



Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
Mart 2021



VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akatlar Cad. No: 50 Kat: 5
F: 2 A.Ş. Menkul Değerler
Büyükdere Şişli 34395 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 270173 / Şirket Sic. No: 270173
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 270173
Ticaret Sicil No: 270173 / Mersis No: 0802003891000017

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. Büyümeyi 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 ² ' 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 |
| Naturel Gaz, Şirket | : | Naturel Gaz 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 ³ (Standart metreküp) | : | 1 m ³ hacimde, bir atmosfer basınç ve 15°C derecedeki kuru gazın miktarı |
| m ³ (metreküp) | : | 1 m ³ 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 | : | Sezal 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 |

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 Sezal 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 yaklaşımlar 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:

Naturel gaz'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 Naturel gaz'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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şekil 2: Halka Arz İskontosunu Sonrası Fiyat

| | |
|--|-------------|
| Naturel gaz Halka Arz İskontosunu Öncesi Öz sermaye Değeri (mn TL) | 1.121,3 |
| Halka Arz İskontosunu (%) | 24,2 |
| Halka Arz İskontosunu Sonrası Öz sermaye Değeri (mn TL) | 849,9 |
| Halka Arz İskontosunu 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 "Naturel gaz'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 anayına ve herhangi bir bildiriye 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 grubu imtiyazlı paylar için ayrıca bir değerlendirme ve fiyat tespiti yapılmamış, tüm paylar imtiyazsız pay olarak kabul edilmiştir.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş ve Önemli Kilometre Taşları

2.1.1. Kuruluş

Naturel Gaz, 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-50 ortaklığı ile kurulmuştur. 2011 yılında, Çalık Grubu'na ait hisselerin %25'i STFA Grubu, diğer %25'lik kısmı da Global Yatırım Holding tarafından satın alınmıştır. STFA Grubu ve Goldenberg ailesinin sahip olduğu hisselerin bir kısmını almasının da etkisiyle Naturel Gaz'ın sermayesindeki payı 2012 yılı itibarıyla %80'e yükselen Global Yatırım Holding, zaman içerisinde Şirket'in gerçekleştirdiği sermaye artırımlarına katılan tek ortak olması nedeniyle mevcut durumda %95,5'lik pay sahipliği ile Naturel Gaz'ın ana ortağıdır. Şirket, 28.05.2004 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş olup süresiz olarak kurulmuştur.

2.1.2. Önemli Kilometre Taşları

- 2004 - Goldenberg ailesi ve Çalık Holding ortaklığında kurulan Şirket'in Bursa, Adapazarı ve İzmir'de ilk CNG operasyonları başladı.
- 2011 - 2012 - Global Yatırım Holding ana sermayedar oldu.
- 2014 - Çaykur'un tesislerinin yakıt sistemini LNG'den CNG'ye dönüştürerek, Türkiye'nin en büyük CNG dağıtım anlaşmasını imzaladı.
- 2015 - Ana faaliyet alanlarına (Endüstriyel CNG ve Oto CNG) ek olarak EPDK'dan LNG satışının lisansını aldı.
- 2016 - 2010 yılında 16 m³ olan yıllık satış hacmi 2016 yılında 140 m³'e ulaştı.
- 2017 - Yetkili mercilerin koordinasyonu ile geliştirilen proje kapsamında ekonomik ve/veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan ilçe ve beldelerdeki yerel gaz şirketlerine CNG ikmali yapılmaya başlandı.
- 2018 - Kuyularda atıl olarak kalan doğal gazın CNG sistemi vasıtasıyla iletim sistemine taşınması operasyonuna başladı.
- 2018 - Kamerun'un Douala kentinde 2013 yılından bu yana gaz üretim ve dağıtım faaliyeti yürüten Gaz du Cameroun (GdC) ile iyi niyet anlaşması imzalandı.
- 2020 - 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.²

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 100.018.594 TL olup, tamamı ödenmiştir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş olan Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 250.000.000 TL'dir. Şirket'in çıkarılmış sermayesinin %95,5'ine sahip olan Global Yatırım Holding A.Ş. ana ortak olup, diğer ortaklar %4,3'lük pay ile Aksel Goldenberg ve %0,2'lik pay ile Kanat Emiroğlu'dur.

Şekil 3: Ortaklık Yapısı

| Ortağın Unvanı | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç) | | Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil) | |
|-----------------------------|--------------------|--------------|------------------------------------|--------------|------------------------------------|--------------|
| | TL | % | TL | % | TL | % |
| Global Yatırım Holding A.Ş. | 95.515.009 | 95,5 | 83.636.363 | 72,7 | 80.500.000 | 70,0 |
| Aksel Goldenberg | 4.267.451 | 4,3 | . | . | . | . |
| Kanat Emiroğlu | 236.134 | 0,2 | . | . | . | . |
| Halka Açık Kısım | | | 31.363.637 | 27,3 | 34.500.000 | 30,0 |
| Toplam | 100.018.594 | 100,0 | 115.000.000 | 100,0 | 115.000.000 | 100,0 |

Kaynak: Şirket

² Naturel Gaz, Subat 2020'de Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin ("Socar LNG") satın alınması için Hisse Satın Alma Sözleşmesi imzalamıştır. Doğal gaz piyasasında lisans sahibi bir şirketin, kendi faaliyet alanında faaliyet gösteren diğer bir şirkete istikrar etmesinin Doğal Gaz Piyasası Kanunu m.7/3 hükmü uyarınca mümkün olmaması sebebiyle Hisse Satın Alma Sözleşmesi'ne bir ek protokol yapılarak taraf değişikliği yapılmış ve alıcı Global Yatırım Holding A.Ş.'nin %100 istikrarlı olan Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş. ("Naturel Doğal Gaz") olmuştur. Ek protokol sonrasında Rekabet Kurumu'na yapılan başvuru 29.09.2020 tarihinde, EPDK'ya yapılan başvuru da 01.10.2020 tarihinde onaylanmıştır. Takip eden süreçte, Socar LNG'nin Naturel Doğal Gaz şirketine devrolması, akabinde de Socar LNG ve Naturel Doğal Gaz şirketlerinin Naturel Gaz bünyesinde birleşmesi planlanmıştır. 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.

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

Naturel gaz, taşınabilir doğal gaz sektöründe faaliyet göstermektedir. Taşınabilir doğal gaz sektörüyle kastedilen, boru hatlarıyla doğal gazın ulaşılmadığı noktalara doğal gazın taşıma yöntemiyle götürülmesidir. Şirket, taşınabilir 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 taşınabilir doğal gaz şirketlerinden biri olan ve satış hacmi bakımından Türkiye'de CNG alanında pazar lideri konumunda olan Naturel gaz, 2020 yılında 170,2 milyon sm³ CNG ve 3,2 milyon m³ LNG satışını gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2020 yılında, Oto CNG dahil toplam CNG ve LNG pazarındaki payı %24,8¹ 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 hesaplanmaktadır².

CNG tarafında Şirket, Türkiye'nin farklı noktalarındaki boru hatlarına kurduğu tesislerde doğal gazı alıp, 200 bar basınçta kadar sıkıştırarak, CNG stok ünitelerinin içine yerleştirilmiş tüplere doldurup CNG taşıma üniteleriyle taşımakta ve müşteri sahasında kurulmuş olan basınç düşürücü sistem vasıtasıyla müşteri talebine göre 2-8 bar aralığında kullanıma sunmaya dayalı bir iş modeline sahiptir. Şirket halka arz tarihi itibarıyla, 13 CNG dolmuş 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, Aliağa'da Egagaz'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 tanki 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

¹ 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 sm³ tahmin edilmekte olup, bunun 235,2 milyon sm³ ile CNG bu pazarın %33,7'sini oluşturmaktadır.

