

# Naturel Gaz Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

## Mali Görünüm ve Değerleme

NTGAZ			
<b>Tavsiye</b>	<b>AL</b>		
Son Fiyat:	12,16		
Hedef Fiyat:	16,58		
Getiri Potansiyeli:	36,3%		
<b>Piy. Değeri:</b>	<b>8.363</b>		
<b>Firma Değeri:</b>	<b>8.372</b>		
<b>Halka Açıklık Oranı:</b>	<b>38,4%</b>		
<b>HAPD:</b>	<b>3.215,3</b>		
<b>Yıllık Ort. Hacim:</b>	<b>85,9</b>		
Hisse Perf.	Ay	6 Ay	Yıl
TL	0,2%	31,6%	15,4%
USD	-0,9%	23,0%	11,4%
Relatif	-2,2%	7,7%	-0,9%

Naturel gaz, 2025 yılı içinde operasyonel verimlilik başta olmak üzere segment bazlı büyüme stratejisi ve etkin maliyet yönetimi sayesinde finansal performansı güçlendirerek yılı güçlü sonuçlar ile tamamladı.

Yıl genelinde yaklaşık 359 milyon Sm<sup>3</sup> satış hacmine ulaşırken, 1,702 milyar TL FAVÖK, 1,223 milyar TL esas faaliyet karı, yıllık 901 milyon TL net dönem kar elde etmiş ve böylece önceki yıla kıyasla FAVÖK'te %14, esas faaliyet karında %21 ve net karda %88 oranında büyüme sergilemiştir.

Özellikle net kardaki bu artış operasyonel karlılıktaki iyileşmenin yanı sıra maliyetlerinin de etkin yönetimi ve daha yüksek marjlı segmentlere yönelim finansal kalitenin artmasıyla desteklenmiş, şirketin karlılık yapısının daha sürdürülebilir ve dengeli hale geldiğini göstermektedir.

14 Endüstriyel CNG Dolu Tesisi, 2 adet Oto CNG Tesisi olmak üzere toplam 16 tesise sahiptir. Çeşitli bölgelerde işbirliği tesis sözleşmeleri ile de müşterilere hizmet vermektedir. Sakarya'da üretim ve tasarım merkezi bulunmaktadır. Dökme CNG tesisleri endüstriyel CNG satışı, hem şehir gazı satışına hizmet etmekte.

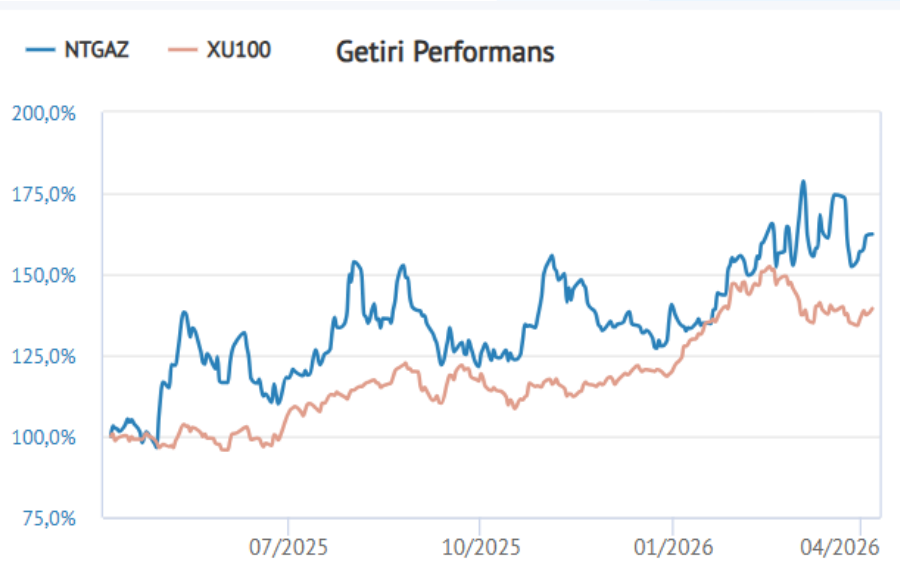
Muş ve Konya'da GES projeleri toplamda 37 milyon kWh yıllık üretim kapasitesine ulaşarak enerji maliyetlerini düşürmekte ve yıllık yaklaşık 2,5 milyon USD FAVÖK katkısı sağlamakta.

Bunlar özellikle enerji maliyetlerinin yüksek olduğu sektörlerde rekabet avantajı yaratıyor ve ayrıca Güney Afrika'da Afrojoule Energy'nin de %60 oranında satın alınması ve yine LNG Hub yatırımı ile uluslararası pazarlara açılması uzun vadeli büyüme hikayesini güçlendiriyor. Gaziantep'te devreye alınan yeni CNG dolu tesisi ise yurtiçi büyümeyi destekleyen önemli adım.

Naturel gaz'ı enerji ve dağıtım şirketlerinden ayıran temel unsur yalnızca gaz satışı yapan bir yapıdan ziyade lojistik, mühendislik ve dağıtım kabiliyetini entegre eden hibrit bir iş modeline sahip olmasıdır, gelir yapısının doğrudan BOTAŞ fiyat mekanizmasına bağlı olduğundan dolayı maliyet geçişkenliği yüksek, bu durum operasyonel riskleri sınırlarken marjların korunmasını sağlıyor.

Aynı zamanda şehir gazı segmentinde büyüme ile daha stabil ve öngörülebilir nakit akışı yaratılmakta, dökme CNG tarafında ise seçici müşteri portföyü ile marj optimizasyonu yapılmaktadır; iş modelini analiz ettiğimizde Naturel gaz'ın ana yapısının "tedarik + sıkıştırma (CNG) + lojistik + yeniden gazlaştırma + satış" a kurulu olduğu görülmekte olup ve özellikle şehir gazı iş modeli sayesinde boru hattı olmayan bölgelerde uzun vadeli ve düzenli gelir akışı elde edilmektedir.

Bu yapı "take-or-pay benzeri" süreklilik yaratmasa da müşteri bağımlılığı ve altyapı gereksinimi nedeniyle müşteri bağıllığı ile gelir görünürlüğünü artırmaktadır;



Mali Performans	2024/12	2025/12
Net Satışlar [mn TL]	7.501	7.951
Brüt Kar [mn TL]	1.944	2.174
Brüt Kar Marjı	25,9%	27,3%
FAVÖK [mn TL]	1.490	1.702
FAVÖK Marjı	19,9%	21,4%
Net Kar [mn TL]	479	901
Net Kar Marjı	6,4%	11,3%
Özsermaye [mn TL]	4.481	5.042
Aktifler [mn TL]	6.245	6.907
ROE*	12,2%	18,5%
ROA*	9,1%	13,4%

\* Oranlar yıllık olarak verilmiştir.



