boru hatları nedeniyle Kuyu CNG alanında önemli fırsatlar sunmaktadır. Naturelgaz, Kuyu CNG alanında yurt içinde kazandığı "know-how"ı, özellikle de büyüme potansiyelini yüksek gördüğü Afrika pazarında değerlendirmeyi hedeflemektedir. Bu doğrultuda Şirket, 2018 yılında Kamerun'un Douala kentinde gaz üretim lisansına sahip olan ve 2013 yılından bu yana gaz üretim ve dağıtım faaliyeti yürüten Gaz du Cameroun (GdC) ile şehrin bir tarafına CNG ile doğal gaz dağıtımını yapmak üzere iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Covid-19 salgını nedeniyle henüz operasyonlarına başlayamayan Şirket'in Afrika pazarına giriş ile müşteri çeşitlendirmesi yaparak yurt içine bağımlılığının azalması ve operasyonel karlılığının desteklenmesi hedeflenmektedir.

#### 2.3.4.4. Kârlı İş Kollarına Odaklanma Stratejisi

Şehir Gazı, Şirket'in karlı iş kollarından biridir. Bu segmentin brüt kâr marjı 2019 yılında %27 seviyesinde iken, 2020 yılında %35'e yükselmiştir. Türkiye Belediyeler Birliği ([www.tbb.gov.tr](http://www.tbb.gov.tr)) verilerine göre, ülkemizdeki Belde (Kasaba) Belediyesi sayısı 397'dir. 2019 yılı sonunda konut abone sayısı 15,5 mn'u aşmış olup GAZBİR verilerine göre nüfusun %81'inin boru hatları aracılığıyla doğal gaz erişim imkânı bulunmaktadır. Boru hatları ile doğal gaz erişimi olmayan nüfus yaklaşık 17 mn olmakla beraber bu nüfusun 1,2 mn'u beldelerde yaşamaktadır. Şehir Gazı projesinin ilk fazını ilçeler oluşturmaktayken projenin ikinci fazında beldelere doğal gaz sağlanması planlanmaktadır. Şirket, 2020 yıl sonu itibarıyla ekonomik veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan yaklaşık 1,1 milyon kişinin yaşadığı 51 ilçe ve beldeyi taşıma sistemi kullanarak CNG ile ikmal etmiş olup, yeni ilçe ve beldelerin dağıtım ağına katılmasıyla gelecek yıllarda Şehir Gazı alanında hızlı bir büyüme performansı öngörülmektedir.

Geçmiş yıllarda Dökme CNG işinin Şirket faaliyetlerinde daha yüksek ağırlıkta olması nedeniyle Şirket'in mevcut tesis yapısı daha çok endüstriyel, asfalta, yol inşaatlarına, madenlere, gıda ve tarım şirketlerine yakın olacak şekilde tasarlanmıştır. Ancak, gelecek dönemde yapılacak tesis yatırımlarının ilçelere dağıtımın gelişmesiyle birlikte daha çok ilçelere dağıtım odaklı noktalarda konumlandırılması planlanmaktadır.

#### 2.3.5. Finansal Veriler

##### 2.3.5.1. Gelir Tablosu

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına istinaden karşılaştırmalı gelir tablosu aşağıda sunulmuştur.

Şekil 9: Gelir Tablosu (bin TL)

bin TL	2018	2019	2020
Hasılat	250.236	433.416	453.389
Satışların Maliyeti (-)	-195.411	-319.150	-333.014
<b>BRÜT KÂR</b>	<b>54.825</b>	<b>114.267</b>	<b>119.375</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.865	-12.114	-11.262
Pazarlama Giderleri (-)	-26.789	-31.332	-39.489
<b>FAALİYET KÂRI</b>	<b>17.171</b>	<b>70.820</b>	<b>68.624</b>
Amortisman ve İtfa Payları	21.613	28.119	27.550
<b>FAVÖK</b>	<b>38.784</b>	<b>98.939</b>	<b>96.175</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	686	1.054	1.224
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-4.424	-1.866	-1.812
<b>ESAS FAALİYET KÂRI</b>	<b>13.433</b>	<b>70.009</b>	<b>68.037</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	211	55.086
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (-)	0	0	0
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI</b>	<b>13.433</b>	<b>70.219</b>	<b>123.122</b>
Finansman Gelirleri	158	274	1.428
Finansman Giderleri (-)	-55.155	-32.881	-34.833
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI</b>	<b>-41.564</b>	<b>37.612</b>	<b>89.718</b>
Dönem Vergi Gideri (-)	0	-3.070	0
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	9.621	-4.743	481
<b>DÖNEM KÂRI</b>	<b>-31.943</b>	<b>29.799</b>	<b>90.199</b>

Kaynak: Şirket

##### 2.3.5.1.1. Hasılat

Şirket'in net satış gelirleri, doğal gaz satış gelirleri ve hizmet gelirlerinden oluşmaktadır. 2020 yılında net satış gelirlerinin %98,6 ile ağırlıklı kısmını doğal gaz satış gelirleri oluştururken (2019: %99,2, 2018: %99,1) hizmet gelirlerinin payı ise %1,4 ile oldukça düşüktür (2019: %0,8, 2018: %0,9). Şirket'in kuru



faaliyetleri ve tüp tipi kiralama faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, hizmet gelirleri altında sınıflandırılmaktadır.

Şirket'in doğal gaz satış gelirlerinin önemli bölümü Dökme CNG segmentinden (2020: %78,4, 2019: %84,2, 2018: %89,1) elde edilen gelirlerden oluşurken, diğer doğal gaz satış gelirleri ise Şehir Gazı ve Oto CNG satışları kaynaklıdır.

**Şekil 10: Net Satış Gelirlerinin Kırılımı (bin TL)**

bin TL	2018	% Satışlar	2019	% Satışlar	2020	% Satışlar
<b>Doğal Gaz Satış Gelirleri</b>	<b>248.095</b>	<b>99,1</b>	<b>430.022</b>	<b>99,2</b>	<b>447.137</b>	<b>98,6</b>
Dökme CNG	222.961	89,1	365.138	84,2	355.627	78,4
Oto CNG	11.432	4,6	22.422	5,2	16.828	3,7
Şehir Gazı CNG	7.529	3,0	42.341	9,8	66.811	14,7
Boru Gazı	5.648	2,3	-	-	-	-
LNG	525	0,2	121	-	7.871	1,7
<b>Hizmet Gel.</b>	<b>2.141</b>	<b>0,9</b>	<b>3.394</b>	<b>0,8</b>	<b>6.252</b>	<b>1,4</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>250.236</b>	<b>100</b>	<b>433.416</b>	<b>100</b>	<b>453.389</b>	<b>100</b>

Kaynak: Şirket

Şirket'in net satış gelirleri 2018-2020 döneminde yıllık ortalama %38,9 büyüme kaydederek 453,4 mn TL'ye yükselmiştir. Net satış gelirlerinde özellikle 2019 yılında gözlenen bu büyümede, ağırlıklı olarak BOTAŞ'tan satın alınan doğal gaz fiyatlarındaki yükseliş etkili olurken, daha yüksek kâr marjı yapılmasını sağlayacak şekilde müşteri portföyünün optimize edilmesi, Şehir Gazı faaliyetlerinin gelişmesi, Dökme ve Şehir Gazı tarafında kazanılan yeni müşteriler de destekleyici etkide bulunmuştur. Bunun dışında Socar LNG birleşmesinin etkisi ile 2020 Kasım ve Aralık aylarına istinaden özellikle Dökme CNG ve LNG satışları ile ciroya 15,8 milyon TL tutarında ek satış sağlanmış, 2020 yılı ciro büyümesinde katkı sağlamıştır.

Şirket'in 2018 yılında doğal gaz satış gelirleri içinde %3,0 payı olan Şehir Gazı satışları, portföye eklenen yeni ilçelerin katkısıyla 2020 yılı itibarıyla %14,7 seviyesine yükselmiştir. Aktif durumdaki ikmal noktası (İlçe) sayısı 2019 yılı sonunda 42 iken 2020 yılı sonunda 51'e çıkmış olup, dağıtım şirketlerinin abone almaya devam etmesiyle birlikte, Şirket'in aktif ikmal noktalarının birim satışları, ilgili ilçe boru hattına geçene kadar düzenli olarak artmaktadır. Ek olarak, bazı dağıtım şirketleri ilçelerdeki alt yapı yayılımı gereği hane halkı haricinde kamu kurumları ve ticarethaneleri de abone haline getirerek toplam tüketimin artmasına neden olmaktadır.

2020 yılındaki ciro artışındaki bir diğer faktör, 31 Aralık 2020'de sona eren yılda hizmet gelirlerinden elde edilen hasılatın 2.857.802 TL tutarında (y/y: +%84,2) artmasıdır. Hizmet gelirleri, kuyu faaliyetlerinden oluşan gelirler ile tüp tipi kiralama faaliyetlerinden oluşmaktadır. Silivri'deki kuyularında doğal gaz üretimi gerçekleştiren Atlı Enerji firması ile CNG dolun ve dağıtım hizmet sözleşmesi 2019 yılında imzalanmış olup, operasyonun 2020 yılının Şubat ayında devreye alınması ile birlikte kuyu CNG gelirleri bir önceki yıla göre artmıştır.

### 2.3.5.1.2. Kârlılık

Şirket, gaz ihtiyacını 2017 yılından itibaren yıllık sözleşmelerle büyük oranda veya tamamen BOTAŞ'tan ürün bazındaki tarifeler ile (CNG için CNG tarifesi, LNG için LNG tarifesi) tedarik etmektedir. BOTAŞ dışındaki tedarikçilerden CNG üretimi için alınan gaz BOTAŞ'ın CNG tarifesi ile veya BOTAŞ CNG tarifesinden indirimli bir fiyata tedarik edilmektedir. Şirket, BOTAŞ'tan yapılan gaz alımları TL bazlı olduğu için operasyonel tarafta herhangi bir kur riskine maruz kalmamaktadır.

BOTAŞ'tan LNG satın alırken ya da CNG'ye dönüştürmek amacıyla doğal gaz satın alırken belirli bir tarife uygulanmakta ancak, BOTAŞ'tan alınan gazın müşteriye satışında herhangi bir tarife uygulanmamaktadır. Bu sayede Şirket, rekabet koşulları, müşterinin mesafesi ve kredibilitesi gibi pek çok unsuru göz önünde bulundurarak satış fiyatını rahatlıkla belirleyebilmektedir. Ek olarak müşteriye yapılan satışların en önemli unsuru olan fiyat, standart olmayıp bir formüle dayanmaktadır. Formülün ilk kısmını oluşturan gaz maliyeti, Sistem Kullanım Bedeli ve vergiler tamamen "pass through" bir şekilde müşterilere yansıtılmaktadır. Formülün diğer kısmında ise Şirket'in katlandığı diğer maliyetler ve müşteri bazında değişen kâr marjından oluşan bir tutar belirlenmekte ve bu tutar enflasyon oranına göre değiştirilmektedir. Formülün hem ilk kısmında (gaz maliyeti+sistem kullanım bedeli+vergiler)

hem de ikinci kısmında (Şirket'in katlandığı taşıma maliyeti, personel maliyeti vb. diğer maliyetler) yer alan kalemlerdeki olası değişimler müşteri tarafından en başta kabul edilerek sözleşme imzalanmaktadır. Alternatif ürün olan LNG'de de benzer uygulama söz konusudur. Bu çerçevede değerlendirildiğinde fiyatı oluşturan unsurlardaki sözleşme dönemi içindeki değişimlere bağlı olarak müşteri kaybı riski oldukça düşüktür.

Enflasyon değişimleri özel sektör müşterilerinde büyük oranda üç ayda bir, kamu müşterilerinde ise aylık yapılmaktadır. Dolayısıyla, örneğin BOTAŞ'tan alınan doğal gazın fiyatında düşüş olduğunda buna bağlı olarak Şirket'in net satış gelirlerinde düşüş gözlenecek olsa da, müşteri bazında sabit bir kâr marjı ile çalışmasından dolayı ciroda düşüş gerçekleşse bile kar rakamları aynı kalarak marjlarda yükseliş yaşanabilmektedir.

Şirket'in toplam satış maliyetinin (SMM) önemli kısmını (2020: %82,0, 2019: %81,6, 2018: %79,1) satılan doğal gaz maliyeti oluşturmaktadır. Toplam satışların maliyeti kaleminde en önemli yükseliş 2019 yılında yaşanmış olup, hem satış hacminde gerçekleşen %21'lik yükseliş hem de 2019 Ağustos ayında BOTAŞ maliyetlerinde gerçekleşen %14,7'lik yükselişin ağırlıklı etkisiyle yıllık bazda %63,3 artış göstermiştir. 2020 yılında ise cirodaki %4,6'lık büyümenin çok az da olsa üzerinde yıllık %4,7 artış göstermiş ve SMM'nin net satış gelirlerine oranında herhangi bir değişiklik yaşanmamıştır (2020: %73,6, 2019: %73,6).

#### Şekil 11: Satışların Maliyeti (bin TL) ve Kırılımı (%)

bin TL	2018	%	2019	%	2020	%
Satılan doğal gaz maliyeti	154.568	79,1	260.404	81,6	274.021	82,0
Amortisman giderleri	13.714	7,0	19.966	6,3	15.280	4,6
Taşıma ulaşım maliyetleri	11.064	5,7	18.306	5,7	21.966	6,6
Elektrik maliyeti	4.240	2,2	8.862	2,8	10.066	3,0
Personel giderleri	3.231	1,7	4.623	1,4	5.058	1,5
Bakım onarım giderleri	1.341	0,7	2.044	0,6	2.976	0,9
Akaryakıt giderleri	2.055	1,1	2.126	0,7	1.855	0,6
Kira giderleri	3.828	2,0	1.151	0,4	509	0,2
Sigorta giderleri	190	0,1	229	0,1	313	0,1
Diğer giderler	1.180	0,6	1.438	0,5	1.969	0,6
<b>Toplam Satışların Maliyeti</b>	<b>195.411</b>	<b>100,0</b>	<b>319.150</b>	<b>100,0</b>	<b>334.014</b>	<b>100,0</b>

Kaynak: Şirket

Şirket'in 2019 yılında toplam faaliyet giderleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,4 artmıştır. 2019 yılında faaliyet giderleri içerisinde %36,1 ağırlık ile en önemli kalemlerden biri olan personel giderleri yıllık bazda %2,4 gerilerken, danışmanlık giderlerindeki artışın (y/y: +%258,8) yanı sıra yükselen satış hacmine paralel sözleşme damga vergilerinin artması sonucunda vergi, resim ve harç giderlerinde gerçekleşen (y/y: +%108,4) yükseliş, toplam faaliyet giderlerindeki yükselişin ana nedenini oluşturmuştur. 2020 yılında ise genel yönetim giderlerindeki %7'lik gerilemeye karşın özellikle pazarlama giderlerindeki %26'lık artışla toplam faaliyet giderlerinde %16,8'lik artış yaşanmıştır. Şirket'in pazarlama giderlerindeki artış, ağırlıklı olarak personel giderlerindeki %37,3'lük artıştan kaynaklanmaktadır. Personel giderlerindeki artışın temel nedeni, 2019 yılında 115 olan ortalama personel sayısının 2020 yılında 123'e yükselmesi ile yıllık ücret artışı kapsamında personele yapılan ücret zammı ile asgari ücret artışıdır.