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

Fiyatlamada; 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 unsuru 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 taşımaya 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 taşımaya 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

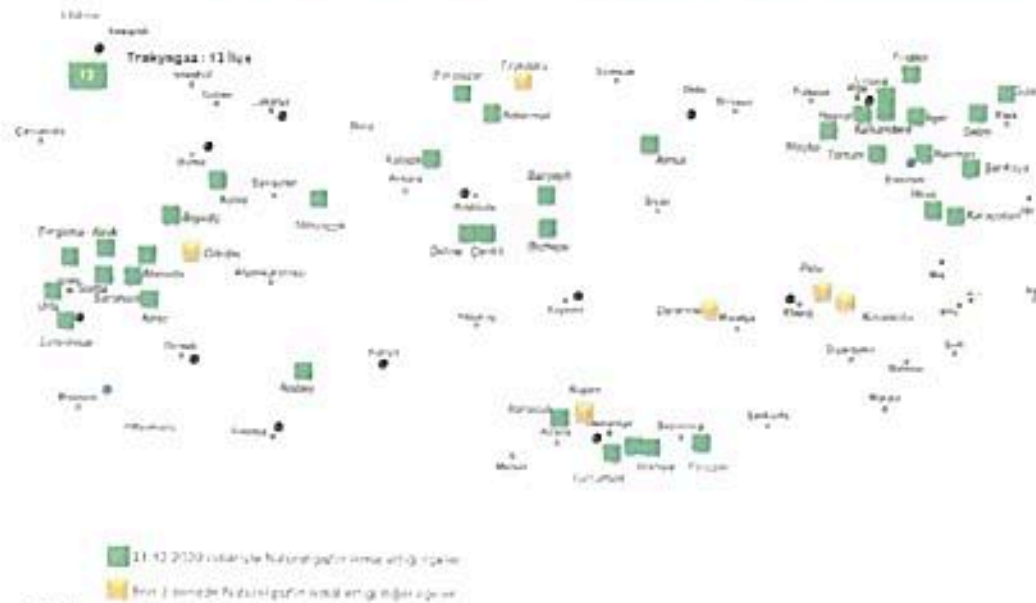
2.3.3.2. Şehir Gazı

Söz konusu iş kolunda, ekonomik ve/veya coğrafi sebepler nedeniyle doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla 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 %86,3⁴ 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

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

toplam istasyon sayısını 2020 sonu itibarıyla 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 m³'ten 2020 yılı sonunda 5,6 mn m³'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

| bİN TL | 2018 | % Satışlar | 2019 | % Satışlar | 2020 | % Satışlar |
|---------------------------|----------------|------------|----------------|------------|----------------|------------|
| Doğal Gaz Satış Gelirleri | 248.095 | 99,1 | 430.022 | 99,2 | 447.137 | 98,6 |
| 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 |
| Hizmet Gel. | 2.141 | 0,9 | 3.394 | 0,8 | 6.252 | 1,4 |
| Net Satışlar | 250.236 | 100 | 433.416 | 100 | 453.389 | 100 |

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 Karşılaştırmaları³

| Ürün | Tür | PAZAR | | NATURELGAZ | | |
|---------------|-----|-------------------|--------------|-------------------|------------------------|----------------|
| | | mn m ³ | Oran (%) | mn m ³ | 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 |
| Toplam | | 698,5 | 100,0 | 173,5 | 100,0 | 24,8 |

³ 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. Büyümeyi Desteklemesi Beklenen Unsurlar

2.3.4.1. Rekabet Avantajı

CNG iş modelinde ana hatlarıyla süreç, boru hatlarına kurulan dolun 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 Naturel Gaz, 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 dolun 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 Şirketinin ("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 m³ toplam satış hacmine⁶ sahip olan Socar LNG, oto CNG dahil olmak üzere Türkiye CNG pazarının %9,7'lik⁶ 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 Kuruluna 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 Naturel Gaz, EPDK mevzuatına uygun olacak alternatif yöntemler üzerine çalışmaya başlamıştır.

Üzerinde çalışılan farklı alternatifler sonucunda Naturel Gaz'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

⁶ Kasım 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve şirket'in şifahi olarak piyasadan elde ettiği veriler uyarınca hesaplanmıştır. Socar LNG'nin satışları hesaplanırken Naturel Gaz ile birleşmesine kadar gerçekleştiği satış hacmi dâhil alınmıştır.

doğrultusunda Socar Dağıtım, Naturel Gaz 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 Alıcısı Naturel Doğal Gaz olmuştur. Taraf değişikliği Naturel Gaz 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 devri 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 Naturel Gaz'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'nin 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 Naturel Gaz, 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 kamyondan oluşan toplam 1.062.481 aracın yaklaşık yarısının aktif olarak kullanıldığı varsayımı ile; söz konusu aktif araç sayısının sadece %2'sinin doğal gazla dönüşmesi halinde yaklaşık 483 mn m³lük bir pazar oluşacağı öngörülmektedir (söz konusu büyüklük Naturel Gaz'ın 2020 yılı toplam satış hacmi olan 170 mn m³'ün neredeyse 3 katı kadardır).

Naturel Gaz'ın Oto CNG alanındaki pazar geliştirme ve yatırım faaliyetleri çerçevesinde değerlendirildiğinde, Socar LNG birleşmesi neticesinde Şirket'in hâlihazırdaki 3 Oto CNG İstasyonuna 6 yeni Oto CNG İstasyonu daha katılmış olup Şirket bu alandaki altyapısını daha da güçlendirmiştir. Şirket, mevcut İstasyonlar ve Socar LNG alımı ile birlikte portföye dahil olan İstasyonlarla 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. Naturel Gaz, Kuyu CNG alanında yurt içinde kazandığı "know-how", 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) 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 (bın TL)

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

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 kuyu

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)

| bın TL | 2018 | % Satışlar | 2019 | % Satışlar | 2020 | % Satışlar |
|---------------------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|
| Doğal Gaz Satış Gelirleri | 248.095 | 99,1 | 430.022 | 99,2 | 447.137 | 98,6 |
| 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 |
| Hizmet Gel. | 2.141 | 0,9 | 3.394 | 0,8 | 6.252 | 1,4 |
| Net Satışlar | 250.236 | 100 | 433.416 | 100 | 453.389 | 100 |

Kaynak: Şirket

Şirket'in net satış gelirleri 2018-2020 döneminde yıllık ortalama %38,9 büyüme kaydederek 453,4 m 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 etkiye 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 (ilçe) 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 dolum 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. Karlılık

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 |
| Toplam Satışların Maliyeti | 195.411 | 100,0 | 319.150 | 100,0 | 334.014 | 100,0 |

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.

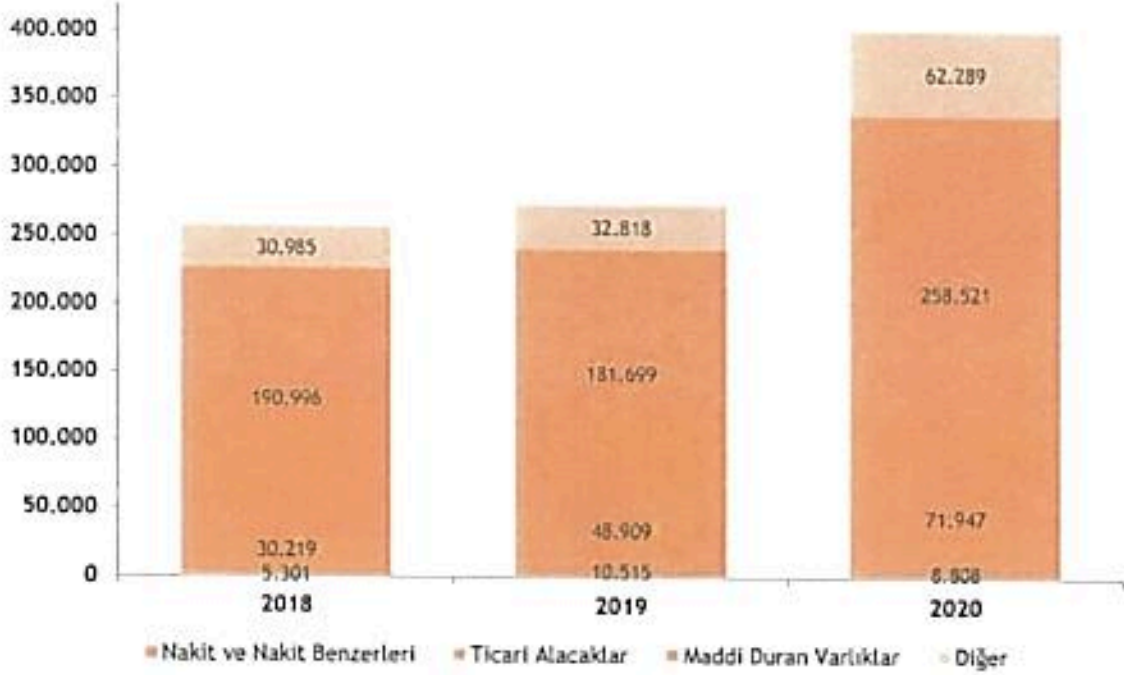
Şekil 12: Pazarlama Giderleri (bin TL) ve Kırılımı (%)