### Yönetici Özeti

Naturel gaz, 2025 yılında taşınabilir doğal gaz sektöründe liderliğini pekiştirmiş, hem operasyonel kapasite hem de pazar payı açısından güçlü bir büyüme sergilemiştir. Şirketin iş modeli, boru hattı dışı bölgelerde enerji arzı sağlama üzerine kuruludur ve bu yapı, Türkiye'deki altyapı eksikliklerinden kaynaklı yüksek yapısal büyüme fırsatı barındırmaktadır. 2025 yılı itibarıyla: Taşınabilir doğal gaz pazarı %19,5 büyümüş. Naturel gaz bu pazarda %33 paya ulaşmış, CNG segmentinde ise %76,4 gibi dominant bir pay elde edilmiştir. Şirketin faaliyetleri 6 ana segmentten oluşmaktadır: Endüstriyel CNG (ana gelir kaynağı) - Endüstriyel LNG - Şehir Gazı - Oto CNG - Kuyu CNG - GES (yenilenebilir enerji)

2025 yılında operasyonel gelişmelere bakıldığında şehir gazı segmentinde %28 büyüme kaydederek toplam büyümenin ana sürükleyicisi olduğu, buna karşılık dökme CNG segmentinde %10 daralma yaşandığı ancak bunun stratejik tercih olduğu, daha düşük marjlı işlerden çıkış anlamına geldiği görülmekte, bu dönüşüm doğrudan finansallara yansımış ve FAVÖK 1.702 milyon TL'ye yükselirken net karın 901 milyon TL'ye çıkarak %88 artması şirketin operasyonel karlılığını ciddi şekilde iyileştirdiğini göstermiştir.

Türkiye stratejisi kapsamında yalnızca mevcut operasyonlarını büyütmeyle kalmayıp enerji maliyetlerini düşürmeye yönelik yenilenebilir enerji yatırımlarına da yönelmiş, Muş ve Konya'da devreye alınan GES projeleri ile yıllık 37 milyon kWh elektrik üretimi hedeflenmiş ve bu yatırımların yıllık yaklaşık 2,5 milyon USD FAVÖK katkısı yaratması beklenmektedir, bu durum maliyet yapısını iyileştirerek marjları destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Uluslararası büyüme tarafında ise Güney Afrika merkezli Afrojoule Energy'nin %60 oranında satın alınması (Dolaylı olarak LNG Hub (%30,5 iştirak) ile birlikte Naturel gaz ilk kez yurtdışı operasyonlara adım atmış, bu hamle şirketi lokal oyuncudan bölgesel enerji platformuna taşıma potansiyeli içermiştir.

Finansal modeline baktığımızda gelirlerin büyük ölçüde regüle ve maliyet geçişkenliği yüksek bir yapıya sahip olduğu, maliyetlerinin ise doğal gaz alım fiyatı ve lojistik giderlere bağlı olduğu görülmektedir, bu yapı sayesinde FAVÖK marjını koruyabildiği ve net kar marjını 1,48'den 2,51'e yükselterek ciddi bir iyileşme sağladığı anlaşılmaktadır, CAPEX tarafında yüksek yatırım harcamaları söz konusu olmakla birlikte bu yatırımların büyük ölçüde kapasite artırımı ve maliyet düşürücü projelere yönelik olması nedeniyle de geri dönüş potansiyeli yüksek olup serbest nakit akışının orta-uzun vadede güçlenmesi beklenmektedir.

Şirketin büyümesi 3 ana ekseninde:

- 1. Şehir Gazı Genişleme;** Türkiye'de hala çok sayıda gazsız bölge var
- 2. Uluslararası Operasyonlar;** Güney Afrika ilk adım, Afrika ve gelişmekte olan ülkeler fırsat
- 3. LNG Segmenti;** Daha yüksek ölçeklenebilir, Endüstriyel dönüşümde kritik

Naturel gaz'ın stratejik güçlü yönleri ;

- 1. Altyapıdan Bağımsız İş Modeli ;** Boru hattına ihtiyaç yok , Türkiye gibi gelişmekte olan pazarlarda büyük avantaj
- 2. Pazar Liderliği;** %33 toplam pay , %76 CNG payı ile quasi-monopoly karakteri
- 3. Ölçek Ekonomisi ;** Tanker, tesis, müşteri ağı ile giriş bariyeri çok yüksek
- 4. GES Yatırımları;** Elektrik maliyetini düşürür ve EBITDA marjını destekler

Risk analizi tarafında ise;

- 1. Lojistik ve Yakıt Maliyet Riski;** Model tamamen taşımaya dayalı Diesel / enerji maliyetleri → direkt marj etkisi
- 2. Regülasyon Riski;** EPDK düzenlemeleri Fiyat kontrol mekanizmaları
- 3. Konsolidasyon Riski ;** Yeni satın alma (Afrojoule) Finansalların karşılaştırılabilirliği düşüyor
- 4. Sanayi Talep Zayıflığı;** Sanayi büyümesi düşük (%1,9) Talep riski var

Yatırımcı perspektifinden bakıldığında Naturel gaz'ın hikayesi "Türkiye'de taşınabilir doğal gazda lider, operasyonel verimlilik ile karlılığını artıran ve yeni yatırımlar ile sürdürülebilir büyüme yaratan enerji dağıtım ve lojistik şirketi" olarak öne çıkmaktadır.

Son elektrik ve doğalgaz zamlarının etkisi açısından bakarsak da; Doğal gaz lojistiği/dağıtım tarafında ise NTGAZ için etki karışık olur. Bir yandan nominal satış fiyatı yükseldiği için ciro TL bazında artabilir; öte yandan yüksek fiyat, talebi baskılayabilir ve işletme sermayesi ihtiyacını büyütebilir. Eğer sözleşmeler maliyeti müşteriye hızlı geçiriyorsa nötr-pozitif, geçiremiyorsa negatif olur. Yani NTGAZ burada "otomatik kazanan" değil; hacim, kontrat yapısı ve tahsilat hızı belirleyicidir. BOTAŞ tarifesindeki artış bunun temel girdisini etkiliyor.

NTGAZ için hedef değerimiz %36 yükseliş potansiyeli barındıran 16,58 TL olarak çıkmaktadır. Şirketin büyüme hikayesi var ama cash flow hassasiyeti yüksek ve maliyete duyarlı, bu nedenle marjlardan ziyade nakit akımı izlenmeli.