#### Şekil 12: Pazarlama Giderleri (bin TL) ve Kırılımı (%)

bin TL	2018	%	2019	%	2020	%
Personel giderleri	8.672	32,4	8.927	28,5	12.253	31,0
Amortisman ve itfa giderleri	7.472	27,9	7.473	23,9	11.687	29,6
Vergi, resim ve harçlar	2.740	10,2	5.838	18,6	5.877	14,9
Komisyon giderleri	2.233	8,3	2.353	7,5	2.570	6,5
Bakım onarım giderleri	764	2,9	1.832	5,8	2.230	5,6
Güvenlik giderleri	694	2,6	833	2,7	1.018	2,6
Sigorta giderleri	733	2,7	506	1,6	508	1,3
Akaryakıt giderleri	474	1,8	495	1,6	443	1,1
Seyahat giderleri	427	1,6	893	2,9	528	1,3

Haberleşme giderleri	173	0,6	216	0,7	348	0,9
Bina yönetim giderleri	192	0,7	261	0,8	505	1,3
Kira giderleri	1.485	5,5	252	0,8	148	0,4
Danışmanlık giderleri	304	1,1	269	0,9	246	0,6
Fuar Giderleri	0	0	554	1,8	0	0
Diğer	425	1,6	630	2	1.128	2,9
<b>Toplam</b>	<b>26.789</b>	<b>100,0</b>	<b>31.332</b>	<b>100,0</b>	<b>39.489</b>	<b>100,0</b>

Kaynak: Şirket

### Şekil 13: Genel Yönetim Giderleri (bin TL) ve Kırılımı (%)

bin TL	2018	%	2019	%	2020	%
Personel giderleri	7.396	68,1	6.753	55,7	6.659	59,1
Danışmanlık giderleri	370	3,4	2.148	17,7	1.733	15,4
Reklam, ilan ve tanıtım giderleri	731	6,7	370	3,1	112	1,0
Bilgi işlem giderleri	441	4,1	797	6,6	746	6,6
Amortisman ve itfa giderleri	427	3,9	680	5,6	583	5,2
Bina yönetim giderleri	377	3,5	521	4,3	585	5,2
Seyahat giderleri	210	1,9	266	2,2	150	1,3
Vergi, resim ve harçlar	151	1,4	187	1,5	222	2,0
Ulaşım giderleri	96	0,9	119	1	67	0,6
Kira giderleri	474	4,4	42	0,3	14	0,1
Diğer	193	1,8	232	1,9	394	3,5
<b>Toplam</b>	<b>10.865</b>	<b>100,0</b>	<b>12.114</b>	<b>100,0</b>	<b>11.262</b>	<b>100,0</b>

Kaynak: Şirket

### Şekil 14: Karlılık Göstergeleri

(bin TL)	2018	2019	2020
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
<i>Değişim Y/Y</i>		%108,4	%4,5
Brüt Kar Marjı	%21,9	%26,4	%26,3
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
<i>Değişim Y/Y</i>		%155,1	-%2,8
FAVÖK Marjı	%15,5	%22,8	%21,2
Net Kar	-31.943	29.799	90.199
<i>Değişim Y/Y</i>		a.d.	%202,7
Net Kar Marjı	-%12,8	%6,9	%19,9

Kaynak: Şirket

#### 2.3.5.2. Bilanço

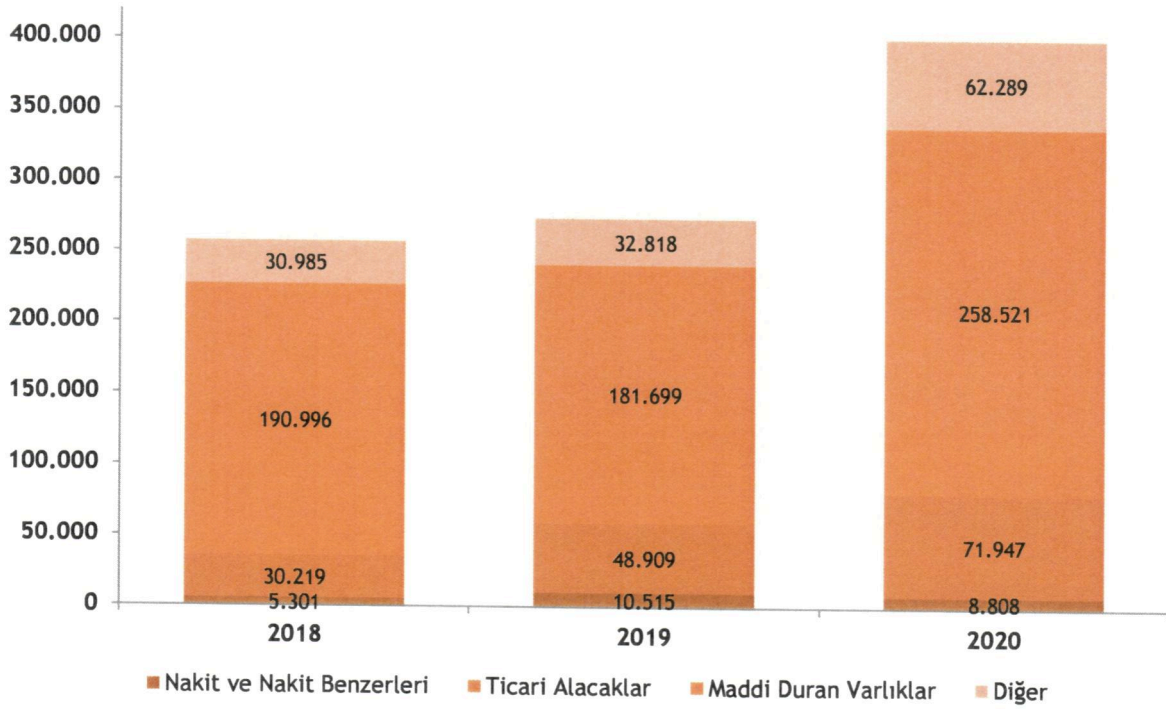
31 Aralık 2020 sonu itibariyle, Şirket'in toplam aktif büyüklüğü 401,6 mn TL olup, 2019 sonuna göre %46,6 artış göstermiştir. Şirket'in toplam aktiflerinin %64,4'ünü maddi duran varlıklar, %17,9'unu ise ticari alacaklar kalemi oluşturmaktadır. 2018 yıl sonunda 30,2 mn TL olan Ticari Alacaklar kalemi 2019 yıl sonunda 48,9 mn TL'ye, 2020 yıl sonunda ise 71,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2019 ve 2020 yıl sonlarında oluşan yüksek bakiye, 2020 yılı içerisinde gerçekleşen Socar LNG birleşmesi ve aynı zamanda satış hacmindeki artışa ek olarak fiyat zamları ve BOTAŞ tarifesindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Maddi Duran Varlıklar kaleminde ise özellikle 2020 yılsonunda Socar LNG birleşmesi neticesinde önemli artış olmuş, buna ek olarak arsa ve araziler için 31 Aralık 2020 tarihi itibariyle bağımsız değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanan değerlendirme raporlarına göre 6,3 mn TL tutarında ek değer artışı da kaydedilmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, Maddi Duran Varlıklar 2020 yıl sonunda %42,3'lük artışla 181,7 mn TL'den 258,5 mn TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in kaynakları incelendiğinde önemli kısmının finansal borçlar, ticari borçlar ve özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Özellikle 2020 yılında kısa vadeli finansal borçlarda artış yaşanmış olup bu artış 2020 yılsonunda gerçekleşen Socar LNG birleşmesi süreci finansmanı için kullanılan kredilerden kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli finansal borçlarda yaşanan bu artışa rağmen finansal borçların

Şirket'in toplam kaynakları içerisindeki payı 2018 yılsonunda %45,1 iken, 2019 yılsonunda %34,6'ya, 2020 yılsonunda ise %28,4'e gerilemiştir.

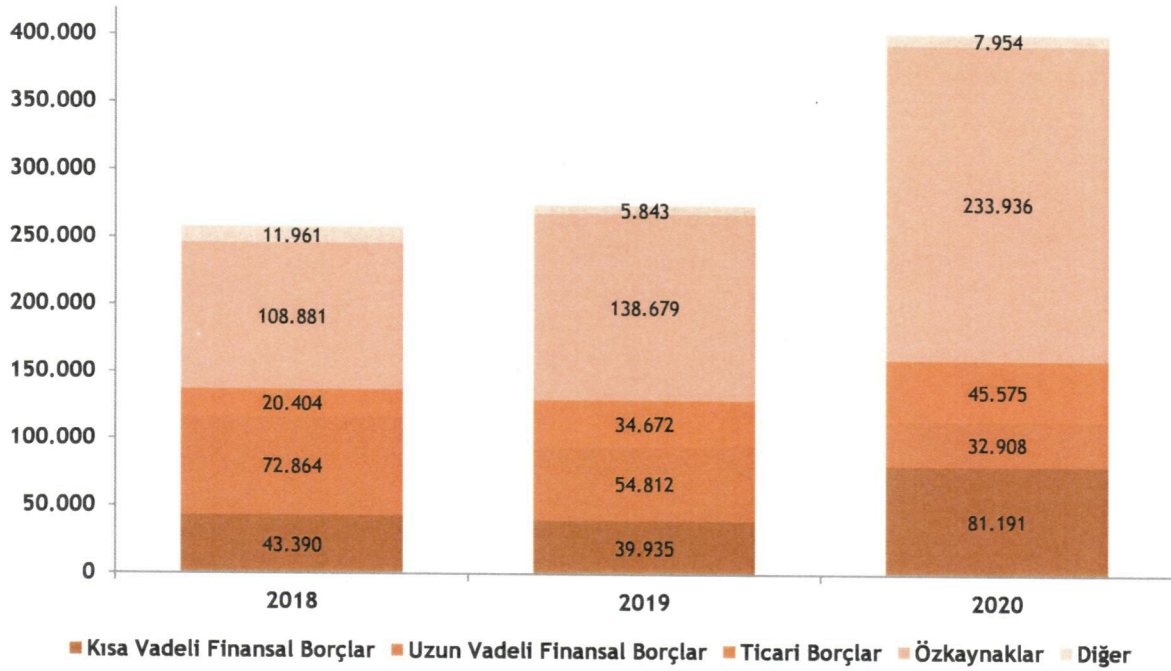
2019 yılında net dönem kârında yaşanan önemli artışla (2018: -31,9 mn TL, 2019: 29,8 mn TL), Şirket'in 2018 sonunda 108,9 mn TL olan özkaynakları 2019 yılsonunda %27,4'lük artışla 138,7 mn TL'ye ulaşmış olup, toplam kaynaklar içerisindeki payı %42,3'ten %50,6'ya yükselmiştir. 2020 yılsonunda ise özkaynaklar %68,7'lik artışla 233,9 mn TL'ye yükselmiş olup bu artıştaki en önemli etken olarak da yine net dönem kârında yaşanan artış öne çıkmaktadır. Socar LNG birleşmesi sonucu Şirket 2020 yılsonunda 54,9 mn TL'lik işletme birleşmesinden kaynaklanan kazanç elde etmiş olup bu da Şirket net kârlılığına ve özkaynaklara olumlu yansımıştır. Bu artışla beraber özkaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payı da 2020 yılsonunda %58,3'e yükselmiştir.

Şekil 15: Şirket Aktifleri (bin TL)



Kaynak: Şirket

Şekil 16: Şirket Kaynakları (bin TL)



Kaynak: Şirket

### 2.3.5.2.1. Mali Yapı

Şekil 17: Mali Yapı Oranları

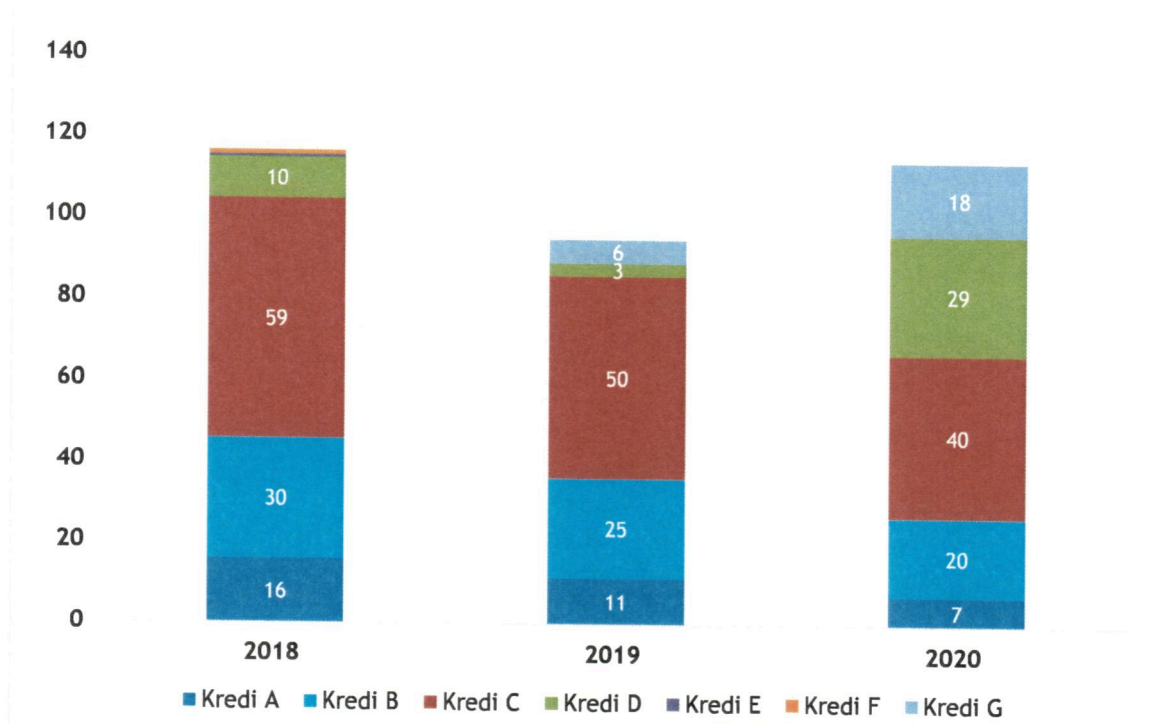
Mali Yapı Oranları	2018	2019	2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Aktifler)	%57,7	%49,4	%41,7
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	%29,2	%29,1	%32,2
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	%28,5	%20,3	%9,5
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	%42,3	%50,6	%58,3
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	1,36x	0,98x	0,72x

Kaynak: Şirket

2020 yılındaki finansal borçlar ve ticari borçlarda yaşanan yükselişe rağmen Şirket'in kaldıraç oranı yıllar içerisinde düşüş kaydetmiş olup 2018 yılsonunda %57,7 olan kaldıraç oranı, 2020 yılsonunda %41,7'ye gerilemiştir. Güçlenen sermayenin yardımı ile 2018 sonunda %42,3 olan özkaynakların toplam aktiflere oranı 2020 yılsonu itibariyle %58,3 düzeyine ulaşmıştır.

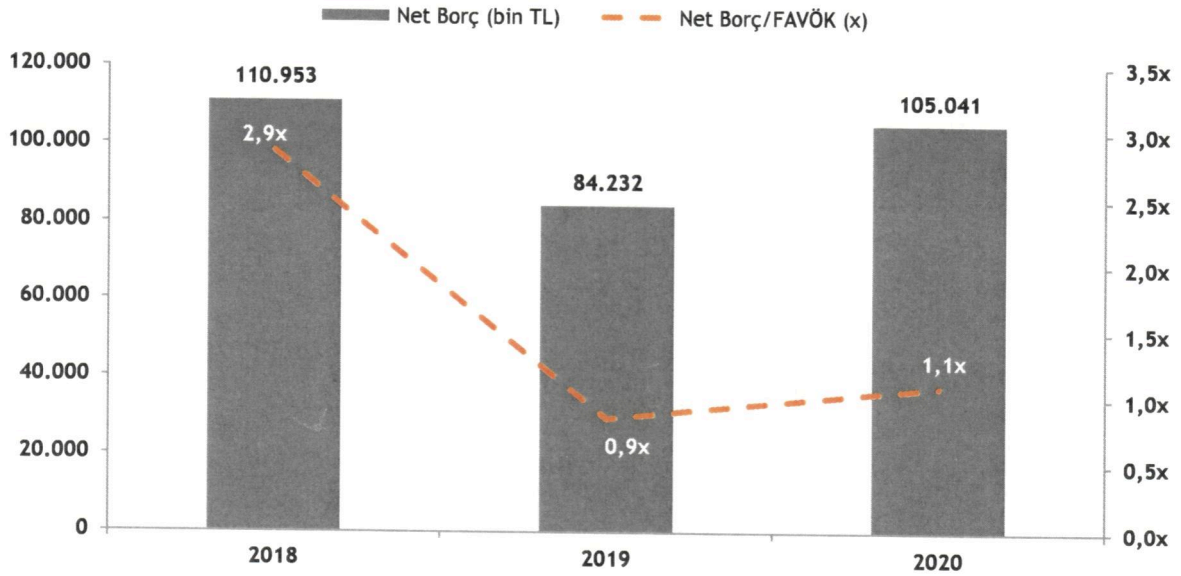
Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam aktif içerisindeki payı 2018 ve 2019 yıllarında %29 seviyelerindeyken iken, 2020 yılsonunda %32,2'ye yükselmiştir.