| 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 | 1,4 |

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

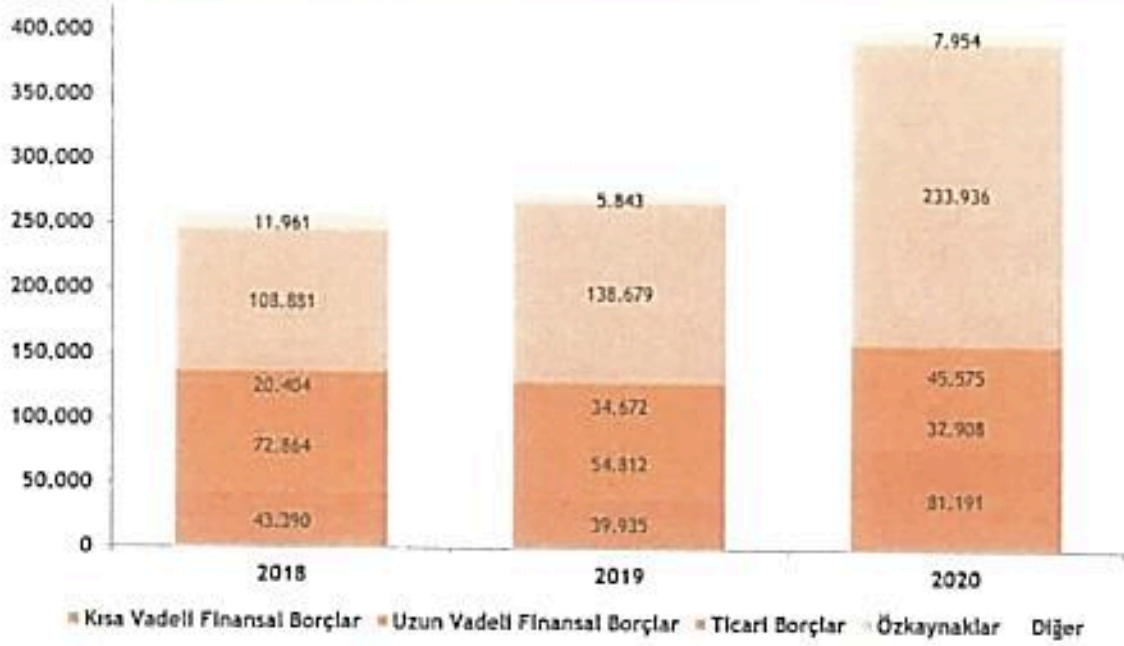
2019 yılında net dönem kârında yaşanan önemli artışla (2018: -31,9 mn TL, 2019: 29,8 mn TL), Şirket'in 2018 sonunda 108,9 mn TL olan özkaynakları 2019 yılsonunda %27,4'lük artışla 138,7 mn TL'ye ulaşmış olup, toplam kaynaklar içerisindeki payı %42,3'ten %50,6'ya yükselmiştir. 2020 yılsonunda ise özkaynaklar %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

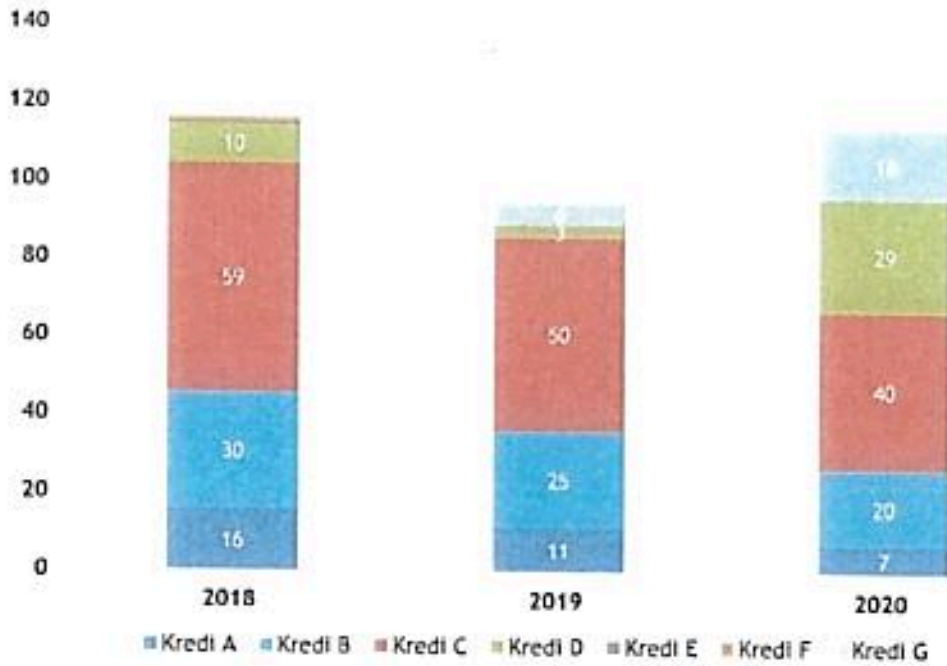
| Mali Yapı Oranları | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|-------|-------|-------|
| Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Aktifler) | %57,7 | %49,4 | %41,7 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı | %29,2 | %29,1 | %32,2 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı | %28,5 | %20,3 | %9,5 |
| Özkaynaklar/Aktif 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.

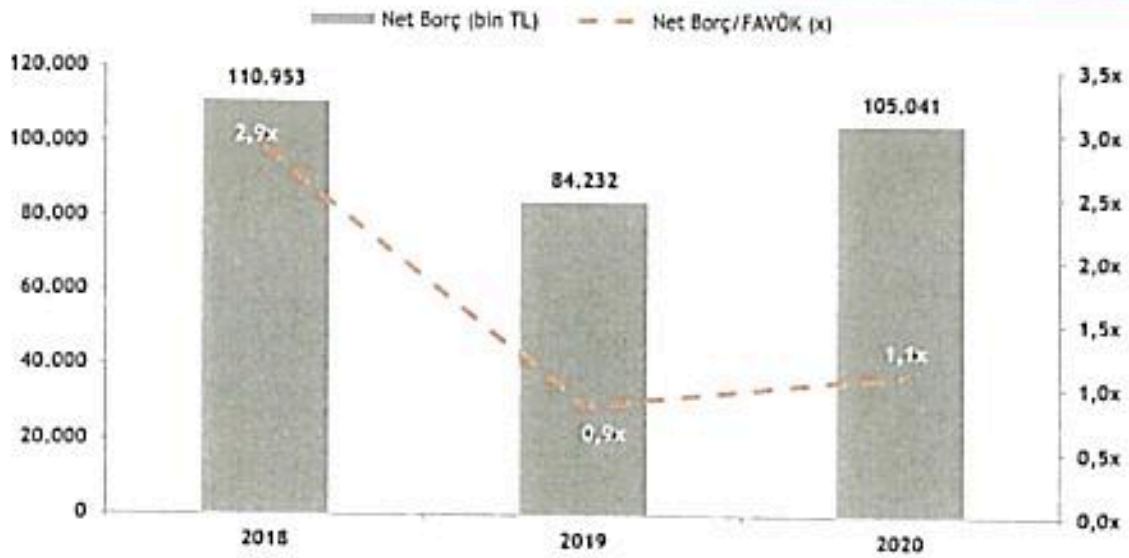
Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam aktif içerisindeki payı 2018 ve 2019 yıllarında %29 seviyelerindeyken iken, 2020 yılsonunda %32,2'ye yükselmiştir.