### Finansal Görünüm

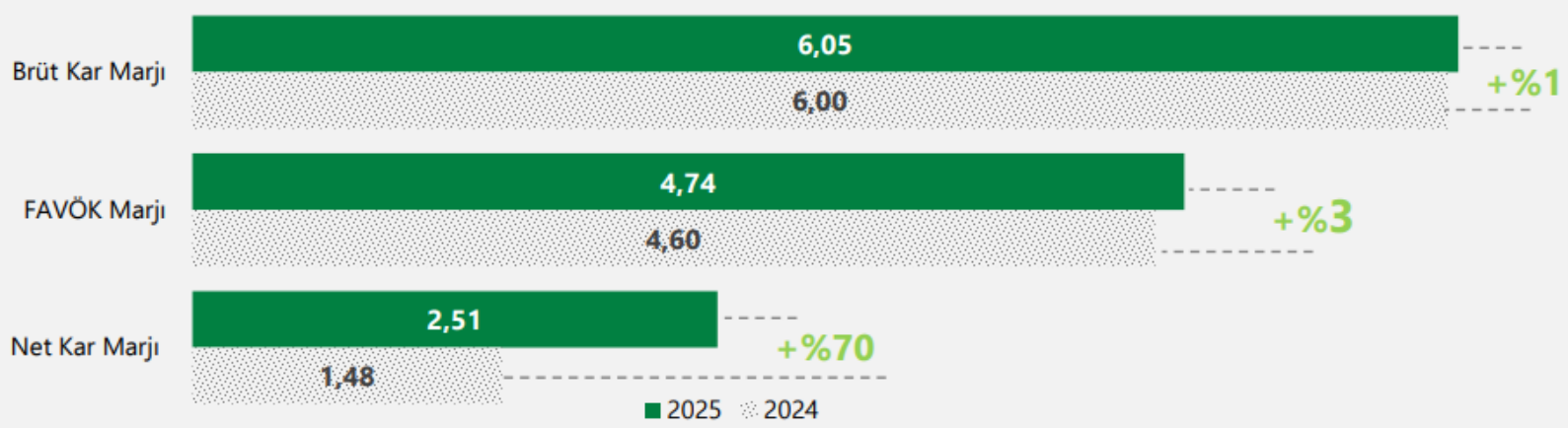
Naturel gaz'ın finansal görünüm tarafı detaylı incelendiğinde şirketin 2025 yılı boyunca oldukça zorlu bir makroekonomik ortamda faaliyet göstermesine rağmen operasyonel verimlilik, doğru segment dağılımı ve maliyet kontrolü sayesinde karlılığını güçlü şekilde artırdığı net olarak görülmektedir; makro cephede yıl boyu Türkiye ekonomisinde faiz oranlarının yüksek seyrettiği ancak yıl sonuna doğru %50'den %42,5'e gerilediği, buna karşın enflasyonun halen yüksek seviyelerde kalmaya devam ettiği, TÜFE'nin %30,89'dan %28,52'ye gerilediği ve ÜFE'nin %44,22'den %27,67'ye düştüğü bir ortam söz konusu, bu tablo teorik olarak maliyet baskısının azaldığını gösterse de döviz kurlarında ciddi artış (USD/TL 29,44'ten 35,36'ya, EUR/TL 32,57'den 36,83'e yükselmiş) özellikle ithal doğal gaz maliyetleri ve ekipman yatırımları açısından şirket üzerinde baskı yaratmaya devam etmiş, buna ek motorin fiyatlarının 38,89 TL'den 44,24 TL'ye yükselmesi lojistik maliyetlerini artırarak operasyonel giderleri yukarı yönlü etkilemiş, ancak burada kritik nokta Naturel gaz'ın bu maliyet baskılarına rağmen finansallarını bozmamasıdır.

2025 yılı itibarıyla; operasyonel verimlilik ve segment bazlı optimizasyon stratejisi etkisiyle finansal performansını güçlü şekilde artırarak yılı yaklaşık 359 milyon Sm<sup>3</sup> satış hacmi, 1,702 milyar TL FAVÖK, 1,223 milyar TL esas faaliyet kârı ve 901 milyon TL net dönem karı ile tamamlamış, böylece önceki yıla kıyasla FAVÖK'te %14, esas faaliyet karında %21 ve net kârda %88 oranında dikkat çekici bir büyüme kaydetmiştir.

Finansal performans temel göstergelerine bakıldığında satış hacmi %10,7 artmasına rağmen karlılık kalemlerinin daha yüksek oranlarda büyüdüğü görülmekte, bu durum "hacim değil kalite büyümesi" olarak tanımlanabilecek bir stratejiye işaret etmektedir, yani şirket daha düşük marjlı veya volatil segmentlerden çıkıp daha stabil ve yüksek marjlı segmentlere yönelmiştir, nitekim satış kırılımında şehir gazı segmentinin %28 büyüyerek toplam büyümenin ana sürükleyicisi olduğu, buna karşılık dökme CNG segmentinin %10 daraldığı görüldü, bu daralma olumsuz değil aksine stratejik bir tercih çünkü şehir gazı daha öngörülebilir nakit akışı ve daha yüksek operasyonel verimlilik sunmaktadır; karlılık tarafında en dikkat çekici gelişme marjlardaki iyileşmedir.

Özellikle net kar tarafında güçlü artış yalnızca operasyonel büyümeden değil, aynı zamanda marj iyileşmesi, maliyet kontrolü ve finansal giderlerin dengelenmesinden kaynaklanmış olup net kar marjı %1,48'den %2,51'e yükselmesi şirketin karlılık kalitesinin belirgin şekilde arttığını göstermektedir, bu dönemde yüksek amortisman giderlerine ve enflasyon muhasebesinin yarattığı parasal kayıplara rağmen net karın güçlü şekilde artması, şirketin faaliyetlerinden elde ettiği karın daha etkin şekilde nihai kara dönüştürebildiğini ortaya koyarken, vergi giderlerinde artışın da yüksek karlılığın doğal bir sonucu olduğu görülmekte, dolayısıyla 2025 yılında hem operasyonel hem de net karlılık tarafında güçlü ve sürdürülebilir bir performans sergileyerek finansal yapısını önemli ölçüde güçlendirmiştir.

Marj Değişimleri (TL/ Sm<sup>3</sup>)



# Naturel Gaz Sanayi Ve Ticaret A.Ş.

## Mali Görünüm ve DEĞERLEME

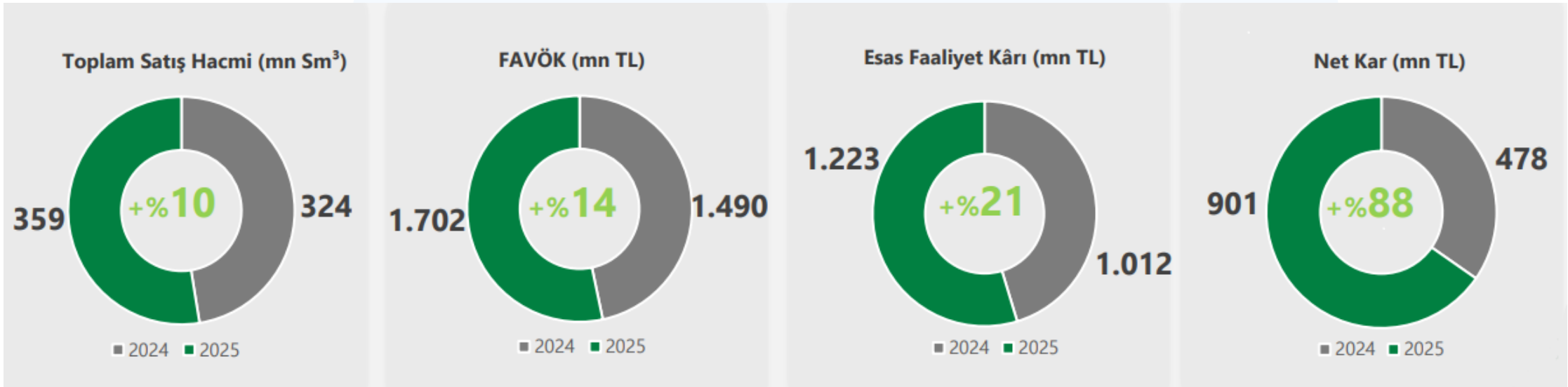
2025 yılında operasyonel verimlilik, segment bazlı büyüme stratejisi ve etkin maliyet yönetimi sayesinde finansal performansını önemli ölçüde güçlendirerek yılı güçlü sonuçlarla tamamlamıştır; yıl genelinde yaklaşık 359 milyon Sm<sup>3</sup> satış hacmine ulaşırken, 1,702 milyar TL FAVÖK, 1,223 milyar TL esas faaliyet karı ve yıllık bazda 901 milyon TL net dönem karı elde etmiş, böylece önceki yıla kıyasla FAVÖK'te %14, esas faaliyet karında %21 ve net karda %88 oranında dikkat çekici bir büyüme sergilemiştir, özellikle net kardaki bu güçlü artış operasyonel karlılıkta iyileşmenin yanı sıra maliyetlerin etkin yönetimi, daha yüksek marjlı segmentlere yönelim ve finansal kalitenin de artmasıyla desteklenmiş olup, şirketin karlılık yapısının daha sürdürülebilir ve dengeli bir hale geldiğini göstermektedir.