Şekil 18: Şirket'in Finansal Borçları (mn TL)<sup>7</sup>



Kaynak: Şirket

Şekil 19: Net Borç (bin TL) ve Net Borç/FAVÖK oranı (x)<sup>4</sup>



Kaynak: Şirket

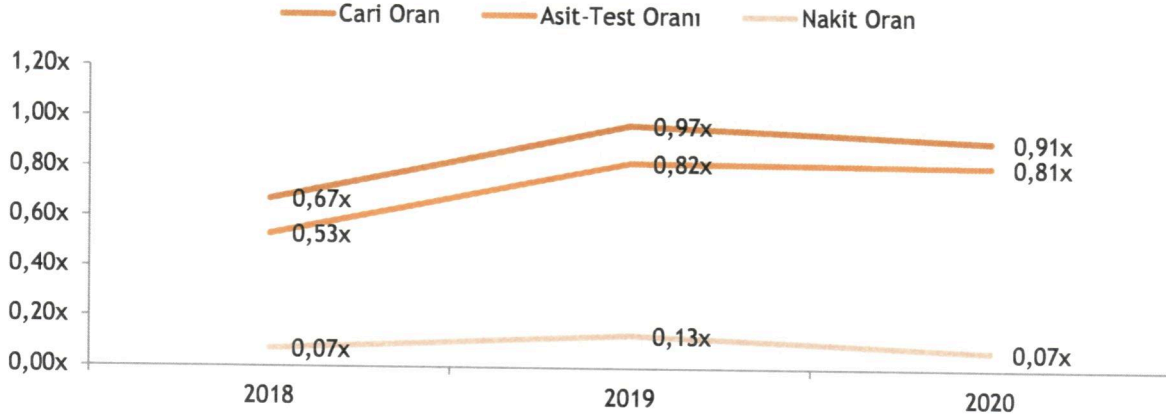
Genel olarak Şirket'in finansal borçlarında, yıl içinde mevsimsellik nedeniyle aldığı işletme sermayesi finansmanı amaçlı borçlardan kaynaklı dalgalı bir seyir yaşanmaktadır. Buna göre yılın ilk yarısında artan borçlar genel olarak yılsonunda daha düşük değerlere inmektedir. 2019 yılsonunda hem operasyonel kârlılıktaki artış hem de net borçlardaki düşüşle beraber Net Borç/FAVÖK oranı 2,9x seviyesinden 0,9x düzeyine gerilemiştir. 2020 yılsonunda ise FAVÖK'de sınırlı da olsa düşüş yaşanmış olup, Socar LNG satın almasında kullanılan kredilerle beraber net borçta da artış yaşanmış ve Net Borç/FAVÖK oranı 1,1x düzeyine yükselmiştir.

<sup>7</sup> Hissedara olan borç ve kiralama işlemlerinden olan borçlar da dahil edilmiştir.

Şirket'in 2020 yılsonu itibariyle kiralama işlemlerinden borçlar da dahil olmak üzere finansal borçlarının toplamı 114,1 mın TL olup, bu rakam 2019 yılsonuna göre %20,4 artış göstermiştir. Finansal borçların %71,2'si kısa vadeli, geriye alan %28,8'si uzun vadeli olup, %47,9'u TL, %52,2'si ABD Doları cinsindedir. Döviz cinsi borçları nedeniyle Şirket, TL'nin ABD Doları karşısındaki olası değer kayıplarında kur riskine maruz kalabilmektedir.

### 3.2.2. Likidite

**Şekil 20: Likidite Oranları (x)**



Kaynak: Şirket

2018-2019 dönemi incelendiğinde Şirket'in cari oran ve asit-test oranı değerlerinin artış eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Bu da Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek likiditeye sahip olduğunu göstermektedir. 2020 yılsonunda cari oran ve asit-test oranında önemli bir değişiklik olmazken, Socar LNG satın almasında kullanılan krediler neticesinde kısa vadeli finansal borçlarda gerçekleşen artışla beraber nakit oranda düşüş yaşanmıştır.

**Şekil 21: İşletme Sermayesi Yönetimi, (Devir Hızları - Gün)**

Gün	2018	2019	2020
Ticari Alacaklar Devir Hızı	44	41	58
Stok Devir Hızı	19	13	13
Ticari Borçlar Devir Hızı	38	40	50

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım

Şirket'in 2018-2020 dönemlerinde işletme sermayesi oranlarının dalgalanma gösterdiği görülürken, özellikle 2020 yılsonunda hem Covid-19 hem de mevsimsellik etkisiyle net işletme sermayesi ihtiyacının arttığı görülmektedir. Ticari alacak ve ticari borçların devir hızlarında 2020 yılında yaşanan yükselişte, Socar LNG birleşmesi sonucu ticari alacak ve ticari borç bilanço kalemlerinde önemli yükseliş yaşanırken, satışlarda yalnızca yılın son iki aylık performansının dahil olması etkili olmuştur.

Şirket'in karşılaştırmalı bilanço tablosu aşağıda sunulmuştur.

**Şekil 22: Bilanço (bin TL)**

bin TL	2018	2019	2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.301	10.515	8.808
Finansal Yatırımlar	-	-	250
Ticari Alacaklar	30.219	48.909	71.947
Diğer Alacaklar	850	768	12.136
Stoklar	10.367	11.273	12.063
Peşin Ödenmiş Giderler	3.209	5.369	4.847
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	7.227
Diğer Dönen Varlıklar	72	109	208
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>50.016</b>	<b>76.942</b>	<b>117.487</b>
Finansal Yatırımlar	412	412	412
Maddi Duran Varlıklar	190.996	181.699	258.521
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	5.474	19.539

Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.333	4.135	5.436
Peşin Ödenmiş Giderler	1.206	486	170
Ertelenmiş Vergi Varlığı	9.536	4.793	-
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>207.483</b>	<b>196.999</b>	<b>284.079</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>257.500</b>	<b>273.941</b>	<b>401.565</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	10.098	3.148	29.286
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	33.292	33.846	39.089
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	2.940	12.816
Ticari Borçlar	20.404	34.672	45.575
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	294	355	450
Diğer Borçlar	8.315	2.416	927
Ertelenmiş Gelirler	10	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	1.527	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.734	746	1.211
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9	8	51
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>75.156</b>	<b>79.658</b>	<b>129.405</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864	51.950	27.749
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	2.862	5.159
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	4.038
Uzun Vadeli Karşılıklar	599	792	1.278
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>73.463</b>	<b>55.604</b>	<b>38.224</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>148.619</b>	<b>135.262</b>	<b>167.629</b>
Ödenmiş Sermaye	100.000	100.000	100.019
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	74.541	74.541	79.581
Geçmiş Yıllar Zararları	-33.717	-65.660	-35.861
Net dönem Karı/Zararı	-31.943	29.799	90.199
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>108.881</b>	<b>138.679</b>	<b>233.936</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>257.500</b>	<b>273.941</b>	<b>401.565</b>

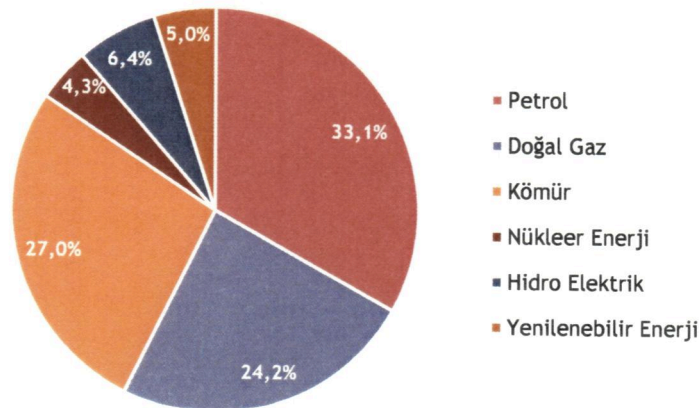
Kaynak: Şirket

### 3. Sektörel Bilgiler

#### 3.1. Dünya Doğal Gaz Sektörü

Dünya enerji piyasalarını son dönemde etkileyen iki ana unsur, küresel ısınma ve yenilenebilir enerji maliyetinin hızla azalmasıdır. Teşvik edilen ve maliyeti düşen yenilenebilir enerjinin hızla yayılması, beraberinde anlık ihtiyacı karşılayacak ve petrol ve kömüre göre daha temiz bir kaynak ihtiyacını doğurmuştur. Doğal gaz bu aşamada uygun kaynak olarak ön plana çıkmaya başlamıştır. Küresel birincil enerji tüketiminde en önemli kaynak olarak öne çıkan petrolün pazar payı azalma eğilimi gösterirken, doğal gaz ve yenilenebilir enerjinin payı artış eğilimindedir. 2019 yılı itibariyle birincil enerji tüketiminin %33,1'i petrol, %24,2'si doğal gaz ve %27'si kömürden oluşmaktadır. Küresel enerji tüketimi 2000-2019 döneminde yıllık ortalama %2 büyürken, 2019 yılında bir önceki yıla göre %1,3 artış göstermiştir. 2019 yılında toplam enerji tüketiminin %44,1'i Çin öncülüğünde Asya Pasifik bölgesinde gerçekleşirken, ABD'nin de dahil olduğu Kuzey Amerika %20 pay ile ikinci sırada yer almaktadır.

Şekil 23: Kaynaklara Göre Küresel Birincil Enerji Tüketimi, 2019



Kaynak: BP Statistical Review of World Energy 2020



Başta metan (CH<sub>4</sub>) ve etan (C<sub>2</sub>H<sub>6</sub>) olmak üzere çeşitli hidrokarbonlardan oluşan doğal gaz, bir petrol türevi olup, yanıcı, havadan hafif, renksiz ve kokusuz bir gazdır. Yeraltında çoğunlukla petrol ile birlikte veya gaz rezervuarlarında bulunan ve herhangi bir işlemten geçirilmeksizin kullanılabilen doğal gaz, boru hatları ile veya sıvılaştırılarak tankerlerle taşınmaktadır.<sup>8</sup>

2019 yılsonu itibariyle, dünya toplam ispatlanmış doğal gaz rezerv miktarı yıllık %0,85 artarak 198,8 trilyon metreküp olmuştur. Rusya 38 trilyon metreküp rezerv miktarı ve %19,1 pay ile dünyanın en büyük doğal gaz rezervine sahip ülkesidir. İran ve Katar ise sırasıyla %16,1 ve %12,4 oranlarında payları ile en büyük rezerve sahip ülkeler arasında yer alırken, bu üç ülke toplam dünya rezervlerinin yaklaşık yarısına sahip konumdadır.

**Şekil 24: Doğal Gaz Rezerv Verileri (trl m<sup>3</sup>)**

Ülke	Rezerv miktarı				Toplam İçindeki Payı (%) , 2019
	2019	2018	2009	1999	
Rusya	38,0	38,0	34,0	32,9	19,1
İran	32,0	32,0	28,0	23,6	16,1
Katar	24,7	24,7	26,2	11,5	12,4
Türkmenistan	19,5	19,5	8,2	2,6	9,8
ABD	12,9	12,9	7,4	4,5	6,5
Çin	8,4	6,4	2,9	1,4	4,2
Venezuela	6,3	6,3	5,6	4,6	3,2
S. Arabistan	6,0	5,9	7,4	5,8	3,0
BAE	5,9	5,9	5,9	5,8	3,0
Nijerya	5,4	5,4	5,0	3,3	2,7
Cezayir	4,3	4,3	4,3	4,4	2,2
Irak	3,5	3,5	3,0	3,1	1,8
Azerbaycan	2,8	2,1	1,0	1,0	1,4
Kazakistan	2,7	2,7	2,0	2,0	1,3
Avustralya	2,4	2,4	2,8	1,6	1,2
Mısır	2,1	2,1	2,1	1,2	1,1
Kanada	2,0	1,9	1,6	1,6	1,0
Diğer Ülkeler	19,8	21,0	23,0	21,9	9,9
<b>Dünya</b>	<b>198,8</b>	<b>197,1</b>	<b>170,5</b>	<b>132,8</b>	<b>100,0</b>

Kaynak: BP Statistical Review of World Energy 2020

2019 yılında dünya toplam doğal gaz üretimi 2018 yılına göre %3,4 artarken, bu artış OECD ülkelerinde %6,1, OECD üyesi olmayan ülkelerde ise %1,8 oldu. Bölgesel bazda bakıldığında ise, 2019 yılında üretimde en fazla artış %7,4 ile Kuzey Amerika'da ve %6,3 ile Asya Pasifik'te gözlemlenirken, aynı dönemde Avrupa'da üretimde %6,1'lik düşüş görülmektedir. 2019 yılı itibariyle, dünya doğal gaz üretiminin %28,3'ünü Kuzey Amerika ülkeleri (%23,1'i ABD) gerçekleştirmiştir. Bunu %21,2 pay ile Bağımsız Devletler Topluluğu (%17'si Rusya) takip etmektedir.

**Şekil 25: Bölgelere Göre Doğal Gaz Rezerv (trl m<sup>3</sup>) ve Üretim, Tüketim (mlr m<sup>3</sup>) Verileri**

Bölge	Rezerv Miktarı, 2019	Toplam İçindeki Payı (%)	Üretim Miktarı, 2019	Toplam İçindeki Payı (%)	Tüketim Miktarı, 2019	Toplam İçindeki Payı (%)
Kuzey Amerika	15,0	7,6	1128,0	28,3	1057,6	26,9
Güney & Orta Amerika	8,0	4,0	173,6	4,4	165,4	4,2
Avrupa	3,4	1,7	235,9	5,9	554,1	14,1
BDT	64,2	32,3	846,5	21,2	573,7	14,6
Orta Doğu	75,6	38,0	695,3	17,4	558,4	14,2
Afrika	14,9	7,5	237,9	6,0	150,1	3,8
Asya Pasifik	17,7	8,9	672,1	16,8	869,9	22,1

<sup>8</sup> BOTAŞ'ın internet sitesinde yer alan tanımlamadır.

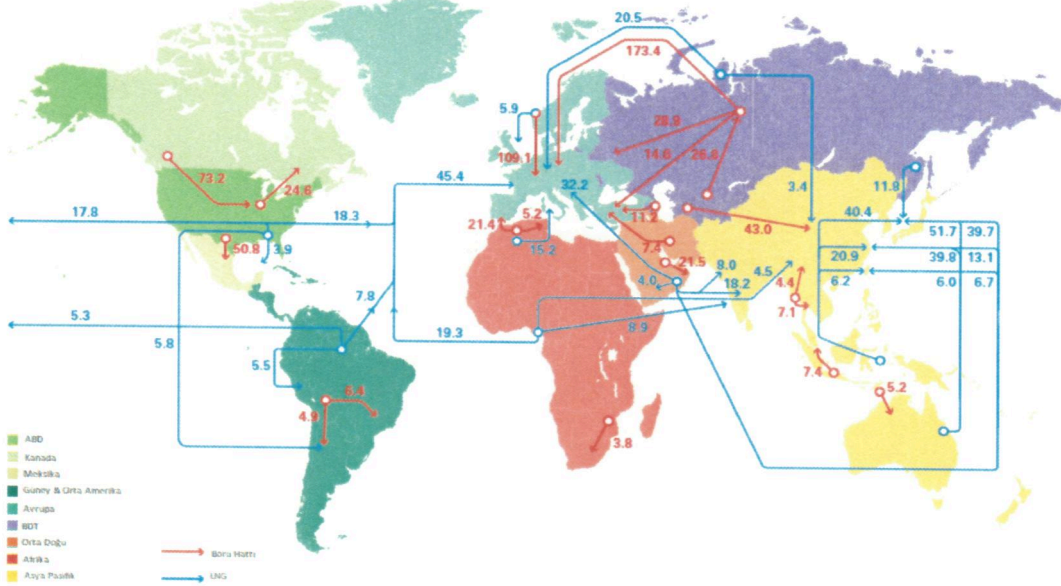
Dünya Toplam	198,8	100,0	3989,3	100,0	3929,2	100,0
OECD	20,1	10,1	1506,2	37,8	1801,1	45,8
OECD Üyesi Olmayan	178,7	89,9	2483,2	62,2	2128,2	54,2

Kaynak: BP Statistical Review of World Energy 2020

2019 yılında toplam rezerv içerisindeki payı %10,1 olan OECD ülkeleri, dünya doğal gaz tüketiminin %45,8'ini gerçekleştirmiştir. 2019'da toplam dünya doğal gaz tüketimi yıllık bazda %2 yükselirken, OECD ülkelerinde artış %2,5 olmuştur. Aynı dönemde ABD (%21,5)'nin dahil olduğu Kuzey Amerika (%26,9) ve Çin (%7,8)'in dahil olduğu Asya Pasifik (%22,1) dünyada en yüksek doğal gaz tüketimine sahip bölgelerdir.