Şekil 18: Şirket'in Finansal Borçları (mn TL)¹



Kaynak: Şirket

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



Kaynak: Şirket

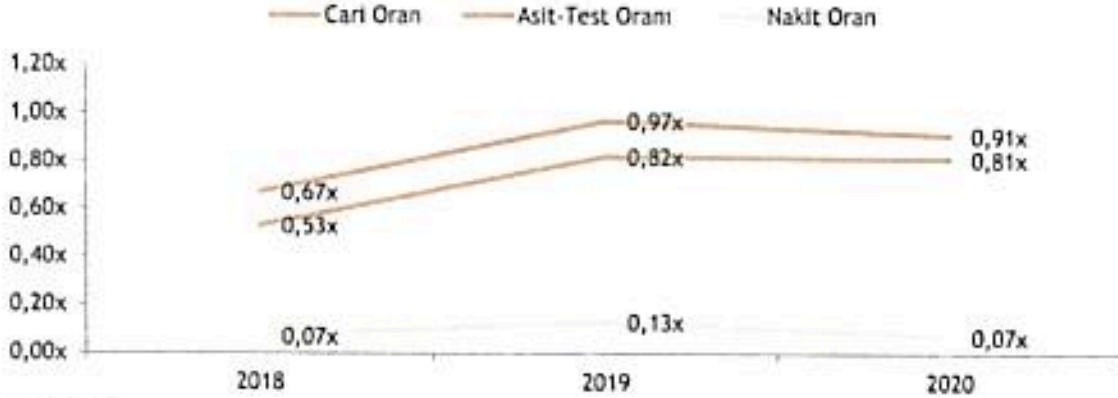
Genel olarak Şirket'in finansal borçlarında, yıl içinde mevsimsellik nedeniyle aldığı işletme sermayesi finansmanı amaçlı borçlardan kaynaklı dalgalı bir seyir yaşanmaktadır. Buna göre yılın ilk yarısında artan borçlar genel olarak yılsonunda daha düşük değerlere inmektedir. 2019 yılsonunda hem operasyonel 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.

¹ Hissedara olan borç ve kiralamaya işlemlerinden olan borçlar da dahil edilmiştir.

Şirket'in 2020 yılsonu itibarıyla kiralama işlemlerinden borçlar da dahil olmak üzere finansal borçlarının toplamı 114,1 m 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 gözlenmekte olup, 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 İşletme 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 |
| Toplam Dönen Varlıklar | 50.016 | 76.942 | 117.487 |
| 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 |
| Ertelemiş Vergi Varlığı | 9.536 | 4.793 | - |
| Toplam Duran Varlıklar | 207.483 | 196.999 | 284.079 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 257.500 | 273.941 | 401.565 |
| 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 |
| Ertelemiş Gelirler | 10 | - | - |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | - | 1.527 | - |
| Kısa Vadeli Karşılıklar | 2.734 | 746 | 1.211 |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler | 9 | 8 | 51 |
| Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler | 75.156 | 79.658 | 129.405 |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar | 72.864 | 51.950 | 27.749 |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar | - | 2.862 | 5.159 |
| Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü | - | - | 4.038 |
| Uzun Vadeli Karşılıklar | 599 | 792 | 1.278 |
| Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler | 73.463 | 55.604 | 38.224 |
| TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER | 148.619 | 135.262 | 167.629 |
| Ödenmiş Sermaye | 100.000 | 100.000 | 100.019 |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birlikte 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 |
| TOPLAM ÖZKAYNAKLAR | 108.881 | 138.679 | 233.936 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 257.500 | 273.941 | 401.565 |

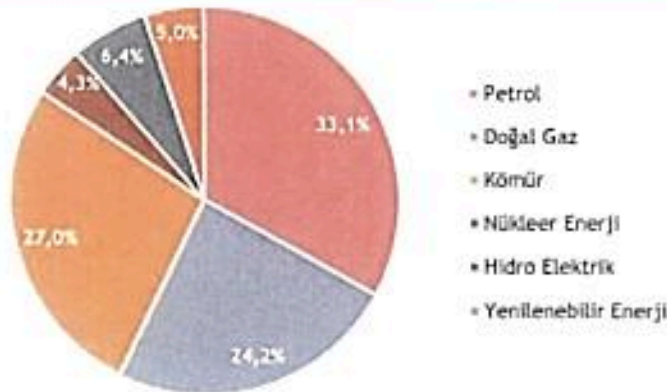
Kaynak: Şirket

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 itibarıyla 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 (CH₄) ve etan (C₂H₆) 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 işlemde geçirilmeksizin kullanılabilen doğal gaz, boru hatları ile veya sıvılaştırılarak tankerlerle taşınmaktadır. *

2019 yılsonu itibarıyla, 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 m³)

| 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 |
| Dünya | 198,8 | 197,1 | 170,5 | 132,8 | 100,0 |

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 itibarıyla, 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 m³) ve Üretim, Tüketim (mlr m³) 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 |

* 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.

Sekil 26: Dünya Doğal Gaz Ticareti

Analizler Makaleleri 2019



Kaynak: BP Statistical Review of World Energy 2020

2019 yılında dünyada toplam doğal gaz ticaret hacmi 984,4 mlr m³ olup, bunun %50,7'si boru hattı, geriye kalanı ise LNG (Sıvılaştırılmış Doğal gaz) ticareti ile gerçekleşmiştir. Yıllar itibariyle 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 m³ (%84,7'si boru hattı) ile Rusya olurken, bunu 136,6 mlr m³ (%94,3'ü LNG) ile Orta Doğu ülkeleri takip etmektedir. Diğer yandan, 2019'da Avrupa ülkeleri 353,3 mlr m³ 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 Sm³ seviyelerinden 2019 yılında 100-220 \$/bin Sm³ 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 Sm³ (2019 Ocak-Kasım: 435 mn Sm³) 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 Sm³), 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 Sm³ 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.

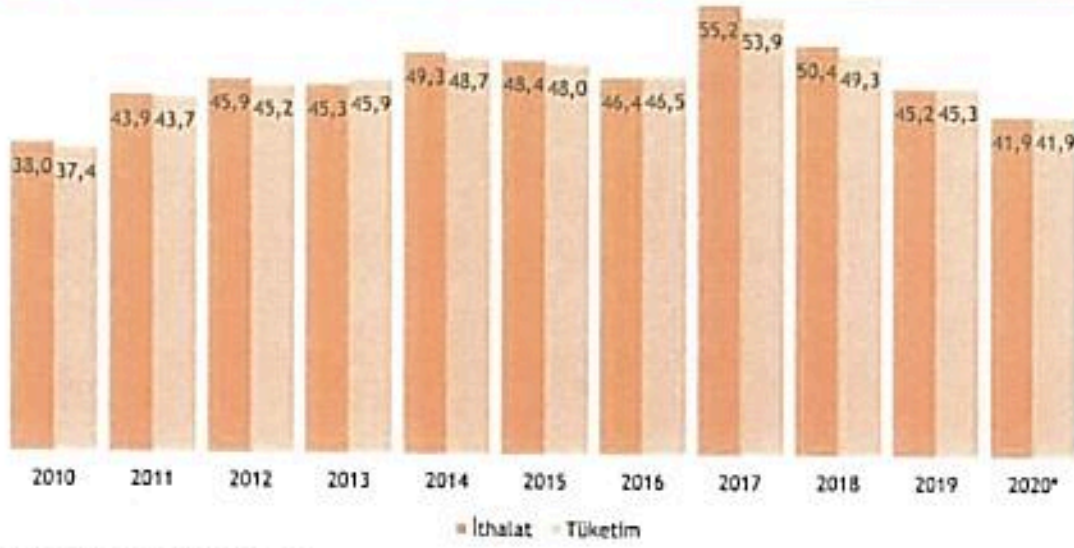
Şekil 28: Doğal Gaz ve Petrol Boru Hatları Haritası



Kaynak: BOTAŞ

Türkiye'de 2019 sonu itibarıyla 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 Sm³), 2010-2020*