Finansal görünümde dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli unsur maliyet dinamikleridir, şirketin en büyük maliyet kalemleri doğal gaz alım maliyetleri, lojistik giderler (özellikle akaryakıt) ve bakım/operasyon giderleri olup gaz maliyetlerinin BOTAS fiyatlarına endeksli olmasıyla bu kalemden doğrudan kontrolü sınırlı ancak fiyat mekanizması sayesinde maliyet büyük ölçüde nihai fiyata yansıtılabilmekte, bu da marjların korunmasını sağlamaktadır.

Buna karşılık lojistik maliyetler daha da kritik olup motorin fiyatlarındaki artış doğrudan FAVÖK üzerinde baskı yaratabilecek bir unsurdur ancak geniş filo ve optimize rota yönetimi sayesinde bu etkiyi minimize ettiği anlaşılmaktadır; ayrıca yenilenebilir enerji yatırımları (GES projeleri) finansal görünüm açısından çok kritik rol oynamakta çünkü bu yatırımlar sayesinde elektrik maliyetleri düşürülüp operasyonel giderler aşağı çekilmekte ve bu durum doğrudan FAVÖK marjına pozitif katkı sağlamaktadır, yıllık yaklaşık 2,5 milyon USD FAVÖK katkısı beklentisi bu etkinin somut bir göstergesidir.

Finansal istikrar açısından güçlü nakit üretim kapasitesine sahip olduğu, operasyonlardan yaratılan nakdin hem yatırımları finanse etmek hem de temettü dağıtmak için yeterli olduğu görülmektedir, bu durum finansal sürdürülebilirlik açısından oldukça olumlu sinyal, ayrıca temettü dağıtımının 400 milyon TL'ye ulaşması şirketin yatırımcıya değer yaratma konusunda istikrarlı politika izlediğini göstermektedir.

Finansal görünümün diğer önemli boyutu ise uluslararası büyümenin etkisi, Afrojoule Energy satın alımı ile birlikte artık sadece Türkiye pazarına bağlı kalmayıp döviz bazlı gelir potansiyeli olan yeni bir coğrafyaya açılmıştır, bu durum orta ve uzun vadede hem gelir çeşitliliği hem de kur riski yönetimi açısından önemli bir avantaj sağlayacaktır.



### Bilanço Değerlendirmesi

2025 yıl sonu bilançosu detaylı incelendiğinde şirketin aktif büyümesini büyük ölçüde yatırım odaklı genişleme üzerinden gerçekleştirdiği ve bilanço kompozisyonunun bu stratejiyle uyumlu şekilde şekillendiği görülmektedir; toplam varlıklar içerisinde en belirgin değişim duran varlıklar tarafında gerçekleşmiş, maddi duran varlıkların 4,48 milyar TL'den 5,12 milyar TL'ye yükselmesi 640 milyon TL'lik net artışa işaret etmekte, bu artış doğrudan yıl boyunca gerçekleştirdiği CNG altyapı yatırımları, yeni dolum tesisleri, lojistik ekipmanlar ve özellikle GES projeleri gibi uzun vadeli verimlilik artırıcı yatırımların bilanço üzerinde yansımaları olarak okunabilir, bu kalemin toplam aktifler içinde ağırlığın artması artık daha varlık yoğun yapıya geçtiğini ve büyümeyi operasyonel kapasite artırımını üzerinden sürdürdüğünü gösteriyor.

Buna karşılık dönen varlıklarda 1,89 milyar TL'den 1,63 milyar TL'ye gerileyen yapı söz konusu olup bu düşüşün en önemli kırılımı nakit ve nakit benzerleri ile ticari alacaklarda görülmektedir, nakdin 466 milyon TL'den 334 milyon TL'ye düşmesi ilk bakışta likidite açısından negatif gibi algılanabilir ancak nakit akış tablosu ile birlikte değerlendirildiğinde bu düşüşün temel nedeninin yüksek yatırım harcamaları (CAPEX) ve temettü ödemeleri olduğu anlaşılmakta, yani şirket nakit yakmamış aksine ürettiği nakdi büyüme ve yatırımcı getirisi için kullanmış, ticari alacakların 1,24 milyar TL'den 1,14 milyar TL'ye gerilemesi satış hacmi artmasına rağmen alacakların azalması nedeniyle tahsilat performansında iyileşme veya müşteri yapısında daha kısa vadeli tahsilat yapılan segmentlere kayış olduğunu düşündürmekte, bu da işletme sermayesi yönetimi açısından pozitif bir sinyal vermektedir.

Stokların artması operasyon hacmindeki büyüme ile ilişkilidir; bilanço dipnotlarında en dikkat çekici unsur 2025 yılında ilk kez konsolide finansalların hazırlanmış olmasıdır, Afrojoule satın alımı nedeniyle birlikte artık bağlı ortaklıkların dahil edilmesi geçmiş dönemle birebir karşılaştırmayı zorlaştırmakla birlikte büyüme stratejisinin bir sonucu olarak değerlendirilmektedir, ayrıca TMS 29 kapsamında enflasyon muhasebesi uygulanması finansalların nominal değil de reel değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedir, son üç yıldaki %211 kümülatif enflasyon olması bu etkinin ne kadar büyük olduğunu ortaya koymaktadır.