### Şekil 26: Dünya Doğal Gaz Ticareti

Ana Ticaret Hareketleri, 2019  
Dünya ticaret akışı (mlr m<sup>3</sup>)



Kaynak: BP Statistical Review of World Energy 2020

2019 yılında dünyada toplam doğal gaz ticaret hacmi 984,4 mlr m<sup>3</sup> olup, bunun %50,7'si boru hattı, geriye kalanı ise LNG (Sıvılaştırılmış Doğal gaz) ticareti ile gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla bakıldığında, ülkeler arasında LNG ile ticaretin toplam içerisindeki payının arttığı görülmektedir. 2000 yılında toplam ticaret içerisindeki payı %26,6 olan LNG'nin 2019 yılındaki payı %49,3 düzeyine ulaşmıştır. LNG ticaretinin yaygınlaşması, doğal gazın boru hattı olmayan ülkelere daha kolay ulaşabilmesini ve ülkelerin boru hatları dışında dünyanın herhangi bir LNG üreticisinden ticari şartlara göre doğal gaz tedarik edebilmesini sağlamaktadır.

2019 yılı itibarıyla dünyanın en büyük doğal gaz ihracatçı ülkesi 256,6 mlr m<sup>3</sup> (%84,7'si boru hattı) ile Rusya olurken, bunu 136,6 mlr m<sup>3</sup> (%94,3'ü LNG) ile Orta Doğu ülkeleri takip etmektedir. Diğer yandan, 2019'da Avrupa ülkeleri 353,3 mlr m<sup>3</sup> ile dünyada en yüksek doğal gaz ithalat hacmine sahip bölge konumundadır. Avrupa Bölgesi toplam doğal gaz ithalatının %53'ünü Rusya ile gerçekleştirmiştir.

Üretimin ve tüketimin hızla artması sonucunda, doğal gaz daha kolay bulunabilir ve fiyatı daha rekabetçi olarak belirlenen bir emtia konumuna gelmiştir. Doğal gaz fiyatının dünya piyasalarında 2012'de 350-550 \$/bin Sm<sup>3</sup> seviyelerinden 2019 yılında 100-220 \$/bin Sm<sup>3</sup> seviyelerine düşmesi, doğal gaz kullanımını yenilenebilir enerjinin yanında daha ekonomik ve yaygın hale getirmesi beklenmektedir.

### 3.2. Türkiye Doğal Gaz Sektörü

Türkiye'nin 2020 Ocak-Kasım döneminde önemli bir kısmı TPAO tarafından gerçekleştirdiği toplam doğal gaz üretimi 410 mn Sm<sup>3</sup> (2019 Ocak-Kasım: 435 mn Sm<sup>3</sup>) olup, toplam tüketimin sadece %1'ini karşılamaktadır. Yurt içi rezerv ve üretim miktarlarının düşük düzeylerde olması nedeniyle Türkiye doğal gaz ihtiyacını ithalat ile karşılamaktadır.

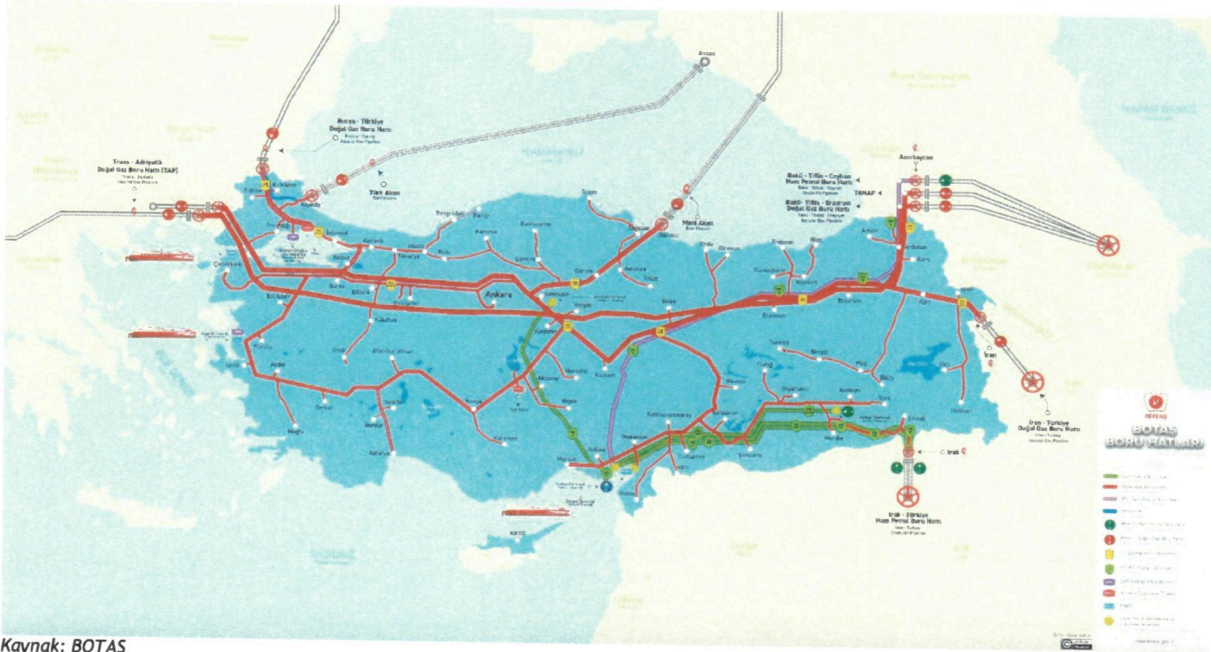
Şekil 27: Rakamlarla Doğal Gaz Piyasası (mn Sm<sup>3</sup>), 2020\*

Üretim	İthalat	Yurt İçi Satış (Tüketim)	İhracat	Toplam Arz (Üretim + İthalat)	Toplam Talep (Yurt İçi Satışlar + İhracat)
410	41.866	41.910	518	42.276	42.428

Kaynak: EPDK, \*Ocak-Kasım Dönemi

Türkiye'nin 2020 Ocak-Kasım döneminde toplam doğal gaz tüketimi 2019 yılının aynı dönemine göre %5,7 artarak 42 mlr Sm<sup>3</sup> seviyesinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Türkiye'nin ithalatı ise artan talebe bağlı olarak %5,2 artış göstermiştir. 2020 Ocak-Kasım döneminde toplam tüketimin %98,6'sı boru gazı, %1,0'ı LNG, %0,4'ü CNG, %0,04'ü ise Oto CNG ile karşılanmıştır.

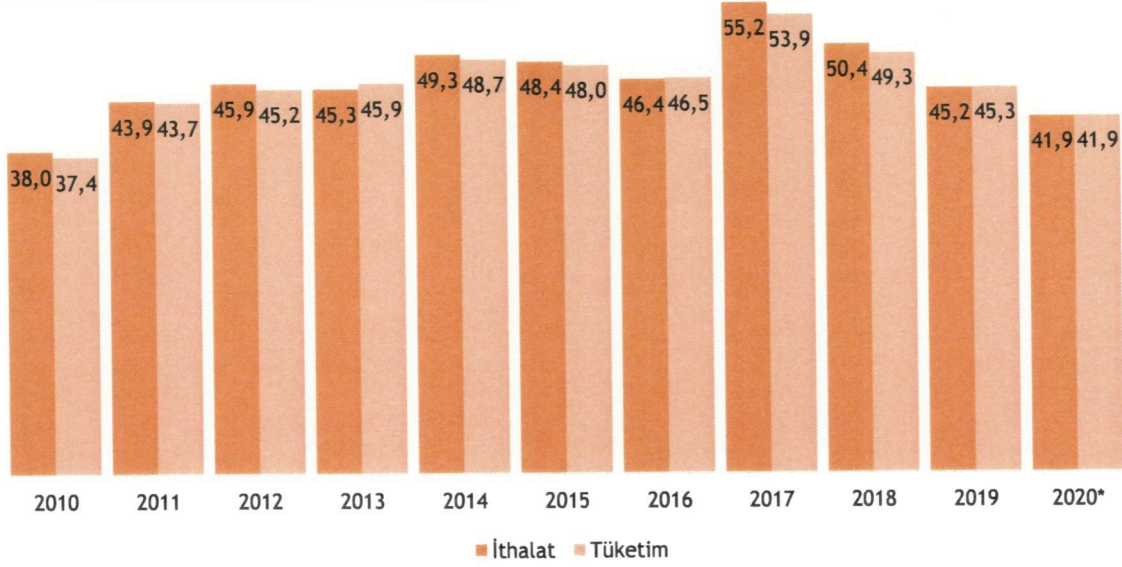
Şekil 28: Doğal Gaz ve Petrol Boru Hatları Haritası



Kaynak: BOTAŞ

Türkiye'de 2019 sonu itibariyle BOTAŞ ana iletim hatları toplam uzunluğu 18.311 km (2018: 16.887) olup, toplam 81 ilde 550 ilçe ve yerleşim yerine doğal gaz arzı sağlanmaktadır.

Şekil 29: Türkiye Doğal Gaz Piyasası, (mlr Sm<sup>3</sup>), 2010-2020\*



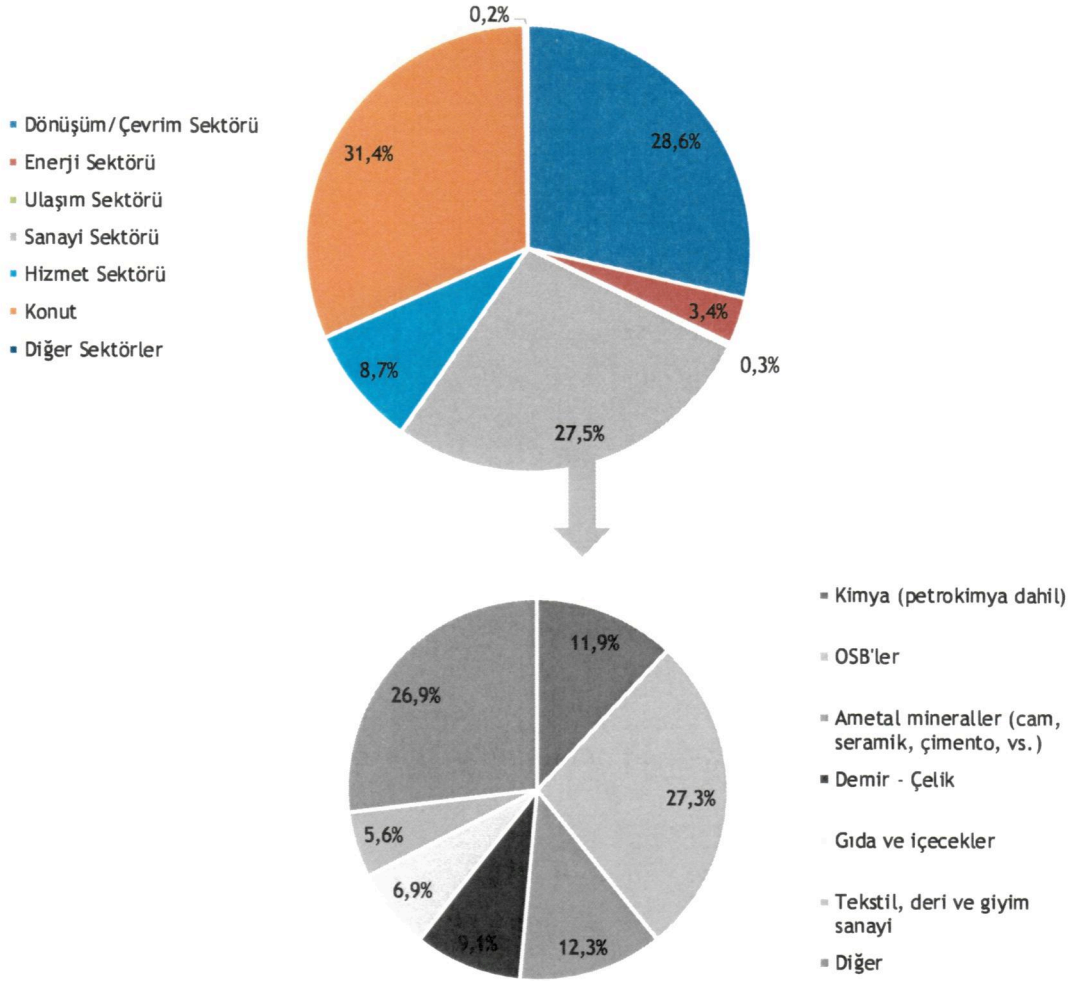
Kaynak: EPDK, \*Ocak-Kasım 2020 Dönemi

Türkiye doğal gaz ithalatını boru hatları ve LNG ile gerçekleştirmektedir. Boru hatlarıyla doğal gaz ithalatı için Türkiye'nin 3 farklı ülkeden uzun dönemli doğal gaz alım anlaşmaları bulunmaktadır. 1986 yılında Rusya ile imzalanan ilk alım anlaşmasının ardından artan talebin karşılanması için Rusya ve İran'dan doğal gaz alımına devam eden Türkiye, 2001 yılında imzalanan anlaşma ile 2007'den itibaren Azerbaycan'dan da doğal gaz alımına başlamıştır.

Türkiye, boru hattı bağlantısı olmayan ülkelere doğal gaz alımını LNG şeklinde yapmaktadır. LNG, doğal gaz iletiminin boru hatları ile teknik açıdan mümkün olmaması veya ekonomik açıdan zor olması durumlarında kullanılmaktadır. LNG ile doğal gaz -162° C'ye kadar soğutulmuş sıvılaştırılıp, hacmi 600 kata kadar küçültülerek özel olarak imal edilmiş deniz tankerleri ile taşınmaktadır. Yapılan uzun dönemli anlaşmalarla beraber BOTAŞ tarafından 1994 yılından itibaren Cezayir'den, 1999 yılından itibaren Nijerya'dan LNG alımına başlanmıştır.

2020 Ocak-Kasım dönemi itibarıyla, doğal gaz ithalatının büyük kısmı (%32,7) Rusya'dan karşılanırken, onu sırasıyla %24,6 ile Azerbaycan, %12,0 ile Cezayir ve %10,1 ile İran izlemektedir.

Şekil 30: Sektörlere Göre Doğal Gaz Tüketim Miktarlarının Dağılımı, 2020\*



Kaynak: EPDK, Ocak-Kasım 2020 Dönemi

Türkiye’de doğal gaz tüketiminin sektörel dağılımına bakıldığında, Ocak-Kasım 2020 dönemi verilerine göre, konut sektörü %31,4 ile tüketimde en yüksek paya sahipken, bunu %28,6 ile dönüşüm/çevrim sektörü, %27,5 ile başta sanayi sektörü olmak üzere hizmet sektörü izlemektedir. Sanayi sektöründe ise en yüksek doğal gaz tüketimi %27,3 ile OSB’lerde, %12,3 ile ametal mineraller (cam, seramik, çimento, vb.) sektöründe gerçekleşmiştir.