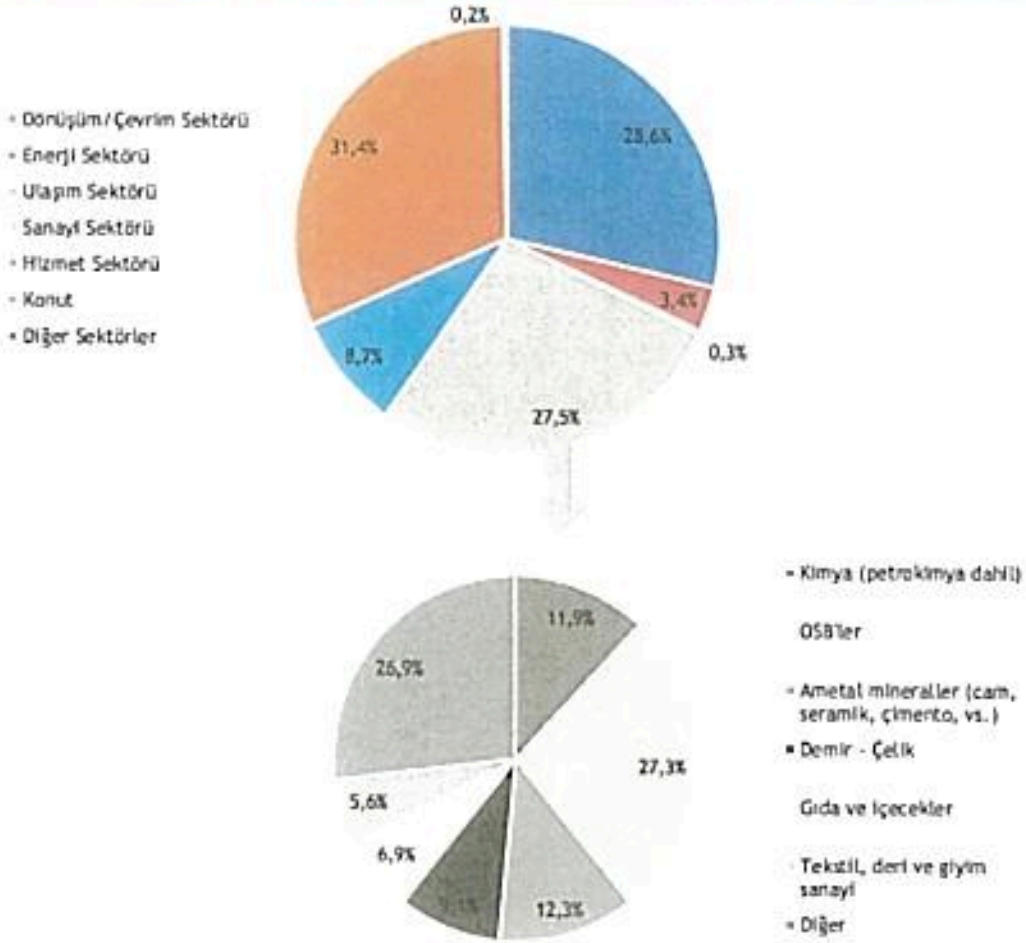
Kaynak: EPDK, *Ocak-Kasım 2020 Dönemi

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 ülkelerden 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 m³ 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 m³'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 Sm³), 2010-2020; CNG İş Kolları Dağılımı, 2020



Kaynak: EPDK Aylık Sektör Raporları, Şirket

Doğal gaz iletiminin, sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller, ısıtım 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, Naturel gaz'a devrin gerçekleştiği 30.10.2020 tarihine kadar yaptığı satışlar olup yılın kalan dönemindeki satış Naturel gaz satışları 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 Naturel gaz 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.

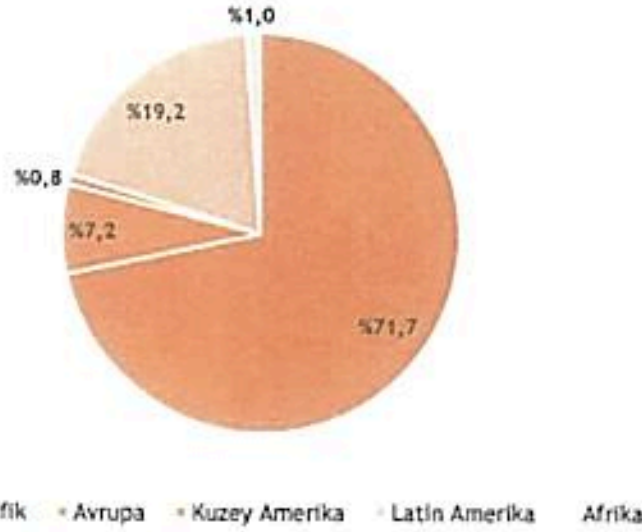
3.3. Dünya'da ve Türkiye'de Oto CNG

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.

4.1.4. 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 fiyatlandırma 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 fiyatlandırma 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 değerlendirmiyoruz. 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.

Daha geniş bir perspektifle enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler de (Ak Enerji, Aksu Enerji, Aksa Enerji, Ayen Enerji, Bomonti Elektrik, Enerjisa Enerji, Odaş Elektrik ve Zorlu Enerji) incelenmiştir. Bu şirketler Enerjisa ve Zorlu Enerji dışında genel olarak elektrik üretim tarafında faaliyet göstermektedir. Enerjisa'nın faaliyet konusu elektrik enerjisi dağıtımı ve perakende satışı olup Zorlu Enerji ise hem üretim hem de dağıtım ve ticaret alanında elektrik enerjisi sektöründe faaliyet göstermektedir.

- Söz konusu şirketlerin doğal gaz pazarında ya herhangi bir ticari faaliyetleri bulunmamakta ya da çok sınırlı bir ticari faaliyetleri bulunmakta ve enerji sektörünün farklı bir alanında faaliyet gösterdiklerinden farklı dinamiklerden, düzenlemelerden ve regülasyonlardan etkilenmektedirler.
- Ayrıca Borsa İstanbul'da işlem gören enerji şirketlerinin bilanço yapıları incelendiğinde Naturelgaz'a kıyasla görece daha yüksek borç oranlarına sahip olmaları sebebiyle Firma Değeri hesaplamalarının Naturelgaz ile karşılaştırma açısından uygun olmadığı değerlendirilmiştir.

Bu sebeplerden dolayı, yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören uygun bir benzer şirket bulunmadığı değerlendirilmiş ve yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına çalışmada yer verilmemiştir. Çarpan Analizinde kullanılan Uluslararası Benzer Şirketlerin Bilgileri ile Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları EK 1 ve EK 2'de yer almaktadır. Değerleme çalışmasında yer verilmeyen yurt içi enerji şirketlerinin ve AYGAZ'ın çarpanları, referans olması açısından EK 3.a ve EK 3.b'de sunulmuştur. Bunun yanında belirtmek gerekir ki özellikle AYGAZ'ın çok değerli iştirakleri şirket değerlemesine önemli derece etki etmektedir. Bu durum AYGAZ'ın operasyonlarına piyasa tarafından biçilen değeri bulmayı zorlaştırırsa da bazı varsayımlar altında AYGAZ'ın iştiraklerinin etkisinden arındırılmış hesaplanan son 12 aylık FD/Satışlar ve FD/FAVÖK çarpanları ayrıca ekte verilmiştir. Burada özetle, AYGAZ'ın iştiraklerinin değeri AYGAZ Piyasa Değerinden çıkarılarak, piyasanın AYGAZ operasyonlarına biçtiği değer hesaplanmış, bulunan rakama AYGAZ'ın Net Borcu eklenerek, AYGAZ'ın iştirak değerlerinden arındırılmış Firma Değeri Bulunmuş, Firma Değeri AYGAZ'ın son 12 aylık FAVÖK ve Ciro rakamlarına oranlanarak FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanları hesaplanmıştır. Hesaplamalara ilişkin detaylar EK 3.b tablosunda sunulmuştur.

Çalışmada yer verilen benzer şirketlerin hepsi hisse senedi araştırma kuruluşlarının kapsamında olmadığından dolayı her şirket için 2021-2022-2023 FD/FAVÖK çarpanı tahmini bulunmamaktadır. Hem bu kısıtlamanın etkilerini azaltmak hem de Şirket'in son 12 aydaki performansının da etkilerini çalışmaya yansıtma adına çalışmada benzer şirketlerin yalnızca son 12 aylık çarpanları kullanılmıştır. Bu çerçevede, Çarpan Analizi değerlendirme çalışmasında Naturelgaz'ın son 12 aylık finansal sonuçları baz alınmıştır. Çalışmadaki tüm çarpan değerleri 24.02.2021 itibarıyla hesaplanmıştır.

Çalışmada benzer şirketler seçilirken Türkiye'ye göre coğrafi yakınlık, şirketlerin operasyonlarını yürüttüğü coğrafi koşullar ve şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliğinin yanında, özellikle şirketlerin operasyonlarının ağırlıklı olarak CNG ve LNG sektörlerinde yoğunlaşması dikkate alınarak değerlendirilmiştir. Çalışmada yer verilen tüm benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri hesaplanarak değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır. Çalışmada yer verilen şirketlere istinaden verilen detaylı açıklamalar, seçili finansal büyüklükler ve çarpan değerleri EK 1 ve EK 2'de yer alan tablolarda sunulmuştur.