Gelir tablosunda amortisman giderlerin 483 milyon TL gibi yüksek bir seviyede olması yatırım yoğun yapısını yansıtırken, vergi giderinin 569 milyon TL olması karlılıktaki artışın doğal sonucu, parasal kayıp kaleminin -146 milyon TL olması enflasyon muhasebesinin net kar üzerindeki etkisini göstermekte; nakit akışı tarafında işletme faaliyetlerinden 1,55 milyar TL gibi güçlü bir nakit üretimi sağlanmış olması operasyonlarının nakit yaratma gücünü ortaya koyarken, yatırım faaliyetlerinden 1,08 milyar TL çıkış olması da bu nakdin büyük ölçüde büyüme yatırımlarına yönlendirildiğini gösterirken, finansman faaliyetlerinden 461 milyon TL çıkış temettü ödemelerinden kaynaklanıyor.

Kısa vadeli yükümlülükler tarafında vergi yükümlülüklerinin 41 milyon TL'den 121 milyon TL'ye yükselmesi karlılığındaki artışın doğrudan yansımasıdır ve sürdürülebilir karlılık açısından olumlu bir sinyal olarak okunabilir, ancak aynı zamanda nakit çıkışı yaratacak bir kalem olduğu için likidite yönetimi açısından takip edilmesi gereken bir unsurdur, yine pasif tarafında ticari borçlar ve diğer yükümlülüklerdeki değişimlerin büyük ölçüde operasyon hacmiyle paralel hareket ettiği görülmekte, bu da bilanço kalemleri ile gelir tablosu arasında tutarlı ilişki olduğunu göstermekte; ayrıca verilen sipariş avanslarının azalması ve peşin ödenmiş giderlerdeki düşüş de yatırım projelerinin tamamlanma aşamasına geldiğini ve önceki dönemlerde yapılan ön ödemelerin artık maddi duran varlıklara dönüştüğünü düşündürüyor, bu da yatırım döngüsünün aktif fazından kullanım ve verimlilik fazına geçildiğine işaret eder.

	Dipnot Referansları	Cari Dönem	Önceki Dönem
		(Bağımsız Denetimden Geçmiş) 31 Aralık 2025	(Bağımsız Denetimden Geçmiş) 31 Aralık 2024
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>		<b>1.631.864.320</b>	<b>1.892.048.513</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4	334.894.102	466.476.357
Ticari Alacaklar	8	1.141.222.360	1.244.249.489
İlişkili Tarafardan Ticari Alacaklar	3	1.142.131	10.039.460
İlişkili Olmayan Tarafardan Ticari Alacaklar	8	1.140.080.229	1.234.210.029
Diğer Alacaklar	9	36.858.550	65.073.923
İlişkili Tarafardan Diğer Alacaklar	3	31.022.607	34.745.286
İlişkili Olmayan Tarafardan Diğer Alacaklar	9	5.835.943	30.328.637
Stoklar	6	82.154.961	49.691.153
Peşin Ödenmiş Giderler	10	32.727.720	62.645.941
Diğer Dönen Varlıklar		4.006.627	3.911.650
<b>Duran Varlıklar</b>		<b>5.275.551.399</b>	<b>4.624.564.063</b>
Diğer Alacaklar	9	38.137.556	-
İlişkili Tarafardan Diğer Alacaklar	3	38.137.556	-
Finansal Yatırımlar	5	7.999.711	7.999.711
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	5	17.091.900	-
Maddi Duran Varlıklar	11	5.123.895.072	4.480.420.731
Kullanım Hakkı Varlıkları	13	67.022.322	119.481.413
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	13.163.133	15.093.791
Peşin Ödenmiş Giderler	10	8.241.705	1.568.417
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>		<b>6.907.415.719</b>	<b>6.516.612.576</b>

Dipnot Referansları	(Bağımsız Denetimden Geçmiş) 31 Aralık 2025	(Bağımsız Denetimden Geçmiş) 31 Aralık 2024
	<b>KAYNAKLAR</b>	
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.066.722.557</b>	<b>1.299.290.312</b>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	134.501.276	96.829.414
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	19.075.959	105.178.958
Ticari Borçlar	659.464.248	881.348.489
İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar	1.566.693	914.961
İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar	657.897.555	880.433.528
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	65.067.731	66.793.226
Diğer Borçlar	121.899.251	45.607.947
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	121.899.251	45.607.947
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	45.375.186	85.990.769
Kısa Vadeli Karşılıklar	17.090.366	16.762.116
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	17.090.366	16.762.116
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.248.540	779.393
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>799.106.958</b>	<b>540.653.626</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	152.488.296	205.775.121
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	37.583.645	45.832.073
Uzun Vadeli Karşılıklar	32.948.197	20.954.718
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	32.948.197	20.954.718
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	576.086.820	268.091.714
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>1.865.829.515</b>	<b>1.839.943.938</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>5.041.586.204</b>	<b>4.676.668.638</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>5.041.924.649</b>	<b>4.676.668.638</b>
Ödenmiş Sermaye	690.000.000	690.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	1.334.024.535	1.334.024.535
<b>Diğer Kapsamlı Gelirler / (Giderler)</b>	<b>179.454.728</b>	<b>252.934.404</b>
-Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	179.464.674	252.934.404
-Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazanç/(kayıpları)	187.165.833	252.934.404
-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazanç/(kayıpları)	(7.701.159)	-
-Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	(9.946)	-
-Yurtdışındaki işletmelerin çevrimine ilişkin yabancılara para çevirim farkları	(9.946)	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	340.905.540	247.118.372
Geçmiş Yıllar Karları	1.596.943.571	1.674.046.055
Net Dönem Karı	900.596.275	478.545.272
<b>Kontrol gücü olmayan paylar</b>	<b>(338.445)</b>	<b>-</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>6.907.415.719</b>	<b>6.516.612.576</b>



### Piyasa Çarpanları

**PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri):** 2024 yılında 0,96 seviyesindeki PD/DD oranının 2025 yılında 1,60 seviyesine yükselmesi, piyasa tarafından defter değerine göre daha yüksek fiyatlanmaya başladığını göstermekte. Bu artış, Naturel Gaz'ın özellikle 2025 yılında sergilediği güçlü net kar büyümesi (%88 artış) ve artan karlılık kalitesi ile doğrudan ilişkilidir. 2024'te defter değerine yakın işlem gören şirket, 2025'te artık yatırımcılar tarafından büyüme potansiyeli ve sürdürülebilir karlılığı fiyatlanan bir yapıya dönüşmüştür. Ayrıca duran varlık yatırımları ve GES projeleri gibi uzun vadeli değer yaratacak unsurlar da bu çarpanın genişlemesinde etkili olmuştur.

**FD / FAVÖK (Firma Değeri / FAVÖK):** FD/FAVÖK oranı 2024'te 2,88 seviyesinden 2025'te 4,76 seviyesine yükselmiştir. Bu artış ilk bakışta çarpan genişlemesi gibi görünse de altında yatan neden, şirketin piyasa değerinin FAVÖK büyümesinden daha hızlı artmasıdır. FAVÖK %14 büyürken çarpanın yükselmesi yatırımcıların gelecekteki nakit akışlarını daha yüksek beklentiyle fiyatladığını göstermektedir. Özellikle şehir gazı segmentindeki büyüme, uluslararası açılım (Afrojoule) ve yenilenebilir enerji yatırımları bu beklentiye desteklemiştir.