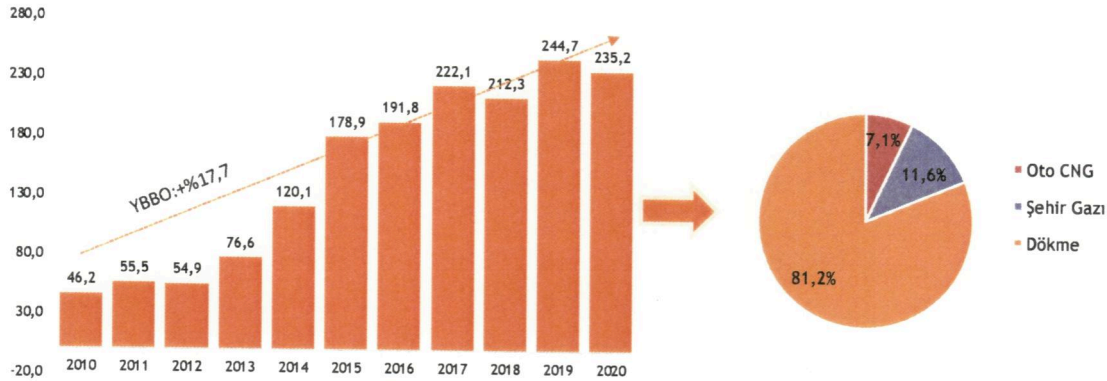
### 3.2.1. Türkiye’de Sıkıştırılmış Doğal Gaz (CNG)

CNG lisansı sahibi şirketler, kuyu başı, ulusal iletim şebekesi veya şehir içi dağıtım sisteminden, tedarikçilerden satın aldıkları doğal gazın, sıkıştırılmasını, basınçlı kaplara doldurmasını ve satışını gerçekleştirmektedir. Bu şirketler sıkıştırılmış haldeki doğal gazın, özel vasıtalarla şehirlerarasında taşınmasını ve iletim şebekelerinin ulaşmadığı yerlerde basıncının düşürülerek satılmasını sağlamaktadır. CNG, boru hatlarının ulaşmadığı bölgelerde sanayi kuruluşları, turizm ve hizmet sektörleri tarafından kullanılmasının yanı sıra motorlu araçlarda da yakıt olarak kullanılabilir.

2020 Kasım ayına kadar yayınlanan EPDK raporları ve Şirket’in şifahi olarak piyasadan elde ettiği verilere göre, Türkiye doğal gaz piyasasında tüketimin sadece %0,5’ini oluşturan Sıkıştırılmış Doğal Gaz (CNG)’nin 2020 yılında lisans sahipleri tarafından nihai tüketiciye 235,2 m<sup>3</sup> satışı gerçekleştirilmiştir. Bu rakam 2019 yılına göre %3,9 düşüşe işaret ederken, son 10 yıllık bileşik büyüme oranı %17,7’dir.

2020'deki 235,2 mn m<sup>3</sup>'lük CNG satışının %81,2'si dökme olarak gerçekleşirken, %7,1'i Oto CNG, geriye kalan %11,6's ise Şehir Gazı faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır.

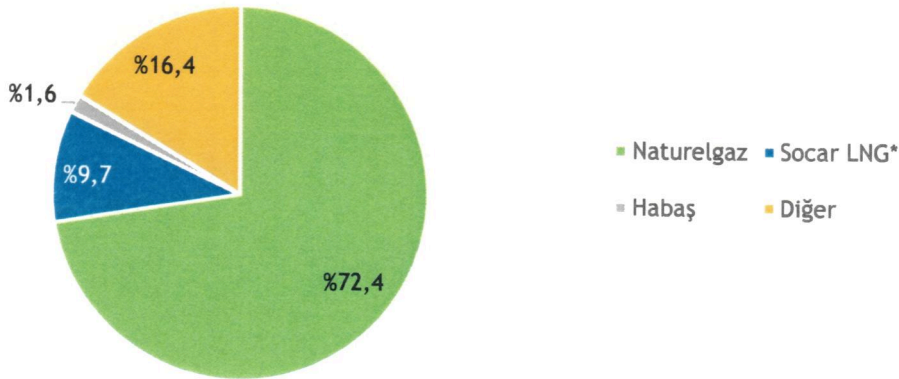
**Şekil 31: CNG Satış Miktarları (mn Sm<sup>3</sup>), 2010-2020; CNG İş Kolları Dağılımı, 2020**



Kaynak: EPDK Aylık Sektör Raporları, Şirket

Doğal gaz iletiminin, sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller, ısınma ihtiyacı olan kurumlara CNG taşıma üniteleri vasıtası ile sağlanması Dökme CNG olarak tanımlanırken, kurulmuş CNG istasyonlarından çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden satış yapılması faaliyeti ise Oto CNG olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca "Şehir Gazı" ile ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi sağlanırken, kuyularda atıl olarak kalan doğal gaz da CNG sistemi ile değerlendirilebilmektedir.

**Şekil 32: CNG Pazar Payları, 2020**



Kaynak: EPDK Aylık Sektör Raporları, Şirket, \* Socar LNG'nin satışları, Naturelgaz'a devrin gerçekleştiği 30.10.2020 tarihine kadar yaptığı satışlar olup yılın kalan dönemindeki satış Naturelgaz satışı içinde gösterilmiştir.

Yine Ocak-Kasım 2020 EPDK aylık raporları ve Şirket'in şifahi olarak piyasadan elde ettiği verilere göre 2020 yılında gerçekleştirilen toplam CNG satışlarının (Oto CNG dahil) %72,4 pay ile önemli bölümünü Naturelgaz yaparken, bunu %9,7 ile Socar LNG izlemektedir. 2020 Aralık ayı itibarıyla Socar LNG birleşmesi tamamlanmış olup, birleşme ile birlikte Şirket'in önümüzdeki dönemde pazar payını ve buna bağlı olarak da sektördeki hâkimiyetini daha da artırması öngörülmektedir.

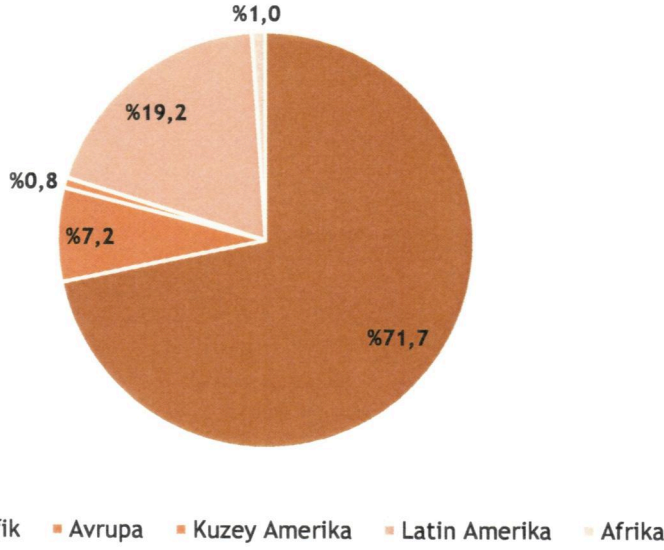
### 3.3. Dünya'da ve Türkiye'de Oto CNG

Doğal gaz; dünyanın en temiz yanan hidrokarbonu olup diğer fosil yakıtlardan farklı olarak yanması kül kalıntısı ve kükürt oksit üretmezken, önemsiz miktarda azot üretmektedir. Çevresel ve ekonomik avantajları göz önünde bulundurulduğunda, dünyada doğal gazlı araçlara olan talep de artmaktadır.

NGV Global verilerine göre, 2019 sonu itibarıyla, dünya üzerinde doğal gazlı araç sayısı 28,5 mn iken, CNG istasyon sayısı ise 33,4 bin düzeyindedir. Dünya üzerinde doğal gazlı araçların %71,7'si Asya

Pasifik bölgesinde bulunurken, Latin Amerika ise %19,2 ile ikinci sırada yer almaktadır. Ülke bazında ise sıralamada Çin, İran ve Hindistan ön plana çıkmaktadır.

**Şekil 33: Doğal Gazlı Araç Sayısının Bölgelere Göre Dağılımı, 2019**



Kaynak: NGV Global

Özellikle Avrupa’da doğal gazlı araç kullanımı artmaktadır. NGVA Europe verilerine göre, 2019 yılsonu itibarıyla Avrupa’da toplam 3.732 adet CNG, 249 adet LNG istasyonu bulunmaktadır. CNG istasyonlarının 1.315’i İtalya’da, 841’i Almanya’da yer almaktadır. Çevresel ve ekonomik faktörlerin yanı sıra AB çevre düzenlemeleri çerçevesinde Avrupa’da 2030 yılına kadar CNG istasyon sayısının 10.000’e ulaşması beklenirken, 1,3 mn adet olan doğal gazlı binek araç sayısının 2030’da 12,6 mn adede çıkacağı öngörülmektedir. Ayrıca aynı dönemde doğal gazlı otobüs sayısının 7 kat, ticari araç sayısının 21 kat, ağır vasıta sayısının ise 112 kat artması hedeflenmektedir.

## 4. Değerleme

### 4.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) tamamı dikkate alınmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Bu raporda, Şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla *Pazar Yaklaşımı* kapsamında "Çarpan Analizi" ve *Gelir Yaklaşımı* kapsamında ise "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)" yöntemlerine yer verilmiştir.

#### 4.1.1. Çarpan Analizi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları ile Şirket için hesaplanan çarpanlar karşılaştırılarak Şirket değeri belirlenmektedir. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

#### 4.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılarak, hesaplanan tahmini nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirme tarihine indirgenmesi sonucunda varlığın bugünkü değerine ulaşılmakta ve bu değere net nakdin/borcun eklenmesi/çıkarılması ile özsermaye değeri belirlenmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM)



kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

#### 4.1.3. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Vakıf Yatırım olarak yapmış olduğumuz değerlendirme çalışmasında aşağıdaki temel veriler ve varsayımlar kullanılmıştır.

- Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2018, 2019, 2020 mali yılları için düzenlenen Bağımsız Denetimden Geçmiş konsolide finansal tablolar kullanılmıştır.
- Türkiye'de CNG ürünü pazarının lideri olan Şirket, LNG iş kolunda da faaliyetlerini artırmak istemektedir. Bu doğrultuda Şirket, Socar LNG'nin hisselerinin tamamını almak için gerekli adımları atmış olup, Socar Türkiye LNG Satış A.Ş. ve Socar LNG'nin %100 hissedarı Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş.'nin malvarlığını tüm aktif ve pasifleri ile birlikte devralmak sureti ile Socar LNG ve Naturel Doğal Gaz ile Şirket bünyesinde 23.12.2020 tarihinde birleşmiştir. Birleşme ile beraber, LNG operasyonlarının yanı sıra Naturelgaz'ın bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ve 6 adet Oto CNG istasyonu daha katılmıştır. Hisse devir işlemleri 2020 yılsonu itibarıyla tamamlandığı için değerlendirme çalışmamızda Socar LNG'nin de katkısı (özellikle Dökme CNG ve LNG iş kollarında) değerlendirilmiş olup, aynı şekilde bu birleşme sonucu bilanço üzerinde oluşan maliyetin finansman etkisi ve önümüzdeki dönemlerde getireceği operasyonel maliyetler de dikkate alınmıştır.
- Şirket, 2018 yılında Kamerun'un Douala kentinde gaz üretim lisansına sahip olan ve 2013 yılından bu yana gaz üretim ve dağıtım faaliyeti yürüten Gaz du Cameroun (GdC) ile şehrin bir tarafına CNG ile doğal gaz dağıtımını yapmak üzere iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Şirket'in, Covid-19 salgını nedeniyle henüz operasyonlarına başlayamamış olması nedeniyle söz konusu iş kapsamında değerlemeye herhangi bir katkı öngörülmemiştir.
- Şirket'in kuyu faaliyetlerinden oluşan gelirler ile tüp tipi kiralama faaliyetlerinden oluşan hizmet gelirleri, ileriye dönük enflasyon ve kur beklentileri ile CNG pazarındaki büyüme beklentileri göz önünde bulundurularak gelir projeksiyonlarına yansıtılmıştır.
- Şirket'in hasılatında önemli paya sahip olan dökme gaz operasyonlarında önümüzdeki yıllarda da dökme doğal gaz pazarındaki hâkim durumunun süreceği ve pazar payını koruyarak belli bir miktar artıracığı öngörülmüştür.
- Boru hatlarının daha geniş bölgelere yayılması Şirket'in ana iş kolları itibarıyla satışları üzerinde olumsuz etki yaratabilir. Bu nedenle yaptığımız değerlendirme çalışmasında Şirket'in gelir yaratma potansiyelinde hacim artışı makroekonomik büyüme tahminlerine, enflasyona bağlı fiyat tahminlerine, yeni bölgelerde yapılacak tesis yatırımları ile gerçekleşecek büyüme tahminlerine ve bu dönemde boru hattı bağlantısı sebebi ile kaybedilecek müşteri tahminlerine dayandırılmıştır. Bu bağlamda Şirket'in ikinci en önemli operasyon kolu olan Şehir Gazı operasyonlarının, özellikle yeni imzalanan anlaşmalar ve ilçelerdeki büyümeler de dikkate alınarak genişleyeceği öngörülmüş olup boru hatlarının genişlemesinin potansiyel olumsuz etkileri de göz önünde bulundurulmuştur.
- Diğer yandan, Şirket'in yüksek oranda regüle edilen bir sektörde faaliyet göstermesi olası regülasyon değişikliklerine bağlı olarak gelirler üzerinde olumlu/olumsuz etkide bulunabilir.

#### 4.1.4. Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

Şirket'in finansal yapısını ve operasyonlarını göz önünde bulundurarak, bu değerlendirme yöntemi kapsamında "FD/FAVÖK", "FD/Satışlar", "F/K" ve "PD/DD" gibi çarpanların hangilerinin kullanılabilirliği yönünde bir değerlendirme yapılmıştır. Bu süreçte ise doğal gaz sektöründe faaliyet gösteren uluslararası benzer şirketlerin son 12 aylık verileri baz alınarak hesaplanan değerlendirme çarpanları incelenmiştir.

**FD/Satışlar** - Genellikle ciro yaratma kapasitesinin önemli olduğu perakende ve hızlı tüketim sektörlerinde faaliyet gösteren şirket değerlemelerinde kullanılan bir değerlendirme parametresidir. Naturelgaz'ın ciro oluşum mekanizması incelendiğinde fiyatlama mekanizmasının ciro oluşumunda önemli bir unsur olduğu görülmektedir. Buna göre Şirket'in BOTAŞ gaz alım maliyetlerini doğrudan fiyatlarına yansıtması nedeniyle BOTAŞ gaz alım maliyet kalemindeki artışın hem maliyetleri hem de hasılatı aynı anda artırması söz konusudur. Dolayısıyla maliyet tarafındaki veya BOTAŞ fiyatlama mekanizmasındaki değişiklikler şirketin satış gelirlerinde fiktif dalgalanmalar yaratabilmektedir. Yukarıda belirtilen nedene ek olarak, ülke bazında değişkenlik gösterebilecek regülasyon ve rekabet koşullarının çarpan analizinde kullandığımız şirketlerin satış gelirleri üzerinde fiktif etkiler yaratabileceği göz önünde bulundurulurken FD/Satışlar çarpanı değer tespitinde dikkate alınmamıştır.