Şekil 34: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi

| FD/FAVÖK Çarpanı | Son 12 Ay |
|--|-----------|
| Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı | 10,93x |
| Naturelgaz FAVÖK (mn TL) | 96,2 |
| FD (mn TL) | 1051,4 |
| 2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç (mn TL) | 105,0 |
| Piyasa Değeri (mn TL) | 946,4 |

Kaynak: Vakıf Yatırım

FD/FAVÖK çarpanına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan şirket piyasa değeri 946,4 mn TL olarak belirlenmiştir.

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 yansıtacak 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 ³)* | 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(%) | | 15,7 | -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 ³) | 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 ³) | 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 ³) | 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 ³) | 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 İstinaden 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 yansıtacağı değerlendirilmiştir. Bu bağlamda 2021 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 güçlendireceği 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 öngörülmüşken, 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 itibarıyla Socar LNG satın alma işlemi tamamlanmış olup Şirket bünyesine 6 adet yeni Oto CNG İstasyonu daha kazandırılmış olup ileriki 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 itibarıyla Petrol Ofisi ile işbirliği anlaşması imzalamış olup, Petrol Ofisi'nin 12 İstasyonunda 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 öngörülmüşken, satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranının %4,5 olacağı tahmin edilmektedir.
- Aralık 2020 itibarıyla Socar LNG satın almasının tamamlanması neticesinde Socar LNG'nin 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 öngörülmüşken, 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 yansıtılmak üzere 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 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 karşılaşılmayacağı 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 |
|--|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Naturel Gaz Satış Hacmi (mn Sm³) | 138,4 | 167,1 | 173,5 | 223,7 | 237,7 | 252,6 | 268,3 | 285,0 | 302,6 | 321,4 | 341,3 | 362,4 | 384,8 |
| 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 |
| Dökme CNG | 130,4 | 143,4 | 141,0 | 177,2 | 185,5 | 196,6 | 209,5 | 223,1 | 237,6 | 252,8 | 269,4 | 287,0 | 305,6 |
| Pazar Payı(%) | %90,8 | %90,7 | %87,8 | %88,0 | %88,1 | %88,3 | %88,4 | %88,5 | %88,6 | %88,8 | %88,9 | %89,0 | %89,1 |
| Şehir Gazı | 3,3 | 16,0 | 23,6 | 31,3 | 36,5 | 39,5 | 41,6 | 43,8 | 46,1 | 48,6 | 50,6 | 52,8 | 55,1 |
| Pazar Payı(%) | %2,4 | %9,6 | %13,6 | %14,0 | %15,3 | %15,6 | %15,5 | %15,3 | %15,2 | %15,1 | %14,8 | %14,6 | %14,4 |
| Oto CNG | 4,6 | 7,7 | 5,6 | 7,1 | 7,3 | 7,5 | 7,8 | 8,1 | 8,5 | 8,9 | 9,4 | 10,0 | 10,6 |
| Pazar Payı(%) | %3,3 | %4,6 | %3,2 | %3,2 | %3,1 | %3,0 | %2,9 | %2,8 | %2,8 | %2,8 | %2,7 | %2,7 | %2,7 |
| LNG | | | 3,2 | 8,0 | 8,5 | 8,9 | 9,4 | 9,9 | 10,5 | 11,1 | 11,8 | 12,6 | 13,4 |
| Pazar Payı(%) | | | %1,8 | %3,6 | %3,6 | %3,5 | %3,5 | %3,5 | %3,5 | %3,5 | %3,5 | %3,5 | %3,5 |
| Naturel Gaz Toplam Gelirler (mn TL) | 244,6* | 433,4 | 453,4 | 573,8 | 674,8 | 756,9 | 849,5 | 952,0 | 1.068,5 | 1.197,5 | 1.338,1 | 1.493,2 | 1.663,7 |
| Büyüme(%) | | %77,3 | %4,6 | %20,6 | %17,6 | %10,7 | %11,2 | %11,1 | %11,2 | %11,1 | %11,7 | %11,6 | %11,4 |
| Dökme CNG | 223,0 | 365,1 | 355,6 | 438,7 | 483,9 | 536,6 | 600,8 | 671,6 | 752,8 | 842,4 | 942,5 | 1052,9 | 1174,8 |
| 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 |
| Şehir Gazı | 7,3 | 42,3 | 66,8 | 90,2 | 142,2 | 167,4 | 191,2 | 217,9 | 247,8 | 281,1 | 315,1 | 352,4 | 393,1 |
| Büyüme(%) | | %482,3 | %57,8 | %25,0 | %57,6 | %17,8 | %14,2 | %14,0 | %13,7 | %13,4 | %12,1 | %11,8 | %11,6 |
| Oto CNG | 11,4 | 22,4 | 16,8 | 21,0 | 23,0 | 25,2 | 27,6 | 30,2 | 33,0 | 36,2 | 39,6 | 43,4 | 47,5 |
| Büyüme(%) | | %95,6 | %-25,0 | %24,8 | %8,5 | %8,5 | %8,5 | %8,5 | %8,5 | %8,5 | %8,5 | %8,5 | %8,5 |
| LNG | 0,5 | 0,1 | 7,9 | 17,1 | 18,5 | 20,1 | 21,8 | 23,7 | 25,8 | 28,1 | 30,8 | 33,8 | 37,0 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|------------------|-----|-------|---------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Büyüme(%) | | 576,9 | 55402,0 | 5117,2 | 58,2 | 58,4 | 58,5 | 58,7 | 58,8 | 59,2 | 59,4 | 59,7 | 59,7 |
| 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(%) | | 533,5 | 534,2 | 53,4 | 56,9 | 56,4 | 55,8 | 55,8 | 55,8 | 55,8 | 55,4 | 55,4 | 55,4 |

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım, *2018 yılındaki baru 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 BOTAŞ'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, hâlihazırda 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 dolum 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 çekicli, dorse ve CNG ve LNG taşıma ünitelerinin bakım maliyetlerinde de azalma beklenmektedir. Hem Şirket'in gerçekleştirmeyi planladığı teknik ve operasyonel iyileşmelerde 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 | 54,7 | 523,6 | 514,0 | 511,8 | 512,1 | 511,8 | 512,0 | 511,8 | 511,6 | 511,5 | 511,3 |
| Satışlara Oran (%) | 529,9 | 527,6 | 523,7 | 521,8 | 569,7 | 569,5 | 569,4 | 569,2 | 569,1 | 568,9 | 568,9 | 568,8 | 568,7 |
| Pazarlama Giderleri (mn TL) | 25,8 | 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 (%) | | 517,0 | 526,0 | 510,9 | 514,2 | 511,2 | 510,9 | 510,9 | 510,9 | 510,9 | 510,6 | 510,6 | 510,7 |
| Satışlara Oran (%) | 511,0 | 52,2 | 58,7 | 52,6 | 52,4 | 52,3 | 52,2 | 52,2 | 52,1 | 52,0 | 56,9 | 56,9 | 56,8 |
| 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 (%) | | 511,5 | 527,0 | 541,7 | 518,6 | 517,3 | 512,5 | 512,3 | 511,5 | 511,5 | 510,9 | 510,9 | 510,9 |
| Satışlara Oran (%) | 54,4 | 52,8 | 52,5 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 | 52,8 |

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akat Meydanı 2. Kat, Nispetiye, Beşiktaş, İstanbul
 Tic. Sic. No: 270976 / Şirket Sic. No: 270976 / Mersis No: 34330100000000000001
 Tel: 0 212 350 00 00 / Faks: 0 212 350 00 00
 www.vakifyatirim.com.tr
 İstanbul Ticaret Sicil No: 270976 / Sicil No: 270976
 19

İşletme Sermayesi:

Şirket'in önümüzdeki yıllarda gereksinim duyacağı işletme sermayesini tahmin etmek için geçmiş yıllardaki ve son 12 aydaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınmış olup, ilgili gelir tablosu kalemlerine dair tahminler de kullanılarak Şirket'in gelecek dönemlerdeki işletme sermayesi değişimi/ihtiyacı tahmin edilmiştir. Ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç devir sürelerinin önümüzdeki 10 yıl boyunca ortalama olarak sırasıyla 54 gün, 13 gün ve 48 gün seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Yatırım Harcamaları:

Şirket'in geçmiş yıllardaki yatırım harcamalarının hasılatı oranı ve Şirket'in büyüme stratejileri de dikkate alınarak önümüzdeki 10 yıllık dönem için hasılatın belirli bir oranı kadar yatırım harcaması yapacağı öngörülmüş olup, önümüzdeki 10 yıllık dönem içinde ortalama olarak hasılatın %4'ü kadar yatırım harcaması öngörülmektedir. Bu varsayımımızın kontrolü amaçlı, Şirket'in son 5 yılda yaptığı yıllık ortalama yatırım harcamalarının ABD\$ karşılığı (-4,4 mn \$) yıllık %2 ABD enflasyonu varsayımı ile 10 yıllık detay periyoda uygulandığında ve kur tahminlerimizle TL'ye dönüldüğünde yukarıdaki hesaplama yakın değerlere ulaşılmaktadır.