**FD / Satışlar:** FD/Satışlar 0,57'den 1,02'ye yükselmesi, satış gelirlerine kıyasla şirket değerinin ciddi şekilde arttığını göstermektedir. Bu durum, satış büyümesini sınırlı (%10 civarı) kalmasına rağmen karlılık kalitesinin artmasıyla açıklanabilir. Yani piyasa artık sadece ciroya değil, cirodan elde edilen kara ve marj kalitesine odaklanmaktadır. Şirketin düşük marjlı dökme CNG'den çıkıp daha karlı şehir gazına yönelmesi bu dönüşümün ana sebebidir. Bu çarpandaki artış, gelir kalitesinin iyileştiğinin güçlü bir göstergesidir.

**F/K Oranı (Fiyat / Kazanç):** F/K oranının 8,98 seviyesinde sabit kalması oldukça dikkat çekici. Normalde net kar %88 artarken F/K'nın düşmesi beklenirdi, ancak burada piyasa değerinin de benzer oranda artmış olması nedeniyle oran sabit kalmıştır. Bu durum, piyasanın şirketin kar artışını önceden fiyatladığını ve beklentilerin gerçekleştiğini göstermektedir. Aynı zamanda bu seviyedeki F/K, şirketin hala aşırı pahalı olmadığını, büyümesine rağmen makul çarpanlarla işlem gördüğünü de ortaya koymaktadır.

**Temettü Verimi:** Temettü veriminin %6,70'ten %4,20'ye gerilemesi, daha düşük temettü dağıttığı anlamına gelmemekte, aksine hisse fiyatındaki artış nedeniyle verimin düşmesinden kaynaklanmaktadır. 2025 yılında dağıtılan temettü tutarı yüksek olmasına rağmen piyasa değeri daha hızlı arttığı için verim gerilemiştir. Bu durum, artık "yüksek temettü hissesi" olmaktan ziyade "büyüme + temettü dengesi" sunan bir yapıya geçtiğini göstermektedir.

Piyasa Çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PD/DD			1.34	1.84	1.57	0.96	1.60
FD / FAVÖK			7.90	2.80	5.03	2.88	4.76
FD / Satış			1.09	0.65	0.87	0.57	1.02
F/K Oranı			29.42	4.57	38.13	8.98	8.98
Temettü Verimi			3.59	0.64	5.93	6.70	4.20



### Finansal Yapı Ve Likitide

**Net Borç / FAVÖK:** Net borç / FAVÖK oranının -0,07'den -0,08'e gerilemesi (negatif olması) şirketin net nakit pozisyonunda olduğunu göstermektedir. Bu oldukça güçlü bir finansal yapı anlamına gelir. 2025 yılında yüksek yatırım yapılmasına rağmen şirketin borçluluğunu artırmaması ve hatta net nakit pozisyonunu koruması operasyonel nakit akışının gücünü ortaya koymaktadır. Bu durum, şirketin finansal riskinin oldukça düşük olduğunu ve gerektiğinde yeni yatırımlar için borçlanma kapasitesinin bulunduğunu göstermektedir.

**Finansal Kaldıraç:** Finansal kaldıraç oranının 28,23'ten 27,01'e düşmesi, borç kullanımını azaltarak daha dengeli bir sermaye yapısına geçtiğini göstermektedir. Bu düşüş, özkaynakların net kAr artışıyla büyümesinden kaynaklanmaktadır. Yani şirket büyürken borçla değil, daha çok kendi yarattığı kaynakla büyümektedir. Bu

**Faiz Karşılama Oranı:** Faiz karşılama oranının 11,51'den 21,19'a yükselmesi güçlü gelişmedir. Bu oran şirketin faiz giderlerini faaliyet karıyla kaç kat karşıladığını gösterir ve bu seviyede artış, borç servis kapasitesinin iyileştiğini ortaya koymaktadır. FAVÖK ve esas faaliyet karındaki artış bu iyileşmenin temel nedenidir. Bu durum aynı zamanda kredi riskinin azaldığını ve finansal sağlamlığın arttığını gösterir.

**Cari Oran:** Cari oranın 1,46'dan 1,53'e yükselmesi, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesinin arttığını göstermektedir. Bu artış sınırlı olsa da likidite açısından pozitif bir gelişmedir. Dönen varlıkların azalmasına rağmen kısa vadeli borçların daha dengeli yönetilmesi bu iyileşmeyi sağlamıştır. 1'in üzerindeki seviyeler sağlıklı kabul edildiğinden, şirketin likidite riski düşük görünmektedir.

**Döviz Pozisyonu (DP, mio TL):** Döviz pozisyonunun -317 milyon TL'den -295 milyon TL'ye iyileşmesi, açık döviz pozisyonu azalttığını göstermektedir. Bu önemli gelişme çünkü kur artışlarının yüksek olduğu dönemde döviz açığını azaltmak finansal risk yönetimi açısından kritik başarıdır. Özellikle ithal gaz maliyetine bağlı bir iş modelinde bu riskin azaltılması şirketin bilanço kalitesini güçlendirmektedir.

**DP / Özkaynak:** DP/Özkaynak oranının -7,08'den -5,85'e iyileşmesi de döviz riskinin özkaynaklara göre daha düşük seviyelere geldiğini gösteriyor. Bu oran ne kadar düşükse kur şoklarına karşı dayanıklılığı o kadar artar. 2025 yılında oranın iyileşmesi, hem özkaynak artışı hem de döviz pozisyonunun azaltılması sayesinde gerçekleşmiştir.

Finansal Yapı ve Likidite	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Borç / FAVÖK(x)	0.85	1.09	-0.14	-0.09	-0.20	-0.07	-0.08
Fin. Kaldıraç	49.38	41.74	31.97	26.08	20.35	28.23	27.01
Faiz Karşılama(x)	1.14	2.58	0.76	21.56	3.40	11.51	21.19
Cari Oran	0.97	0.91	1.40	2.11	1.76	1.46	1.53
Döviz Poz(DP, mio TL)	-74	-60	-38	-49	-30	-317	-295
DP/Özkaynak	-53.67	-25.48	-6.59	-1.79	-0.88	-7.08	-5.85

Tüm çarpanlar ve finansal oranlar birlikte değerlendirildiğinde Naturel Gaz'ın 2025 yılında yalnızca büyümediği, aynı zamanda **finansal kalitesini ciddi şekilde artırdığı** görülmektedir; piyasa çarpanlarındaki yükseliş yatırımcı beklentilerinin arttığını, karlılık oranlarındaki iyileşme operasyonel gücün arttığını, borçluluk ve döviz pozisyonundaki iyileşme ise risk profilinin düştüğünü göstermektedir. Özellikle net borçsuz yapı, güçlü faiz karşılama oranı ve artan marjlar büyüme hem de finansal sağlamlık açısından dengeli bir noktaya taşımıştır.