**F/K** - Şirketlerin finansal performanslarını baz alan göstergeler arasında en çok dışsal etkiye (ülkelerin veya şirketlerin tabi olduğu vergisel mevzuat farklılıkları, ülkelerin faiz hadleri ve şirketlerin borçlanma imkanları, kur rejimleri ve ülke para birimlerinin yabancı paralara karşı dalgalanma boyutları, tek sefere mahsus gelirler ve giderler vs) maruz kalan bir çarpandır ve bu nedenle farklı ülkeler için yapılan karşılaştırmalarda çok dikkatli olunması, aynı ülkede faaliyet gösteren şirketler olduğunda dahi yukarıdaki dışsal etkilerin düzeltilerek bakılması gerektiğini değerlendiriyoruz. Bunun yanında teorik F/K çarpanının endüstri yaşam eğrisinde daha bir olgunluk dönemindeki şirketleri karşılaştırmak için uygun olduğunu düşünüyor, Türkiye'de taşınmalı doğal gaz ve CNG alanında lider olsa da dökme gaz dışında faaliyet gösterdiği diğer iş kollarında hala yüksek gelişme ve büyüme potansiyeli bulunan Naturelgaz örneğindeki gibi büyüme ve gelişme dönemindeki şirketler için doğrudan F/K bazlı karşılaştırmanın doğru olmayacağı görüşündeyiz. Çalışmamızda bu nedenle F/K bazlı bir değerlendirme analizine gidilmemiştir.

**PD/DD** - US GAAP ve IFRS gibi muhasebe yöntemlerindeki farklılıklar, farklı varlık değeri hesaplamalarına neden olarak ülkeden ülkeye defter değeri karşılaştırması hesabını zorlaştırmaktadır. Enflasyon ve teknolojik değişimler de varlıkların defter ve piyasa değerlerinin önemli ölçüde farklılık göstermesine neden olabilmektedir. Bu nedenle defter değerinin, hissedarların yatırımlarının değerinin doğru bir ölçüsü olmadığı, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanının daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırmasına uygun olduğu değerlendirilmiş ve PD/DD çarpanına da çalışmada yer verilmemiştir.

**FD/FAVÖK** - Söz konusu çarpan, şirketlerin dışsal etkenlerden arındırılmış, büyümenin finansmanı için gerekli yatırım harcamalarına ve borçların geri ödenebilmesi için lazım olacak nakit akımlarını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle dünyada en çok kullanılan değerlendirme parametrelerinden birisidir. Paydasında yer alan FAVÖK aynı zamanda şirket nakit akımlarına yönelik bir gösterge sağlamakta bu sayede bir nevi nakit akımı bazlı yapılan değerlendirme çalışmalarının sağlaması olarak kullanılmaktadır. Bu nedenle benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

**Yurt içi benzer şirket analizi** - Yurt içinde ana faaliyet konusu CNG taşıması/dağıtımı ve/veya ticareti olan halka açık statüde bir şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte Naturelgaz'ın benzer şirketi olarak değerlendirilebilecek AYGAZ'ın ana iş kolu LPG ticaretidir ve Aygaz halka açık olmayan iştiraki aracılığıyla sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) satışı ve iletimi faaliyetleri de gerçekleştirmektedir. 2019 yılı toplam hasılatı 10,2 milyar TL olan AYGAZ'ın LNG satışından elde ettiği ciro 180 mn TL olup, LNG satışlarının toplam hasılat içindeki payı %1,8 ile Şirket'in ana faaliyeti olan LPG satış ve dağıtımından elde edilen gelirlerin oldukça altında kalmaktadır. Dolayısıyla Aygaz, satışları içinde LNG satışının önemli bir yer tutmaması nedeniyle çarpan analizine dâhil edilmemiştir.



#### 4.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemine Göre Şirket Değeri

##### 4.1.5.1. Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışmasında kullanılan varsayımlar, Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş finansal verilerini ve gelecek yıllara ilişkin beklentileri yansıtabacak şekilde oluşturulmuştur. İNA modelinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

**Şekil 35: Değerlememize Baz Teşkil Eden Sektör Tahminleri**

Sektör	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Türkiye Toplam CNG Satış Hacmi (mn Sm <sup>3</sup> )*	212,3	244,7	235,2	259,4	274,9	291,4	308,8	327,3	346,9	367,7	389,7	413,1	437,8
Büyüme(%)		15,2	-3,9	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Türkiye Dökme CNG Satış Hacmi (mn Sm <sup>3</sup> )	185,7	203,0	191,0	206,0	215,3	227,9	242,5	257,9	274,2	291,4	310,1	329,8	350,7
Büyüme(%)		9,3	-5,9	7,9	4,5	5,9	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3
Türkiye Şehir Gazı CNG Satış Hacmi (mn Sm <sup>3</sup> )	3,5	16,6	27,4	36,3	42,2	45,7	48,0	50,5	53,0	55,8	58,1	60,5	63,0
Büyüme(%)		374,3	65,1	32,5	16,3	8,1	5,1	5,1	5,1	5,1	4,1	4,1	4,1
Türkiye LNG Satış Hacmi (mn Sm <sup>3</sup> )	600,1	504,6	463,3	452,9	445,0	439,5	436,2	435,2	436,3	439,6	445,1	452,9	463,1
Büyüme(%)		-15,9	-8,2	-2,2	-1,7	-1,2	-0,7	-0,2	0,3	0,8	1,3	1,8	2,3
Türkiye Oto CNG Satış Hacmi (mn Sm <sup>3</sup> )	23,2	25,2	16,8	17,0	17,4	17,8	18,3	19,0	19,7	20,6	21,6	22,8	24,1
Büyüme(%)		-15,9	-8,2	-2,2	-1,7	-1,2	-0,7	-0,2	0,3	0,8	1,3	1,8	2,3

Kaynak: EPDK, Şirket, Vakıf Yatırım, \*Oto CNG satışları dahil

##### Satışlar:

Şirket'in ileriye dönük satış tahminlerinin hesaplanmasında "yukarıdan aşağı yaklaşımı ("Top-Down approach")" kullanılarak ilk önce Türkiye CNG Pazarına istinaden tahminler oluşturulmuştur. Sektör raporlarında Türkiye dökme CNG satış hacimlerinin ayrı olarak açıklanmamasından dolayı geçmiş yıllar ve önümüzdeki dönemler için Türkiye Dökme CNG satış hacimleri, toplam CNG sektörü satış hacimlerinden Oto CNG ve Şehir Gazı CNG satış hacimlerinin çıkartılması suretiyle hesaplanmıştır. Şirket'in önümüzdeki dönemler için pazar payları ve satış hacimleri tahminleri oluşturulurken ayrı ayrı Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve Türkiye LNG pazarlarının büyüklükleri dikkate alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Türkiye CNG pazarına ilişkin ileriye dönük tahminler oluşturulurken, projeksiyon dönemindeki ortalama büyüme oranının, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak TCMB'nin uzun dönemdeki GSYH büyüme rakamı olan %6'ya yakınsayacağı varsayılmıştır. Bu bağlamda, yapılan çalışmada 2021-2030 döneminde toplam CNG pazarının yıllık bileşik büyüme oranının %6,0 olacağı varsayılmıştır. Aynı dönem için, Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG pazarlarının yıllık bileşik büyüme oranlarının ise sırasıyla, %6,1, %6,3, %3,9 ve %0,2 olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in geçmiş yıllardaki pazar payları, 31 Aralık 2020 itibarıyla son 12 aydaki satış hacimleri, Socar LNG satın alması ile birlikte özellikle Dökme CNG ve LNG iş kollarında kazanılan satış hacimleri ve pazar payları ve Şirket'in geleceğe yönelik beklentileri de dikkate alınarak ana faaliyetleri olan Dökme, Şehir, Oto gaz ve yeni kazanılan LNG faaliyetlerine yönelik önümüzdeki 10 sene için Pazar payı tahminleri oluşturularak Şirket'in ileriye yönelik satış hacmi projeksiyonları oluşturulmuştur.

- Dökme Gaz operasyonları için ileriye yönelik pazar payı tahminleri oluşturulurken, Şirket'in halihazırda hâkim pazar konumuna sahip olduğu ve Socar LNG satın almasının pazar payı (2020 Socar LNG Dökme CNG Pazar Payı: %13,9) ve satış hacmi olarak önümüzdeki dönemde operasyonel performansa pozitif yansıyacağı değerlendirilmiştir. Bu bağlamda 2020 yılı pazar

payı tahmini yapılırken hem Naturelgaz'ın son 5 yıl ortalama pazar payı hem de Socar LNG'nin son 4 yıllık ortalama pazar payı dikkate alınarak Naturelgaz'ın geçmiş yıllardaki pazar hakimiyetinin daha da güçleneceği değerlendirilmiş olup 2021-2030 döneminde Şirket'in Dökme CNG ortalama pazar payının %86,6 seviyelerinde olacağı öngörülmüştür. Mükerrer hesaplama olmaması için Naturelgaz'ın geçmiş ortalama Dökme CNG pazar payı değerlendirilirken, 2020 pazar payı için son 2 ayda Socar LNG birleşmesiyle kazanılan Dökme CNG satış hacimleri ayrı tutulmuştur. Pazar payındaki gelişmelere bağlı olarak projeksiyon döneminde Naturelgaz'ın Dökme CNG satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranının %6,2 olacağı tahmin edilmektedir.

- Şehir Gazı operasyonları için ileriye yönelik pazar payı tahminleri oluşturulurken ise, Şirket'in son 12 ayda gerçekleştirdiği satışlar ve potansiyel yeni iş kazanımları yanında, satışlardaki mevsimsellik, boru hatların genişlemesi ve küresel ısınmanın etkileri de göz önünde bulundurulmuştur. Bu bağlamda, 2021-2030 döneminde, toplam Şehir Gazı CNG pazarında, Şirket'in Şehir Gazı ortalama pazar payının %86,9 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörüldükçe, satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranının %6,5 olması beklenmektedir.
- Şirket'in Oto CNG operasyonları için ileriye dönük pazar payı tahminleri oluşturulurken, son 12 ayda gerçekleşen satış hacimleri ve cironun yanında diğer alternatif araç yakıt pazarlarındaki büyüme (LPG, elektrikli araçlar vs.) beklentilerine paralel olarak teknolojik değişim ve yeni oyuncuların pazara girmesi gibi risklerin oto CNG pazarına negatif etkileri de göz önünde bulundurulmuştur. Aralık 2020 itibariyle Socar LNG satın alma işlemi tamamlanmış olup Şirket bünyesine 6 adet yeni Oto CNG istasyonu daha kazandırılmış olup ileriiki dönemlerdeki Oto CNG tahminleri oluşturulurken Socar LNG'den gelecek olan Pazar payı ve satış hacmi katkısı da göz önünde bulundurulmuştur. Mükerrer hesaplama olmaması için Naturelgaz'ın geçmiş ortalama Oto CNG pazar payı değerlendirilirken, 2020 pazar payı için son 2 ayda Socar LNG birleşmesiyle kazanılan Oto CNG satış hacimleri ayrı tutulmuştur. Şirket ayrıca Şubat 2021 itibariyle Petrol Ofisi ile işbirliği anlaşması imzalamış olup, Petrol Ofisi'nin 12 istasyonunda kendi markası altında Oto CNG satışı gerçekleştirecek olup, bu işbirliğinin de önümüzdeki dönemdeki Oto CNG satışlarına pozitif yansıtacağı değerlendirilmektedir. Tüm bu gelişmeler çerçevesinde, Şirket'in Oto CNG faaliyetleri kapsamında 2021-2030 döneminde ortalama pazar payının %42,9 seviyelerinde olacağı öngörüldükçe, satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranının %4,5 olacağı tahmin edilmektedir.
- Aralık 2020 itibariyle Socar LNG satın almasının tamamlanması neticesinde Socar LNG'ın LNG işi de devralınmış olup, Socar LNG'nin sahip olduğu önemli büyüklükteki araç ve ekipmanlara da sahip olarak Şirket bünyesine katılan LNG tanker ve tankları ile LNG ürününü de Türkiye genelinde müşterilere sunabilecek duruma gelmiştir. Naturelgaz'ın önümüzdeki dönemlerdeki LNG ürünü için pazar payları tahminleri oluşturulurken Socar LNG'nin geçmiş 3 yıldaki pazar payı ve Naturelgaz'ın 2020 yılındaki kendi LNG ürünü pazar payı dikkate alınmıştır. Ayrıca mükerrer hesaplama olmaması adına Naturelgaz'ın geçmiş LNG pazar payı değerlendirilirken, 2020 pazar payı için son 2 ayda Socar LNG birleşmesiyle kazanılan LNG satış hacimleri ayrı tutulmuştur. Şirket'in LNG faaliyetleri kapsamında 2021-2030 döneminde ortalama pazar payının %2,3 seviyelerinde olacağı öngörüldükçe, satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranının %5,9 olacağı tahmin edilmektedir.
- Şirket'in kuyu faaliyetlerinden oluşan gelirler ile tüp tipi kiralama faaliyetlerinden oluşan hizmet gelirleri için ileriye dönük tahminler oluşturulurken ileriye dönük enflasyon ve kur beklentileri ile CNG pazarındaki büyüme beklentileri göz önünde bulundurulmuştur. Hizmet gelirlerinde de 2021-2030 döneminde yıllık bileşik büyüme oranının %5,9 olacağı tahmin edilmektedir.

İleriye yönelik hasılat tahminlerinde kullanılan satış fiyatı varsayımlarında ise ana unsur olarak Şirket'in gaz maliyeti öne çıkmaktadır. Gaz maliyeti hesaplamasında BOTAŞ'tan doğal gaz alım maliyetlerinin üzerine ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri (LNG ürünüde bu ürün doğrudan Egegaz ve BOTAŞ terminallerinden temin edildiği için sistem kullanım bedeli uygulanmamaktadır) yansıtılarak

Şirket'in doğal gaz maliyeti hesaplanmıştır. BOTAŞ doğal gaz alım maliyetleri hesaplanırken hem sektör dinamiklerini hem de kurlardaki etkileri de çalışmaya yansıtmak adına geçmiş ve mevcut dönemlere ait BOTAŞ tarifeleri, Dünya Bankası (World Bank) ve Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin ileriye yönelik dolar bazında küresel doğal gaz fiyatı tahminleri ve önümüzdeki dönemde kurlarda meydana gelebilecek değişimler dikkate alınmıştır. ÖTV için tahmin aralığında bir değişiklik öngörülmezken sistem kullanım maliyetlerinin yıllar içerisinde enflasyon oranında artacağı öngörülmektedir. Şirket gaz maliyetini "pass through" bir şekilde belirli bir marj ekleyerek müşterilerine yansıtmaktadır. Şirket'in her faaliyet kolu için geçmiş yıllardaki fiyat marjı oluşumları incelenerek EPDK'nın hane halkı ve sanayi kullanıcıları için açıkladığı nihai tüketici fiyatları da dikkate alınmış ve gelecek dönemler için satış fiyatları tahminleri oluşturulmuştur. Enflasyon ve kur tahminleri oluşturulurken TCMB'nin beklentileri göz önünde bulundurulmuştur. Şirket'in yüksek oranda regüle edilen bir sektörde faaliyet göstermesi olası regülasyon değişikliklerini de beraberinde getirebileceği için ileriki dönemlerde ek vergiler ve düzenlemeler ile Şirket'in marjlarına sınırlamalar gelebilir. Değerleme çalışmasında regülasyon değişikliğine bağlı olumsuz bir durumla karşılaşmayacağı varsayılmıştır.

Öngörülen satış hacimleri ve satış fiyatları kullanılarak Şirket'in önümüzdeki 10 yıllık gelir projeksiyonları her bir faaliyet kolu için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Şirket'in 2021-2030 döneminde Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve LNG operasyonlarından gelirlerinin yıllık bileşik büyüme oranlarının sırasıyla %11,6, %17,8, %9,5 ve 9,0 olacağı öngörülmüştür.