4.1.5.2. Değerleme Parametreleri

İNA yönteminde kullanılan değerlendirme parametreleri şu şekildedir:

Şekil 38: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması

| | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | 2031T + |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz Faiz Oranı (%) | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %13,3 | %12,3 |
| Risk Primi (%) | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %6,0 | %5,0 |
| Kaldıraçlı Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Özsermaye Maliyeti | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %19,3 | %17,3 |
| Borç Primi (%) | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %5,9 | %4,9 |
| Borçlanma Maliyeti (%) | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %19,2 | %17,2 |
| Kurumlar Vergisi (%) | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 | %20,0 |
| Borç Oranı (%) | %41,7 | %43,5 | %45,2 | %46,9 | %48,6 | %50,3 | %52,1 | %53,8 | %55,5 | %57,2 | %57,2 |
| Özkaynak Oranı (%) | %58,3 | %56,5 | %54,8 | %53,1 | %51,4 | %49,7 | %47,9 | %46,2 | %44,5 | %42,8 | %42,8 |
| AOSM (%) | %17,6 | %17,6 | %17,5 | %17,4 | %17,4 | %17,3 | %17,2 | %17,2 | %17,1 | %17,0 | %15,2 |

Kaynak: Vakıf Yatırım

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- **Risksiz faiz oranı hesaplama metodolojisi:**
 - a) Çalışmamızda 10 yıllık devlet tahvillerinden hareketle Risksiz Faiz Oranı hesaplanmıştır.
 - b) Hesaplamızda anlık faiz oranı yerine 6 aylık ortalama faizler ile 24 Şubat 2021 tarihi itibarıyla geriye yönelik veriler kullanılmıştır.
 - c) 10 yıllık göstergelik Türk Tahvilin ilgili tarih itibarıyla getirisi %13,15, son 6 aylık ortalama getirisi ise %13,27'dir.
 - d) Buna göre değerlendirme modelimizde kullanılmak üzere Risksiz Faiz Oranı %13,27 olarak belirlenmiş, bu oranın 2021-2030 dönemi boyunca sabit kalacağı, uç değer hesabında ise detay periyodun 100 baz puan altında olacağı varsayılmıştır. Bu varsayıma ek olarak duyarlılık analizi yapılarak farklı risksiz faiz oranları için ulaşılabilecek farklı öz sermaye değerleri gösterilmiştir.
- **Risk primi:**
 - a) Piyasada son dönemde Türkiye ve Türkiye'de faaliyetlerini yürüten şirketlere yönelik hazırlanan raporlar ve Borsa İstanbul'da son gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde, risk priminin genel olarak %5-5,5 civarında kabul edildiği görülmektedir.

Şekil 39: Naturel gaz İNA Analizi

| milyon 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 | 1.295,2 | | | | | | | | | | |

Kaynak: Vakıf Yatırım

4.1.5.3. Duyarlılık Analizi**Şekil 40: Duyarlılık Analizi**

| | | Riskli Faiz Oranı (%) | | | | |
|-------------------------|------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | 11,3% | 12,3% | 13,3% | 14,3% | 15,3% |
| Sonsuz Büyüme Oranı (%) | 3,0% | 1299,9 | 1233,6 | 1172,4 | 1115,6 | 1062,9 |
| | 4,0% | 1369,4 | 1295,7 | 1228,0 | 1165,5 | 1107,8 |
| | 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 milyar TL şirket değeri hesaplıyoruz. Ayrıca belirli bir risksiz faiz oranında sonsuz büyüme oranındaki 1 puanlık değişim 56-103 milyon 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

Naturelgaz'ın halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri hesaplanırken İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerine eşit ağırlık verilmiş olup tespit edilen özsermaye değeri 1.121,3 mn TL'dir. Bu özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatın ise 11,21 TL olarak hesaplanmıştır.

Şekil 41: Değerleme Sonucu

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şekil 42: 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

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

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

Aşağıdaki tabloda; Naturelgaz 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 alt 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

| milyon TL | | Sonuç |
|---|-------------|---------|
| Halka Arz İskontosu Öncesi Piyasa Değeri | a | 1.121,3 |
| Halka Arz İskontosu | b | %20 |
| Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri | $c=a*(1-b)$ | 897,0 |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye | d | 100,0 |
| Halka Arz Pay Başına Değer (TL/Pay) | $e=c/d$ | 8,97 |
| Sermaye Artırım Miktarı (Nominal) | f | 15,0 |
| Halka Arz ile Şirket'e Girecek Nakit (Brüt) | $g=e*f$ | 134,4 |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri | $h=c+g$ | 1.031,4 |

Kaynak: Vakıf Yatırım

5. Ekler

5.1. EK 1 - Uluslararası Benzer Şirketlerin Bilgileri

| Şirket | Ülke | Net Satışlar (milyon \$) | FY2021 | | FY2020 | | İç Farklı |
|---|------------|--------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---|
| | | | Net Kar (milyon \$) | Net Kar (milyon \$) | Net Kar (milyon \$) | Net Kar (milyon \$) | |
| Suehsung Gas Corporation Limited | Çin | 173 | 34 | 13 | 214 | 31 | Çin de Jiangsu-Taiçang bölgesinde faaliyet gösteren Suehsung Gas, boru hattı üzerinden doğalgaz üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| DH Energy Holdings Limited | Çin | 9.397 | 1.270 | 708 | 4.323 | 1.742 | DH Energy Holdings, Çin'de doğalgaz dağıtım yapmaktadır. Huzhou, gaz üretimi, gaz dağıtım, boru hattı bakımı sağlarken, boru hattı ve taşınabilir doğalgaz satışı ve dağıtımını gerçekleştirilmektedir. |
| Kinlong Torch Gas Co., Ltd | Çin | 101 | 24 | 13 | 171 | 10 | Şirket'in ana faaliyet konusu taşınabilir doğalgaz ticareti olup hanehalkı ve endüstriyel müşterilerin yanında ana CNG alanında da faaliyet göstermektedir. |
| China Suncen Green Energy Corporation Limited | Çin | 1.793 | 402 | 192 | 2.424 | 3.692 | Doğalgaz tedarik hizmetleri sunan şirket, gaz üretimi, gaz dağıtım, gaz emme yönetimi, gaz ağı bakımı ve diğer hizmetleri sağlar. Ayrıca, |
| Shandong Shengli Co., Ltd. | Çin | 625 | 92 | 21 | 423 | 121 | Şirket, doğalgaz boru hatları ve doğalgaz kumbarı boru hattı ağlarını yatırım, işletme, işletme ve yönetimin yanı sıra enjeksiyonlu doğalgaz (LHG) ve alımlı doğalgaz (CHG) üretimi ve dağıtım ile uğraşmaktadır. |
| Gujarat Gas Limited | Hindistan | 1.245 | 258 | 161 | 514 | 76 | Şirket Hindistan'da konut, ticari ve endüstriyel müşterilerine boru hatları ile doğalgaz tedarik etmektedir. |
| Mahanagar Gas Limited | Hindistan | 291 | 114 | 28 | 296 | -225 | Mahanagar Gas, hastane, kulübeler, otel, uçak mutfak ve restoran gibi yurtiçi müşterilerine doğalgaz sağlar. |
| Confidence Petroleum India Limited | Hindistan | 108 | 15 | 4 | 88 | -3 | Şirket, Hindistan'da enjeksiyonlu petrol gaz (LPG) tüplerinin üretimi ve satışı gerçekleştirilmektedir. LPG / CHG Tüp Üretimi ve LPG İşletimi ve Pazarlama segmentlerinde faaliyet göstermektedir. |
| Indraprastha Gas Limited | Hindistan | 677 | 184 | 149 | 764 | -332 | Şirket, Hindistan'da doğalgaz dağıtım sektöründe faaliyet göstermekte olup ana faaliyet alanı dışında alımlı gaz emme alanındaki müşterilerine SSS CHG satışıyla da CHG ürünü sunmaktadır. |
| Korea Gas Corp | Güney Kore | 19.186 | 2.317 | -431 | 6.829 | 20.940 | Şirket, Güney Kore genelinde enjeksiyonlu doğalgaz (LHG) ve enjeksiyonlu petrol gazı (LPG) üretimi, toptan satış ve dağıtımını yapmaktadır. |
| Yesco Holdings Co., Ltd. | Güney Kore | 944 | 24 | -24 | 492 | 117 | Doğalgaz dağıtım şirketi olarak faaliyet gösteren Yesco Holdings, LHG ve diğer ürünlerin pazarlamasını yapmaktadır. |
| Latvian Gas | Letonya | 233 | 57 | 41 | 431 | -45 | Latvian Gas, doğalgaz ve sıvı gazların satın alınması, depolanması, dağıtım ve satışı sağlamaktadır. Şirket'in ana tedarik pazarı Rusya'dır. |
| Tokyo Gas Co., Ltd. | Japonya | 17.408 | 2.790 | 334 | 11.347 | 4.310 | Şirket, Tokyo ve çevresi için enjeksiyonlu doğalgaz üretimi ve tedariki sağlamaktadır. |
| Osaka Gas Co., Ltd. | Japonya | 12.144 | 1.846 | 424 | 10.110 | 5.117 | Şirket, Osaka, Kyoto ve Hyogo bölgelerinde, konut, ticari ve endüstriyel müşterilerine doğalgaz üretimi ve dağıtımını gerçekleştirilmektedir. |