## DEĞERLEME

Türkiye’de doğal gaz penetrasyonu artıyor bu nedenle büyüme beklentimizi %18’den başlayarak azalttık. EBITDA marjını %18’den %17’ye çektik. Lojistik maliyetlerinin artması (diesel + enerji) ve yapılan gaz zamlarının working capital baskısı yaratmasını bekliyoruz.

CAPEX’i %12’den %8 çektik ki bu da, ilk yıllar yatırım yoğun sonra olgunlaşma evresi olmasını beklediğimizden. En kritik nokta WACC’dı (TL bazlı 21 aldık) Risk free: %28, ERP: %6, Beta: 0.9, Borç maliyeti: %30 sonrası ~%21 ve bunun Türkiye için realistic olduğunu düşünmekteyiz.

Terminal Growth %5 çünkü; Türkiye + enerji sektörü için uzun vadeli gerçekçi olduğunu varsayımında bulduk.

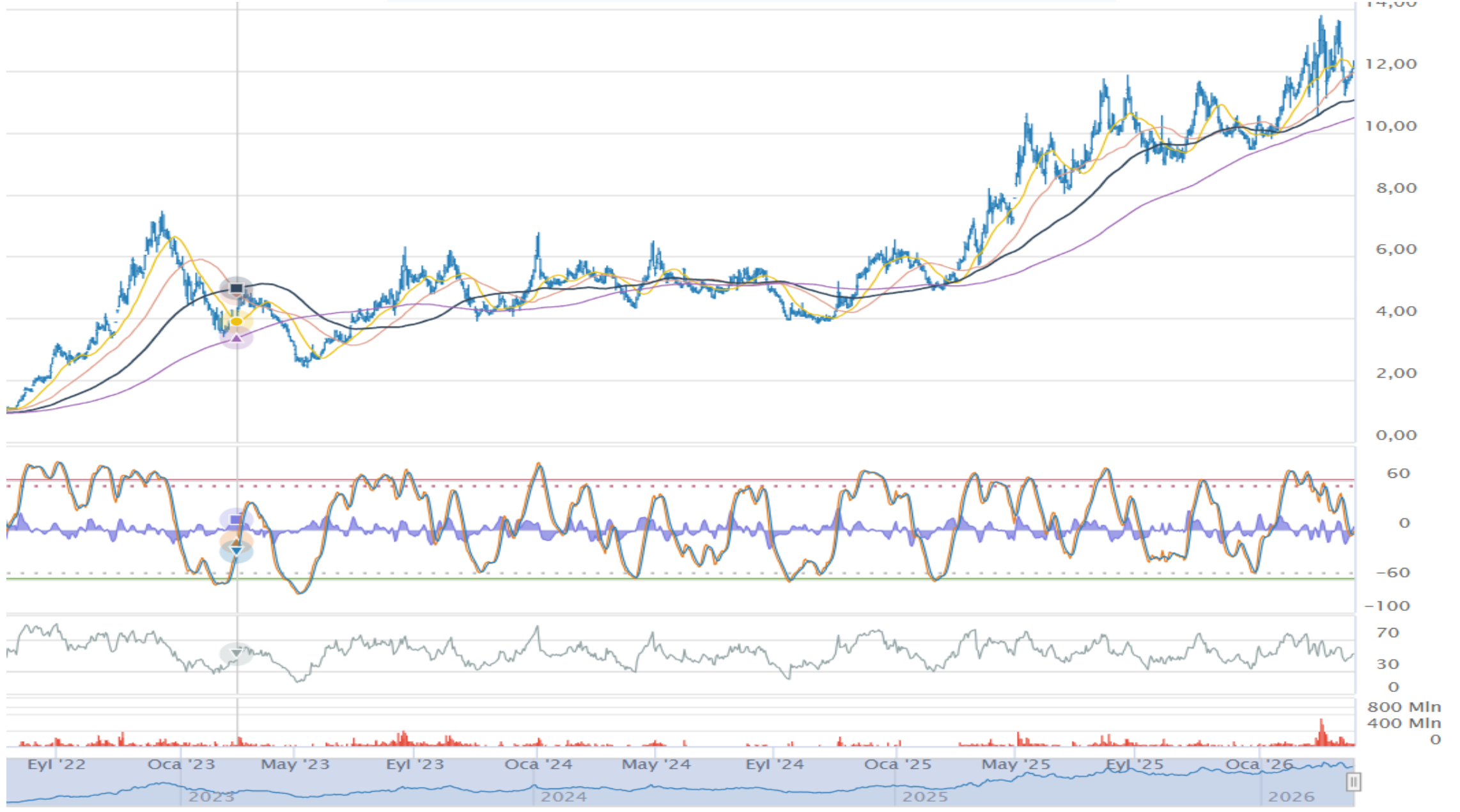
Bu varsayımlar altında NTGAZ için hedef değerimiz %36 yükseliş potansiyeli barındıran 16,58 TL olarak çıkmaktadır. Şirketin büyüme hikayesi var ama cash flow hassasiyeti yüksek ve maliyete duyarlı, bu nedenle marjlardan ziyade nakit akımı izlenmeli.

Model item	Value	Year	Growth	Revenue	EBIT	NOPAT	Reinvestment Rate	Reinvestment	FCF	Discount Factor	PV of FCF
Revenue 2025A	7.950,6	2025A	0,0%	7.950,6	1.223,1	978,5	0,0%	0,0	978,5	1,0000	978,5
EBIT 2025A	1.223,1	2026E	18,0%	9.381,7	2.157,8	1.726,2	22,5%	388,4	1.337,8	0,8264	1.105,6
EBIT Margin 2025A	23,0%	2027E	16,0%	10.882,8	2.503,0	2.002,4	20,0%	400,5	1.602,0	0,6830	1.094,2
Tax Rate	20,0%	2028E	14,0%	12.406,4	2.853,5	2.282,8	17,5%	399,5	1.883,3	0,5645	1.063,1
ROIC	80,0%	2029E	12,0%	13.895,2	3.195,9	2.556,7	15,0%	383,5	2.173,2	0,4665	1.013,8
Growth 2026	18,0%	2030E	10,0%	15.284,7	3.515,5	2.812,4	12,5%	351,5	2.460,8	0,3855	948,8
Growth 2027	16,0%										
Growth 2028	14,0%										
Growth 2029	12,0%										
Growth 2030	10,0%										
WACC	21,0%										
Terminal Growth	5,0%										
Net Debt	8,76										
Shares Outstanding	690,00										
Current Price	12,16										

Metric	Formula / Value
PV of explicit FCF	5.225,5
Terminal Value	16.149,2
PV of Terminal Value	6.226,2
Enterprise Value	11.451,7
Less: Net Debt	8,8
Equity Value	11.442,9
Intrinsic Value / Share	16,58
Current Price	12,16
Upside / Downside	36,4%