### Şekil 36: Naturel Gaz Segment Bazında Gelir Tahminleri

Naturel Gaz	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>Naturel Gaz Satış Hacmi (mn Sm3)</b>	<b>138,4</b>	<b>167,1</b>	<b>173,5</b>	<b>223,7</b>	<b>237,7</b>	<b>252,6</b>	<b>268,3</b>	<b>285,0</b>	<b>302,6</b>	<b>321,4</b>	<b>341,3</b>	<b>362,4</b>	<b>384,8</b>
Büyüme(%)		%20,7	%3,8	%29,0	%6,3	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2
<b>Dökme CNG</b>	<b>130,4</b>	<b>143,4</b>	<b>141,0</b>	<b>177,2</b>	<b>185,5</b>	<b>196,6</b>	<b>209,5</b>	<b>223,1</b>	<b>237,6</b>	<b>252,8</b>	<b>269,4</b>	<b>287,0</b>	<b>305,6</b>
Pazar Payı(%)	%70,3	%70,7	%73,8	%86,0	%86,1	%86,3	%86,4	%86,5	%86,6	%86,8	%86,9	%87,0	%87,1
<b>Şehir Gazı</b>	<b>3,3</b>	<b>16,0</b>	<b>23,6</b>	<b>31,3</b>	<b>36,5</b>	<b>39,5</b>	<b>41,6</b>	<b>43,8</b>	<b>46,1</b>	<b>48,6</b>	<b>50,6</b>	<b>52,8</b>	<b>55,1</b>
Pazar Payı(%)	%95,4	%96,3	%86,3	%86,3	%86,4	%86,6	%86,7	%86,8	%86,9	%87,1	%87,2	%87,3	%87,4
<b>Oto CNG</b>	<b>4,6</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>
Pazar Payı(%)	%20,0	%30,6	%33,5	%41,8	%42,1	%42,3	%42,6	%42,8	%43,1	%43,3	%43,6	%43,8	%44,1
<b>LNG</b>			<b>3,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,9</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>
Pazar Payı(%)				%1,8	%1,9	%2,0	%2,1	%2,3	%2,4	%2,5	%2,6	%2,8	%2,9
<b>Naturel Gaz Toplam Gelirler (mn TL)</b>	<b>244,6*</b>	<b>433,4</b>	<b>453,4</b>	<b>573,8</b>	<b>674,8</b>	<b>756,9</b>	<b>849,5</b>	<b>952,0</b>	<b>1.068,5</b>	<b>1.197,5</b>	<b>1.338,1</b>	<b>1.493,2</b>	<b>1.663,7</b>
Büyüme(%)		%77,2	%4,6	%26,6	%17,6	%12,2	%12,2	%12,1	%12,2	%12,1	%11,7	%11,6	%11,4
<b>Dökme CNG</b>	<b>223,0</b>	<b>365,1</b>	<b>355,6</b>	<b>438,7</b>	<b>483,9</b>	<b>536,6</b>	<b>600,8</b>	<b>671,6</b>	<b>752,8</b>	<b>842,4</b>	<b>942,5</b>	<b>1052,9</b>	<b>1174,8</b>
Büyüme(%)		%63,8	-%2,6	%23,4	%10,3	%10,9	%12,0	%11,8	%12,1	%11,9	%11,9	%11,7	%11,6
<b>Şehir Gazı</b>	<b>7,5</b>	<b>42,3</b>	<b>66,8</b>	<b>90,2</b>	<b>142,2</b>	<b>167,4</b>	<b>191,2</b>	<b>217,9</b>	<b>247,8</b>	<b>281,1</b>	<b>315,1</b>	<b>352,4</b>	<b>393,1</b>
Büyüme(%)		%462,3	%57,8	%35,0	%57,6	%17,8	%14,2	%14,0	%13,7	%13,4	%12,1	%11,8	%11,6
<b>Oto CNG</b>	<b>11,4</b>	<b>22,4</b>	<b>16,8</b>	<b>21,0</b>	<b>23,0</b>	<b>25,2</b>	<b>27,6</b>	<b>30,2</b>	<b>33,0</b>	<b>36,2</b>	<b>39,6</b>	<b>43,4</b>	<b>47,5</b>
Büyüme(%)		%96,1	-%25,0	%24,8	%9,5	%9,5	%9,5	%9,5	%9,5	%9,5	%9,5	%9,5	%9,5
<b>LNG</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>7,9</b>	<b>17,1</b>	<b>18,5</b>	<b>20,1</b>	<b>21,8</b>	<b>23,7</b>	<b>25,8</b>	<b>28,1</b>	<b>30,8</b>	<b>33,8</b>	<b>37,0</b>

Büyüme(%)	-76,9	%6402,0	%117,2	%8,2	%8,4	%8,5	%8,7	%8,9	%9,2	%9,4	%9,7	%9,7	
Hizmet Gelirleri	2,1	3,4	6,3	6,8	7,2	7,7	8,2	8,6	9,1	9,7	10,2	10,7	11,3
Büyüme(%)	%58,5	%84,2	%8,4	%6,9	%6,4	%5,8	%5,8	%5,8	%5,8	%5,4	%5,4	%5,4	

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım, \*2018 yılındaki boru gazı gelirleri tabloda hariç tutulmuştur.

### Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri:

Şirket'in geçmiş yıllardaki satışlarının maliyetleri incelendiğinde en önemli kalemin doğal gaz alım maliyetleri olduğu görülmektedir. Şirket'in birim doğal gaz maliyeti BOTAS'tan alım maliyetine ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri eklenerek hesaplanmıştır. Ulaşım giderleri, yakıt giderleri ve bakım onarım giderleri gibi maliyet kalemlerinin ileriki dönemlere yönelik projeksiyonları oluşturulurken bu kalemlerin geçmiş yıllardaki ciroya oranları dikkate alınmıştır. Personel giderleri, kira giderleri, sigorta giderleri gibi sabit maliyetler içinse ileriki dönemler için oluşturulan enflasyon ve kur tahminlerindeki artışlar dikkate alınmıştır. Şirket'in mevcut mühendislik kadrosu, teknik ve tesis ekipleri, hâlihazırdaki satışların iş planı çerçevesinde artması durumunda da aynı hizmeti sağlamaya devam edebilecek durumda olup, yeni tesis açılması durumundaki ekip ihtiyacı dışında herhangi bir personel alımı planlanmamaktadır. CNG'li araçların Şirket'in iç operasyonlarında daha fazla kullanılmasıyla yakıt maliyelerinin azacağı öngörülmektedir, Şirket iş planı çerçevesinde yeni tesislerin açılması ile mevcuttaki tesislere uzak olan müşteriler için harcanan lojistik giderlerinin de azaltılması planlanmaktadır.

Aralık 2020'de Socar LNG birleşmesinin tamamlanmasıyla beraber Naturel gaz bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolun tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu daha katılmış olup, bunların yanında ayrıca çok sayıda LNG tankerleri, tankları ve ekipmanları da Şirket'e kazandırılmıştır. Socar LNG devralınmasıyla beraber gelecek olan hacim artışı ile CNG ve LNG doğal gaz alım maliyetleri kaleminde yükseliş olacağı öngörülmekte olup, özellikle 2021 yılında bir önceki yıla göre satışların maliyetinde satışlardaki artışa paralel olarak artış yaşanacağı tahmin edilmektedir. Yeni operasyonlarla artan satışlarla beraber ulaşım, bakım&onarım, yakıt giderleri gibi diğer değişken giderlerde de paralel bir yükseliş öngörülmektedir. Birleşme sonucu Naturel gaz'a ek maliyet oluşturabilecek personel giderleri, kira giderleri, sigorta giderleri vb. gibi sabit giderler ise enflasyon ve kurlardaki değişimler de gözetilerek ileriye dönük maliyet tahminlerine yansıtılmıştır.

Bunlara ek olarak Türkiye genelinde hayata geçirilen Periyodik Bakım Projesi ile birlikte çekici, dorse ve CNG ve LNG taşıma ünitelerinin bakım maliyetlerinde de azalma beklenmektedir. Hem Şirket'in gerçekleştirmeyi planladığı teknik ve operasyonel iyileşmelerle hem de önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerinin düşmesi ile birlikte sabit giderlerdeki azalmanın da etkisiyle maliyet kalemlerinin satışlara oranında belirli bir seviyeye kadar kademeli olarak iyileşme yaşanacağı öngörülmektedir.

### Şekil 37: Naturel gaz Satışların Maliyeti ve Faaliyet Gideri Tahminleri

Naturel gaz	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışların Maliyeti (mn TL)	195,4	319,1	334,0	412,8	470,8	526,6	590,1	659,6	738,8	826,3	922,5	1028,8	1144,6
Değişim (%)		%63,3	%4,7	%23,6	%14,0	%11,8	%12,1	%11,8	%12,0	%11,8	%11,6	%11,5	%11,3
Satışlara Oranı (%)	%79,9	%73,6	%73,7	%71,8	%69,7	%69,5	%69,4	%69,2	%69,1	%68,9	%68,9	%68,8	%68,7
Pazarlama Giderleri (mn TL)	26,8	31,3	39,5	43,8	50,0	55,6	61,6	68,4	75,9	84,1	93,1	103,0	114,0
Değişim (%)		%17,0	%26,0	%10,9	%14,2	%11,2	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,6	%10,6	%10,7
Satışlara Oranı (%)	%11,0	%7,2	%8,7	%7,6	%7,4	%7,3	%7,2	%7,2	%7,1	%7,0	%6,9	%6,9	%6,8
Genel Yönetim Giderleri (mn TL)	10,9	12,1	11,3	16,0	18,9	21,4	24,1	27,1	30,2	33,7	37,3	41,4	45,9
Değişim (%)		%11,5	-%7,0	%41,7	%18,6	%13,3	%12,5	%12,3	%11,5	%11,5	%10,9	%10,9	%10,9
Satışlara Oranı (%)	%4,4	%2,8	%2,5	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım





b) Değerleme çalışmasında risk primi olarak Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2030 dönemi boyunca %6 olarak sabit tutulmuştur. Uç değer hesabında ise detay periyodun 100 baz puan altında olacağı varsayılmıştır.

- Beta hesaplaması şu şekildedir:

- Benzer şirketlerin 2 yıllık betaları piyasa değerleri ile ağırlıklandırılarak ağırlıklı ortalama beta hesaplanmıştır.
- Yine benzer şekilde bu şirketlerin borç/özsermaye oranları piyasa değerleri ile ağırlıklandırılarak ağırlıklı ortalama borç/özsermaye oranı hesaplanmıştır.
- Kurumlar Vergisi Oranı çalışmamızda %20 olarak alınmıştır.
- Tüm bu verilerden hareketle aşağıdaki formül ile örnek gruba ait "Beta" başka bir deyişle "Kaldıraçsız (Varlık) Beta" hesaplanmıştır. Söz konusu Varlık Beta rakamı 0,26x'dir.  
$$\text{Beta} = \text{Kaldıraçlı Beta} / (1 + [(\text{Borç Oranı}) * (1 - \text{Vergi Oranı})])$$
- Şirket'in borç/öz sermaye yapısı göz önünde bulundurularak yukarıda hesaplanan varlık betası, kaldıraçlı beta hesaplamak için kullanılmıştır.
- Bu analize göre Şirket için 0,52x (Piyasa Değeri Ağırlıklı: 0,49x) kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Her ne kadar Şirket'in düşük borçluluk yapısı ve iş modeli nedeniyle enerji sektörü hisselerine göre daha düşük bir beta ile değerlendirilmesi gerektiğini düşünsek te muhafazakâr olmak adına Şirket'in en az piyasa portföyü kadar hareket edeceği varsayılmış ve beta 1,0x olarak alınmıştır.

- Öz sermaye maliyeti hesabında, Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM - Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmıştır. Buna göre, öz sermaye maliyetini 2021-2030 dönemi için %19,3, uç değer için %17,3 olarak hesaplıyoruz.

- Borçlanma maliyeti, Şirket'in son açıklanan finansalları üzerinden uzun ve kısa vadeli yerli ve yabancı para bazlı borçları için uygulanan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması alınarak %18-19 civarı tahmin edilmiştir. Buna bağlı olarak uzun vadeli dönemde Şirket'in risksiz faiz oranı üzerinden 2021-2030 dönemi için +590 baz puan, uç değer için +490 baz puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmıştır.

- Kurumlar vergisi, 2021-2030 dönemi için %20,0 olarak baz alınmıştır.

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM), "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti + borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmaktadır. Mevcut durumda Şirket'in borçluluk oranının enerji sektörü ortalamalarının altında olduğu gözlemlenmektedir. Ancak Şirket'in hem yurtdışındaki yeni iş geliştirme projeleri hem de yurt içindeki Şehir Gazı ve Oto Gaz tarafında büyüme hedefleri çerçevesinde uzun vadeli yatırım planları göz önünde bulundurulduğunda, uzun dönemde daha yüksek borçluluk oranlarının oluşabileceğini, bunun da Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nde ve Şirket özsermaye değerinde olumlu etki yaratacağı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, değerlendirme çalışmasında projeksiyon döneminde özsermaye ağırlığının 2021 yılında 2020 yılsonu oranı olan %58,3'e eşit olacağı, ilerleyen dönemlerde ise Şirket'in geçmiş 4 yıllık ortalama özsermaye ağırlığı olan %42,8'e yaklaşacağı tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2021-2030 dönemi için %17,3 civarında (uç değer hesabında ise %15,2) olacağı öngörülmüştür.

- İNA yönteminde sonsuz büyüme oranı, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak %5,0 olarak kullanılmıştır.

### Şekil 39: Naturel gaz İNA Analizi

mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T +
Net Satışlar	573,8	674,8	756,9	849,5	952,0	1068,5	1197,5	1338,1	1493,2	1663,7	1872,6
SMM	412,8	470,8	526,6	590,1	659,6	738,8	826,3	922,5	1028,8	1144,6	1289,8
Brüt Kar	161,0	204,0	230,3	259,4	292,3	329,8	371,2	415,7	464,4	519,1	582,8
Faaliyet Giderleri	59,7	68,9	77,0	85,7	95,5	106,0	117,8	130,4	144,3	159,9	181,1
Faaliyet Karı	101,2	135,1	153,3	173,6	196,8	223,7	253,4	285,3	320,0	359,3	401,6
Amortisman	29,4	31,5	33,7	36,0	38,6	41,4	44,3	47,3	50,5	54,2	64,0
FAVÖK	130,6	166,5	187,0	209,6	235,5	265,1	297,6	332,6	370,5	413,4	465,6
FAVÖK Marjı (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vergi	-22,3	-27,0	-30,7	-34,7	-39,4	-44,7	-50,7	-57,1	-64,0	-71,9	-80,3
İşletme Sermayesi Değişimi	-30,6	-7,9	-3,0	-4,3	-2,5	-7,2	-5,4	-7,7	-9,7	-8,9	-11,0
Yatırım Harcamaları	-28,7	-32,1	-34,1	-36,1	-40,5	-42,7	-44,9	-46,8	-50,4	-56,2	-64,0
Serbest Nakit Akımları	49,1	99,5	119,3	134,5	153,1	170,4	196,7	221,0	246,5	276,5	310,3
AOSM (%)	%17,6	%17,6	%17,5	%17,4	%17,4	%17,3	%17,2	%17,2	%17,1	%17,0	%15,2
İskonto Faktörü	1,1	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5	3,0	3,5	4,0	4,7	4,0
İndirgenmiş Nakit Akımları	42,8	73,9	75,4	72,5	70,5	67,1	66,3	63,8	61,1	58,9	76,8
İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı	652,3										
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	%5,0										
Sonsuz Değer	3.028,1										
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	749,0										
Naturel gaz'ın Firma Değeri	1.401,2										
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç	105,0										
Naturel gaz'ın Piyasa Değeri	1.296,2										

Kaynak: Vakıf Yatırım

### 4.1.5.3. Duyarlılık Analizi

#### Şekil 40: Duyarlılık Analizi

	Risksiz Faiz Oranı (%)					
	11,3%	12,3%	13,3%	14,3%	15,3%	
3,0%	1299,9	1233,6	1172,4	1115,6	1062,9	
4,0%	1369,4	1295,7	1228,0	1165,5	1107,8	
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	5,0%	1453,8	1370,4	1294,3	1224,7	1160,7
6,0%	1558,2	1462,0	1375,1	1296,1	1224,1	
7,0%	1690,8	1577,0	1475,3	1384,0	1301,5	

Kaynak: Vakıf Yatırım

Yukarıdaki analizimizde görüldüğü üzere, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Naturel gaz A.Ş. için 1,3 mlr TL şirket değeri hesaplıyoruz. Ayrıca belirli bir risksiz faiz oranında sonsuz büyüme oranındaki 1 puanlık değişim 56-103 mn TL öz sermaye değerinde değişim yaratırken, belirli bir sonsuz

büyüme oranında risksiz faiz oranındaki 1 puanlık değişim Şirket öz sermaye değerinde 59-97 mn TL değişim yaratmaktadır.