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ

5.2. EK 2 - Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları

| Şirket | Ülke | Piyasa | Firma | FD/Satışlar | FD/FAVÖK |
|--|------------|--------------------|--------------------|--------------|---------------|
| | | Değerli (mn \$) | Değerli (mn \$) | | |
| 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 Suncien 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 |
| Tokeyo 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 |
| Medyan | | | | 1,80x | 10,93x |

Kaynak: Capital IQ

5.3. EK 3.a - Yurtiçi Enerji Şirketlerinin Çarpanları

| Şirket | Ülke | Piyasa | Firma | FD/Satışlar | FD/FAVÖK |
|---|----------------|--------------------|--------------------|--------------|---------------|
| | | Değerli (mn \$) | Değerli (mn \$) | | |
| Son 12 Aylık | | | | | |
| Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. | Türkiye | 216 | 1.075 | 3,79x | 21,30x |
| Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Şirketi | Türkiye | 17 | 24 | 11,62x | 15,35x |
| Ayem Enerji A.Ş. | Türkiye | 283 | 623 | 9,15x | 16,30x |
| Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş. | Türkiye | 52 | 55 | 50,90x | 71,53x |
| Aksu Enerji Üretim A.Ş. | Türkiye | 971 | 1.438 | 1,44x | 6,99x |
| Enerjisa Enerji A.Ş. | Türkiye | 2.041 | 3.047 | 0,99x | 6,77x |
| Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. | Türkiye | 338 | 631 | 4,57x | 15,94x |
| Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. | Türkiye | 784 | 2.766 | 2,28x | 9,66x |
| Borsa İstanbul Enerji Şirketleri | | | Medyan | 4,18x | 15,64x |
| Aygaz A.Ş. | Türkiye | 714 | 797 | 0,56x | 20,35x |

Kaynak: Capital IQ

EK 3b - AYGAZ İştiraklerden Arındırılmış Çarpanlar

| İştirak ve Ortaklıklar | Yöntem | Değerli | % | Aygaz Payı |
|---|--|-----------|--------|-----------------|
| Koç Finansal Hizmetler | YKBNK Piyasa Değeri x 41% @20% İskonto | 7.260,9 | 3,93% | 289,3 |
| EYAS | EUPRS Piyasa Değeri x 51% @20% İskonto | 10.482,75 | 20,00% | 2.096,5 |
| Eritak Enerji | Defter Değeri @30% İskonto | 834 | 50,00% | 417,2 |
| Opet Aygaz Gayrimenkul | Defter Değeri @30% İskonto | 197 | 50,00% | 98,3 |
| Toplam | | | | 2.901,3 |
| AYGAZ Piyasa Değeri | | | | 4.935,0 |
| Aygaz'ın Operasyonlarına Piyasaya Bıçtılı Değer | | | | 2.033,7 |
| AYGAZ Net Borç (2020/12) | | | | 603,5 |
| AYGAZ Operasyonel Değeri Üzerindeki FD (Market Implied EV) | | | | 2.637,2 |
| AYGAZ Son 12 Ay SATIŞLAR | | | | 10.144,7 |
| AYGAZ Son 12 Ay FAVÖK | | | | 418,5 |
| AYGAZ Düzeltilmiş FD/SATIŞLAR | | | | 0,28x |
| AYGAZ Düzeltilmiş FD/FAVÖK | | | | 6,33x |

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

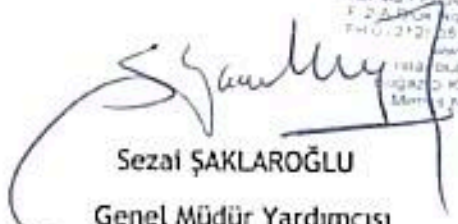
Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;


"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 Naturelgaz 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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Alan Çukulu Mandir Çiçek Park Maya Sitesi
F.22/10 No 18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 275257 Telsiz: 0 (212) 352 35 20
Faks: 0 (212) 352 35 77 E-posta: www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi: Kurumlar V.D. 522 008 8359
Mersis No: 0 9220 0613 500017


Sezal ŞAKLAROĞLU
Genel Müdür Yardımcısı


Mehtap İLBI
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,
- Aynı 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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Aksiyonculuk Bulvarı Maraslı Cad. Park Mh. No:156
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Tic. Sic. No: 272575/01-156257577 Faks: 0 (212) 352 36 20
www.vyad.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Mersis No: 0922009835900011

Sezai ŞAKLAROĞLU
Genel Müdür Yardımcısı

Mehtap İLBI
Müdür Yardımcısı


5.7. EK 7 - Lisans Belgeleri

Sezai Şaklaroğlu

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

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

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

| KURULUŞ | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|---|--------------------|----------------|---------------------|
|  | 30.08.2005 | 201576 | AKTİF LİSANS |

SEZAI ŞAKLAROĞLU, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Özellikleri:

Bu belgeye sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınavı 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 yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösteren 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 kurumsal bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli gücünün geliştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

| KURULUŞ | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|---|--------------------|----------------|---------------------|
|  | | | AKTİF LİSANS |

SEZAI ŞAKLAROĞLU, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Özellikleri:

Bu belgeye sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınavı 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 yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Türev Araçlar Lisansı 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://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8053878F-584E-4138-924F-094388A20490>

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olmasında ihtiyaç duyduğu en temel ihtiyaç olan, yüksek kaliteli ve güvenilirlikte bir eğitim ve sertifikasyon kuruluştur. Kuruluşumuzun temel amacı, sermaye piyasalarının sağlıklı ve etkin bir şekilde işlemesine ve gelişmesine katkı sağlayan lisanslama, sınav ve eğitim kuruluştur.

| KURULUŞ | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|---|--------------------|----------------|---------------------|
|  | 11.11.2019 | 219249 | AKTİF LİSANS |

UTKU UYGUR, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Yeterlilik Bilgi

Bu rozete sahibi olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı konusundaki 12 binaı, konusundaki bağımlı olarak ve 4 yıllık yüksek öğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı için çalışabilmeye ve SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösteren 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://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/081A572B-853C-4246-88F0-B396FD996343>

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olmasında ihtiyaç duyduğu en temel ihtiyaç olan, yüksek kaliteli ve güvenilirlikte bir eğitim ve sertifikasyon kuruluştur. Kuruluşumuzun temel amacı, sermaye piyasalarının sağlıklı ve etkin bir şekilde işlemesine ve gelişmesine katkı sağlayan lisanslama, sınav ve eğitim kuruluştur.

| KURULUŞ | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|---|--------------------|----------------|---------------------|
|  | 11.11.2019 | 208378 | AKTİF LİSANS |

UTKU UYGUR, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Yeterlilik Bilgi

Bu rozete sahibi olan kişi, Türev Araçlar Lisansı konusundaki 12 binaı, konusundaki bağımlı olarak ve 4 yıllık yüksek öğrenim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı için çalışabilmeye ve SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanmıştır.

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