## TEKNİK GÖRÜNÜM



## Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	84.44	AL	62.78	SAT	77.58	SAT
RSI	51.38	AL	58.33	SAT	58.29	SAT
Williams%R	-61.79	SAT	-52.65	AL	-20.86	NÖTR
Momentum	97.35	SAT	121.81	AL	175.24	AL
MACD	-0.03	SAT	0.65	AL	1.85	AL
ADX	13.28	AL	45.24	AL	37.31	AL
CCI	0.82	NÖTR	63.06	NÖTR	116.90	NÖTR
Ultimate Oscillator	55.52	NÖTR	45.09	NÖTR	52.45	NÖTR
ROC	-2.65	NÖTR	21.81	NÖTR	19.06	NÖTR
Hareketli Ortalama	11.96	NÖTR	11.64	NÖTR	10.70	NÖTR
<b>Al Sayısı</b>		<b>3</b>		<b>4</b>		<b>3</b>
<b>Sat Sayısı</b>		<b>3</b>		<b>2</b>		<b>2</b>
<b>Nötr Sayısı</b>		<b>4</b>		<b>4</b>		<b>5</b>

## Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	12.12	11.79	11.95	12.03	12.19	12.27	12.43	12.51
Camarilla	-	12.05	12.08	12.10	12.19	12.14	12.16	12.19
Fibonacci	-	11.95	12.04	12.09	12.19	12.28	12.33	12.43
Demarks's	-	-	-	12.11	12.19	12.35	-	-

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinizle uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

**M. Baki ATILAL - Genel Müdür Yardımcısı**

**Sıla GİRGIN - Uzman Yardımcısı**

## Yatırım Artık Daha Kolay!

A1 Capital'in güçlü altyapısı, uzman kadrosu ve yenilikçi dijital çözümleriyle yatırım yapmaya bugün başlayın.

Hemen Hesap Aç



[alcapital.com.tr](http://alcapital.com.tr)

## Genel Müdürlük

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. 1. Levent Plaza No:173 Kat:5, 34394  
Şişli / İstanbul  
E-Posta: info@alcapital.com.tr Telefon: 0212 371 18 00

### Adana

Adana - Telefon: 0322 970 02 30  
Çınarlı Mahallesi, Ziyapaşa Bulvarı, Günep  
Ziyapaşa İş Merkezi, Bina No:78 Kat:9 Daire:905  
Seyhan / ADANA

### Ankara

Ankara - Telefon: 0312 419 04 77  
Tunalı Cad. No:14/4 Çankaya / ANKARA

Ankara Çankaya - Telefon: 0312 309 02 60  
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266  
Tepe Prime İş Merkezi B Blok No:62 06800 Çankaya / ANKARA

Ankara Dumlupınar - Telefon: 0312 970 50 08 / 0312 970 50 09  
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266  
Tepe Prime İş Merkezi C Blok 5. Kat No:69 Çankaya / ANKARA

Ankara Tunalı Hilmi - Telefon: 0312 466 66 71  
Remzi Oğuz Arık Mahallesi, Tunalı Hilmi Caddesi No:114  
Daire:46 Çankaya / ANKARA

### Antalya

Antalya - Telefon: 0242 324 09 00  
Şirinyalı Mah. Lara Cad. No:100 Aysel Göksoy Apt.  
Kat:1 Daire:4 Muratpaşa / ANTALYA

### Bursa

Bursa - Telefon: 0224 233 30 83  
Küçükbalıklı Mah. Başaran Sok. No:6 Osmangazi / BURSA

### Çanakkale

Çanakkale - Telefon: 0286 218 04 00  
Barbaros Mah. Atatürk Cad. Kıyı AVM No:25-32 Merkez

### Eskişehir

Eskişehir - Telefon: 0222 502 01 64  
Hoşnudiye Mah. İsmet İnönü 1. Cad. No:13  
Yalçın Kılıçoğlu Plaza Kat:5 Daire:508 Tepebaşı / ESKİŞEHİR

### İzmir

İzmir - Telefon: 0232 404 01 21  
Cumhuriyet Bulvarı No:64 Kat:7 D:11-12 Konak / İZMİR

İzmir Konak - Telefon: 0232 402 30 71 - 0232 402 30 72  
Halkapınar Mahallesi, 1203/1 Sokak Megapol Çarşı Kule No:5-7  
Kat:15 Daire:153 Konak / İZMİR

### İstanbul

İstanbul Ataşehir - Telefon: 0216 688 42 40  
Barbaros Mah. Gelincik Sok. Uphill Court C3 Blok, No:2  
Daire:1 Ataşehir / İSTANBUL

İstanbul Beylikdüzü - Telefon: 0212 852 44 39  
Barbaros Hayrettin Paşa Mah. 1997 Sok. Phuket Life  
Residence No:12 Kat:5 Daire No:41 Esenyurt / İSTANBUL

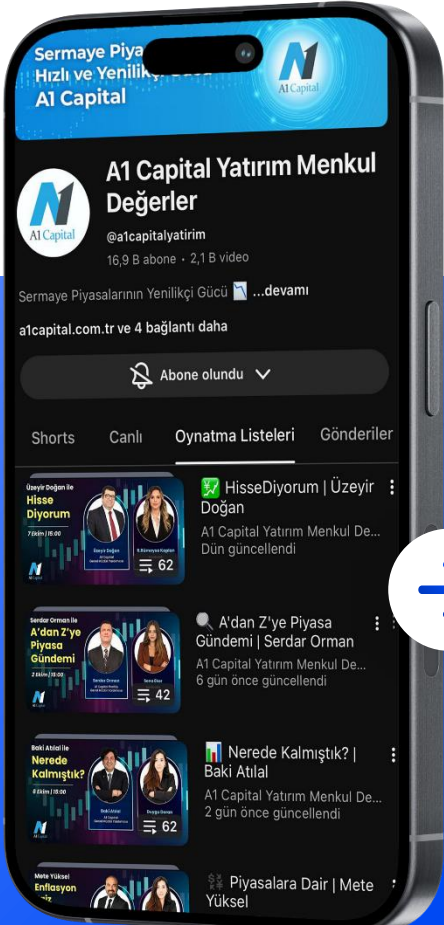
İstanbul Göztepe - Telefon: 0216 407 26 22  
Bağdat Cad. Permiz Apt. No:251/10 Caddebostan - Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Merkez - Telefon: 0212 371 18 00  
Beybi Giz Plaza Meydan Sokak No:1 Kat:2 Maslak / İSTANBUL

İstanbul Kadıköy - Telefon: 0216 338 35 36  
Osmanağa Mah. Osmancık Sok. Emin Han No:12/105 Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Nuro Tower - Telefon: 0212 371 43 56  
İzzetpaşa Mahallesi, Yenyol Caddesi No:3 Nuro Tower  
Kat:31 Ofis No:3109 İç Kapı No:243 Şişli / İSTANBUL

İstanbul Zorlu - Telefon: 0212 845 8205  
Levazım Mahallesi Kuru Sokağı No:2 R3 Kule T242 Beşiktaş / İSTANBUL



Bizi Takip Edin!



 YouTube  
/@alcapitalyatirim

## Uzman Yorumuyla Piyasalar

Uzmanlarımızın katılımıyla hazırlanan analiz videoları, haftalık borsa yorumları ve ekonomik gelişmelere dair değerlendirmeleri YouTube kanalımızdan izleyebilirsiniz.