## Sonuç

Naturel gaz'ın halka arz iskontosu öncesi öz sermaye değeri hesaplanırken İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerine eşit ağırlık verilmiş olup tespit edilen öz sermaye değeri 1.121,3 mn TL'dir. Bu öz sermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatının ise 11,21 TL olarak hesaplanmıştır.

### Şekil 41: Değerleme Sonucu

Naturel gaz (mn TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İNA	%50,0	1.296,2
Çarpan Analizi (%100 FD/FAVÖK)	%50,0	946,4
<b>Değerleme Sonucu</b>		<b>1.121,3</b>
<b>Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>11,21</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım

### Şekil 42: Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat

Naturel gaz Halka Arz İskontosu Öncesi Öz sermaye Değeri (mn TL)	1.121,3
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri (mn TL)	849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım

Hesaplanan halka arz öncesi öz sermaye değerine %24,2 iskonto uygulayarak halka arz iskontosu sonrasında Naturel gaz için fiyat belirlenmiştir.

Buna göre 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatının 8,50 TL olmasını makul buluyoruz.

Aşağıdaki tabloda; Naturel gaz için belirlenen Halka Arz Şirket Değeri ("HAŞD") ve bu değere 31.12.2020 tarihli Net Borç tutarının eklenmesiyle hesaplanan Halka Arz Firma Değeri ("HAFD")'nin; İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde yer verilen; 2021 ve 2022 yılları tahmini FAVÖK ile bağımsız denetimden geçmiş en son açıklanan mali tablolarda yer alan verilerden hesaplanan 2020/12 sonu itibarıyla 12 aylık FAVÖK verilerine göre oluşan FD/FAVÖK çarpanları, Çarpan Analizi Yöntemi bölümünde yer alan benzer şirketlere ait çarpanlarla karşılaştırma olanağı sağlamak üzere bilgi amaçlı olarak yer almaktadır.

### Şekil 43: FD/FAVÖK Çarpanı Hesaplaması

FAVÖK (mn TL)		
2020/12 İtibarıyla Son 12 ay	96,2	
2021T	130,6	
2022T	166,5	

FD/FAVÖK Çarpanları	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
HAFD/FAVÖK (2020/12 İtibarıyla Son 12 Ay)	9,93x	8,61x
HAFD/FAVÖK (2021T)	7,31x	6,34x
HAFD/FAVÖK (2022T)	5,73x	4,97x

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket'in halka arzı öncesinde ve sonrasında, hesaplanan halka arz sonrası firma değeri bilgi amaçlı olarak aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

**Şekil 44: Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri Hesabı**

mn TL		Sonuç
Halka Arz İskontosu Öncesi Piyasa Değeri	a	1.121,3
Halka Arz İskontosu	b	%24,2
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	$c=a*(1-b)$	849,9
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	d	100,0
Halka Arz Pay Başına Değer (TL/Pay)	$e=c/d$	8,50
Sermaye Artırım Miktarı (Nominal)	f	15,0
Halka Arz ile Şirket'e Girecek Nakit (Brüt)	$g=e*f$	127,3
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	$h=c+g$	977,2

Kaynak: Vakıf Yatırım

## 5. Ekler

### 5.1. EK 1 - Uluslararası Benzer Şirketlerin Bilgileri

Şirket	Ülke	Net Satışlar (mn \$)	Son 12 Ay		En Son Açıklanan		İş Tanımı
			FAVÖK (mn \$)	Net Kar (mn \$)	Özkaynak (mn \$)	Net Borç (mn \$)	
Suchuang Gas Corporation Limited	Çin	173	24	10	216	-31	Çin'de Jiangsu-Taicang bölgesinde faaliyet gösteren Suchuang Gas, boru hattı üzerinden doğal gaz iletimi ve satışını yapmaktadır.
ENN Energy Holdings Limited	Çin	9.397	1.270	708	4.522	1.742	ENN Energy Holdings, Çin'de doğal gaz dağıtımını yapmaktadır. Holding, gaz iletimi, gaz dağıtım, boru hattı bakımı sağlarken, boru hattı ve taşımalı doğal gazın satışını ve dağıtımını gerçekleştirmektedir.
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd	Çin	101	24	13	171	-10	Şirket'in ana faaliyet konusu taşımalı doğalgaz ticareti olup hanehalkı ve endüstriyel müşterilerin yanında oto CNG alanında da faaliyet göstermektedir.
China Suntien Green Energy Corporation Limited	Çin	1.792	602	192	2.424	3.690	Doğal gaz tedarik hizmetleri sunan şirket, gaz iletimi, gaz dağıtım, gaz sistemi yönetimi, gaz ağı bakımı ve diğer hizmetleri sağlamaktadır.
Shandong Shengli Co., Ltd.	Çin	625	62	21	423	121	Şirket, doğal gaz boru hatları ve doğal gaz kentsel boru hattı ağlarının yatırım, yapımı, işletmesi ve yönetiminin yanı sıra sıvılaştırılmış doğal gazın (LNG) ve sıkıştırılmış doğal gazın (CNG) iletimi ve dağıtımını gerçekleştirmektedir.
Gujarat Gas Limited	Hindistan	1.245	266	161	516	76	Şirket Hindistan'da konut, ticari ve endüstriyel müşterilerine boru hatları ile doğal gaz tedarik etmektedir.
Mahanagar Gas Limited	Hindistan	291	116	79	396	-205	Mahanagar Gas, hastane, huzurevi, otel, uçuş mutfak ve restoran gibi yurtiçi müşterilerine doğal gaz sağlamaktadır.
Confidence Petroleum India Limited	Hindistan	108	15	4	66	-2	Şirket, Hindistan'da sıvılaştırılmış petrol gazı (LPG) tüplerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir. LPG / CNG Tüp İmalatı ve LPG Şişeleme ve Pazarlama segmentlerinde faaliyet göstermektedir.
Indraprastha Gas Limited	Hindistan	677	184	149	764	-332	Şirket, Hindistan'da doğal gaz dağıtım sektöründe faaliyet göstermekte olup ana faaliyet alanı özellikle ulaştırma alanındaki müşterilerine 555 CNG İstasyonu ile CNG ürünü sunmaktır.
Korea Gas Corp	Güney Kore	19.186	2.317	-431	6.609	20.960	Şirket, Güney Kore genelinde sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ve sıvılaştırılmış petrol gazı (LPG) üretimi, toptancılığı ve dağıtımını yapmaktadır.
Yesco Holdings Co., Ltd.	Güney Kore	944	24	-26	492	197	Doğal gaz dağıtım şirketi olarak faaliyet gösteren Yesco Holdings, LNG ve diğer ürünlerin pazarlamasını yapmaktadır.
Latvijas Gaze	Letonya	222	57	41	451	-45	Latvijas Gaze, doğal ve sıvı gazların satın alınması, depolanması, dağıtımını ve satışını sağlamaktadır. Şirket'in ana tedarik pazarı Rusya'dır.
Tokyo Gas Co.,Ltd.	Japonya	17.408	2.790	534	11.367	8.310	Şirket, Tokyo ve çevresi için sıvılaştırılmış doğal gazın üretimi ve tedarikini sağlamaktadır.
Osaka Gas Co., Ltd.	Japonya	13.149	1.896	626	10.110	5.127	Şirket, Osaka, Kyoto ve Hyogo bölgesinde, konut, ticari ve endüstriyel müşterilerine doğal gaz üretimi ve dağıtımını gerçekleştirmektedir.

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ

## 5.2. EK 2 - Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Firma Değeri (mn \$)	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
Son 12 Aylık					
Suchuang Gas Corporation Limited	Çin	238,8	220,2	1,27x	8,74x
ENN Energy Holdings Limited	Çin	17.123,6	19.606,6	2,09x	13,83x
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd	Çin	232,2	221,9	2,10x	8,87x
China Suntien Green Energy Corporation Limited	Çin	2.964,3	7.139,1	3,99x	11,03x
Shandong Shengli Co., Ltd.	Çin	563,5	755,6	1,15x	11,54x
Gujarat Gas Limited	Hindistan	4.663,7	4.740,7	3,78x	17,54x
Mahanagar Gas Limited	Hindistan	1.539,1	1.332,6	4,55x	11,19x
Confidence Petroleum India Limited	Hindistan	164,3	165,3	1,51x	10,84x
Indraprastha Gas Limited	Hindistan	4.908,1	4.573,5	6,70x	22,23x
Korea Gas Corporation	Güney Kore	2.520,5	24.705,6	1,23x	10,07x
Yesco Holdings Co., Ltd.	Güney Kore	130,3	388,7	0,39x	14,01x
AS Latvijas Gaze	Letonya	528,8	482,7	2,10x	8,15x
Tokyo Gas Co.,Ltd.	Japonya	9.559,2	17.960,2	1,05x	6,54x
Osaka Gas Co., Ltd.	Japonya	7.711,1	13.033,6	1,01x	6,63x
<b>Medyan</b>				<b>1,80x</b>	<b>10,93x</b>

Kaynak: Capital IQ

## 5.3. EK 3.a - Yurtiçi Enerji Şirketlerinin Çarpanları

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Firma Değeri (mn \$)	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
Son 12 Aylık					
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	Türkiye	216	1.075	3,79x	21,39x
Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Şirketi	Türkiye	17	24	11,62x	15,35x
Ayen Enerji A.S.	Türkiye	285	623	9,15x	16,35x
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.S.	Türkiye	52	55	50,90x	71,53x
Aksa Enerji Üretim A.S.	Türkiye	971	1.438	1,44x	6,99x
Enerjisa Enerji A.S.	Türkiye	2.041	3.047	0,99x	6,77x
Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.S.	Türkiye	338	631	4,57x	15,94x
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.S.	Türkiye	784	2.766	2,28x	9,66x
<b>Borsa İstanbul Enerji Şirketleri</b>			<b>Medyan</b>	<b>4,18x</b>	<b>15,64x</b>
Aygaz A.S.	Türkiye	714	797	0,56x	20,35x

Kaynak: Capital IQ

## EK 3b - AYGAZ İştiraklerden Arındırılmış Çarpanlar

İştirak ve Ortaklıklar	Yöntem	Değeri	%	Aygaz Payı
Koç Finansal Hizmetler	YKBNK Piyasa Değeri x 41% @20% İskonto	7.360,9	3,93%	289,3
EYAS	TUPRS Piyasa Değeri x 51% @20% İskonto	10.482,75	20,00%	2.096,5
Entek Enerji	Defter Değeri @30% İskonto	834	50,00%	417,2
Opet Aygaz Gayrimenkul	Defter Değeri @30% İskonto	197	50,00%	98,3
<b>Toplam</b>				<b>2.901,3</b>
AYGAZ Piyasa Değeri				4.935,0
Aygaz'ın Operasyonlarına Piyasanın Bıçığı Değer				2.033,7
AYGAZ Net Borç (2020/12)				603,5
AYGAZ Operasyonel Değeri Üzerinden FD (Market Implied EV)				2.637,2
AYGAZ Son 12 Ay SATIŞLAR				10.144,7
AYGAZ Son 12 Ay FAVÖK				416,5
AYGAZ Düzeltilmiş FD/SATIŞLAR				0,26x
AYGAZ Düzeltilmiş FD/FAVÖK				6,33x

Kaynak: Capital IQ

#### 5.4. EK 4 - Beta Hesaplamasında Kullanılan Benzer Şirketler

Şirket	Beta (2- yılı)	Öz Sermaye (mn \$)	Varlıklar (mn \$)	Piyasa Değeri (mn \$)	Borçlar (mn \$)	Borç/Öz Sermaye
Suchuang Gas Corporation Limited	0,07	215,7	322,3	238,7	106,6	0,49
ENN Energy Holdings Limited	0,43	4.522,3	12.114,9	17.121,2	7.592,5	1,68
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd	0,47	170,8	253,6	232,5	82,8	0,49
China Suntien Green Energy Corporation Limited	0,88	2.423,9	7.878,0	2.967,7	5.454,1	2,25
Shandong Shengli Co., Ltd.	0,30	423,3	958,4	564,3	535,1	1,26
Gujarat Gas Limited	0,50	515,5	1.089,9	4.718,1	633,7	1,23
Mahanagar Gas Limited	0,70	395,7	567,7	1.550,2	161,7	0,41
Confidence Petroleum India Limited	0,85	65,6	96,9	164,9	32,5	0,50
Indraprastha Gas Limited	0,61	763,7	1.037,5	4.915,2	300,7	0,39
Korea Gas Corporation	1,16	6.608,9	30.667,8	2.525,8	24.058,9	3,64
Yesco Holdings Co., Ltd.	0,40	492,1	1.265,4	130,5	773,3	1,57
AS Latvijas Gaze	0,25	459,7	557,2	527,7	97,5	0,21
Tokyo Gas Co.,Ltd.	0,29	11.366,7	26.477,4	9.484,8	15.110,7	1,33
Osaka Gas Co., Ltd.	0,42	10.110,4	21.374,1	7.651,1	11.263,7	1,11

Aritmetik Ortalama Beta	0,52
Piyasa Değeri Ağırlıklı Beta	0,49
Aritmetik Ortalama Borç/Özsermaye	1,18
Piyasa Değeri Ağırlıklı Borç/Öz Sermaye	1,43
Piyasas Değeri Ağırlıklı Kaldıraçsız Beta	0,23
Aritmetik Ortalama Kaldıraçsız Beta	0,27

Kaynak: Capital IQ

## 5.5. EK 5 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

04.03.2021

### Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, izahname'nin bir parçası olan 04.03.2021 tarihli Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

  
Sezai ŞAKLAROĞLU  
Genel Müdür Yardımcısı

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Akat Mah. Etiler/Beşiktaş Mardin Cad. Park Maya Sitesi  
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
Tel:0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20  
www.vakifyatirim.com.tr  
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359  
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

  
Mehtap İLBİ  
Müdür Yardımcısı



## 5.6. EK 6 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

04.03.2021

### Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 04.03.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

  
Sezar ŞAKLAROĞLU  
Genel Müdür Yardımcısı

  
Mehtap İLBI  
Müdür Yardımcısı

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Etiler Mh. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi  
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL  
Tels:(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20  
www.vakifyatirim.com.tr  
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359  
Mersis No: 0-9220-0883-5900017


## 5.7. EK 7 - Lisans Belgeleri

### Sezai Şaklaroğlu

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Link'i: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CF8D951-B2CD-4C55-9114-6A0CD7B61B4F>

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.03.2006	201576	<b>AKTİF LİSANS</b>

**SEZAI ŞAKLAROĞLU**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.


Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
			<b>AKTİF LİSANS</b>

**SEZAI ŞAKLAROĞLU**, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

**Not: Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanılmış ancak belge başvurusu yapılmamıştır.**

## Utku Uygur

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Link'i: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/805387BF-5B4E-4138-924F-09438BA20490>

### SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	3.01.2018	213293	<b>AKTİF LİSANS</b>

**UTKU UYGUR**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Link'i - <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/0B1A572B-853C-4246-BBF0-B396FD996343>

### SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	7.02.2018	309375	<b>AKTİF LİSANS</b>

**UTKU UYGUR**, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

## Tuğba Akça

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Link'i - <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/FAD8C790-028A-4C36-9A50-E9AB51DE87FF>

### SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.



DÜZENLENDİĞİ TARİH  
30.12.2008

BELGE NUMARASI  
203562

LİSANS DURUMU  
AKTİF LİSANS

**TUĞBA AKÇA**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı turüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız**

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Link'i - <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/BE218965-2BAD-41B2-AA0F-557473A38F36>

### SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.



DÜZENLENDİĞİ TARİH  
24.03.2015

BELGE NUMARASI  
304802

LİSANS DURUMU  
AKTİF LİSANS

**TUĞBA AKÇA**, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı turüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız**