

Enerji İstatistik Notu 65: LNG Şirketleri Bu İşten Ne Kazanıyor?

Tek cümle: “Marj olarak da Venture Global’ın marjı Cheniere’in iki misli. Yani 100 mtpa kapasite için bu kadar hızlı finansman kapatmasına da şaşmamak lazım.”

Bariş Sanlı, barissanli2@gmail.com

Geçtiğimiz 1 hafta içerisinde ABD’deki önemli LNG şirketleri Cheniere ve Venture Global çeyreklik verilerini yayınladılar. Bu veriler üzerinden LNG satış fiyatları ve marjları bu raporun konusudur.

Venture Global, LNG’de modüler bir teknolojiye geçtiği için bir anlamda daha yenilikçi kabul ediliyor. Cheniere ise bir dev, 47 mtpa (million ton per annum= 65 milyar m3) gaz ihracatı yapabiliyor. Bir ölçek olarak Türkiye’nin tüm gaz tüketimi 53 milyar m3 baz alınabilir¹. Venture Global yeni başladı. Şu sıralar 27 mtpa kapasitede ama 100 mtpa (138 milyar m3)’yı hızlı bir kurulum ile kısa sürede tamamlayabilir.

Venture Global’ın (“VG”) başı Shell, BP, Rapsol, Edison gibi enerji şirketleri ile dertte². Arkasında da çok teknik bir sebep var. Bir tesisin anlaşmaya göre ne zaman kabulü yapılmış sayılır? Anladığımız kadarı ile VG, Calcesieu Pass’da ilk ihracatını Mart 2022’de yapıyor. Modüler bir teknoloji olduğundan, tüm tesisi devreye almadan LNG ihracatına başlıyor. Fakat FERC kurallarına göre “commissioning” (kabul) tüm tesis birlikte olduğunda yapılıyor. VG’de resmi kabul olmadığını gerekçe göstererek kargoları kendi satıyor, anlaşma yaptıklarına teslim etmiyor. Bu arada 3 yıl LNG satan tesisin 2025 Nisan’da tam kabulü yaptı.

Diğer petrol şirketleri de “sen bize vereceğin kargoları kendin Avrupa’ya yüksek fiyattan sattın” diye tahkime gitti. Olay büyüdü, Avrupa ve ABD’nin duruma el koyması da istendi³. Ama Venture Global yeni bir dev ve arkasında da yenilikçi teknolojisi yatıyor. Yoksa Gorgon LNG gibi tesislerde gördüğümüz, her tesise özel mühendislik tasarımı ile maliyetleri katlanan LNG satıcıları da var.

Peki bir anda 100 mtpa LNG kapasitesine finansman bulacak kadar başarılı bir teknolojinin(=düşük maliyet) bedeli ne? Enflasyonu da hesaba katarsak

- Cheniere 2022’de 8 milyar \$ ile 5 mtpa kapasite inşa etmiş⁴. Bu 1 mtpa kapasite 1.6 milyar \$ demek. Tabii 2022’deki 1 \$’ı bugüne getirince 1.09\$ olduğu dikkate alınanda 1.7 milyar \$/mtpa
- Venture Global için ise son açıklanan rakamlara göre 18 mtpa kapasite artışı için 18 milyar \$ yatırım yapacak⁵. Yani 1mtpa kapasite için 1 milyar \$/mtpa’ki bu rakam daha düşük de olabilir.

Kısaca LNG devriminin başlatıcısı ve devi Cheniere’in tesislerini yaptığı fiyatın %60’ına Venture Global modüler teknolojisi ile daha ucuza kapasite (mtpa) inşa edebiliyor. İkisi de sonunda LNG üretmek için girdi olarak Henry Hub gaz fiyatlarını kullanıyor.

Peki bu kurulum avantajının yanında gazları kaçta satıyorlar? Bunun için Cheniere’in ve Venture Global’ın ilk çeyrek açıklamalarına bakmamız gerekiyor.

¹ <https://dunyaenerji.org.tr/turkiyenin-dogal-gaz-talebinin-2024te-53-milyar-metrekup-olacagi-hesaplaniyor/>

² <https://www.spglobal.com/commodity-insights/en/news-research/latest-news/lng/090524-shell-says-venture-global-wrongfully-earned-35-bil-from-calcasieu-pass-lng-commissioning-delay>

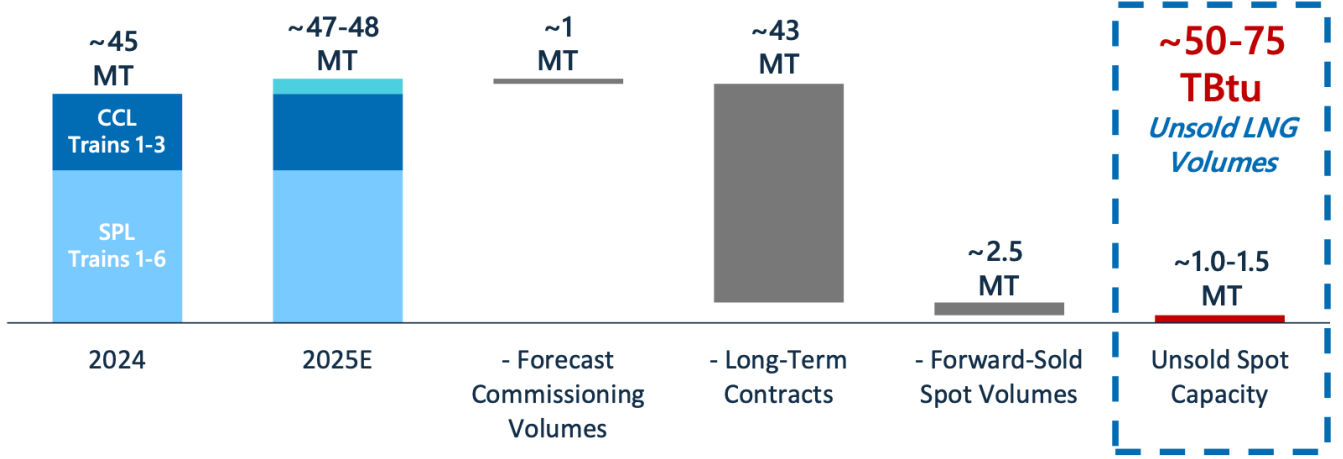
³ <https://www.ft.com/content/90891fb9-9bb9-4777-8b10-5e071514ea09>

⁴ <https://www.caller.com/story/news/local/2022/10/05/cheni-ere-breaks-ground-on-8-billion-expansion-of-lng-export-facility/69527123007/>

⁵ <https://www.reuters.com/business/energy/venture-global-announces-18-billion-expansion-plaquemines-lng-plant-2025-03-06/>

Cheniere'in güzel bir yatırımcı sunumu var⁶. Hatta burada çok da ilginç bilgiler bulunabilir. Mesela kontrat yapısını görmek mümkün. Cheniere'in kontrat yapısının büyük bölümü uzun dönemli. Bu şaşırtıcı değil çünkü zaten bu uzun dönemli kontratları göstermeden yatırımı kapatamıyorlar. ABD Enerji Bakanlığı'nda onayda bu kontratları görmek istiyor.

2025 LNG Volume Guidance



Venture Global'in de bildiğiniz finansal çeyreklik raporlaması var⁷. Fikir vermesi açısından çok doğru olmasa da Consolidated Adjusted EBITDA üzerinden tesis marjlarına bakabiliriz. Zaten Venture Global kendi açıklamasında 2025 için 6-7 \$/mmbtu sabit sıvılaştırma bedeli talep edeceğini de söylüyor ki 2025Çeyrek1 marjı buna yakın.

		Cheniere (46 MTPA)		Venture Global (27 mtpa)	
		2024 Ç1	2025 Ç1	2024 Ç1	2025Ç1
(milyon \$)	Gelir	4253	5444	1414	2894
(milyon \$)	EBITDA	1773	1872	693	1346
(enerji)	Tbtu	602	609	140.9	228.3
(adet)	kargo	166	168	40	63
(milyon \$)	Kargo başı gelir	25.62	32.40	35.35	45.94
(100 mcm)	Kargo başı mmbtu	3.63	3.63	3.52	3.62
(\$/mmbtu)	Ortalama satış fiyatı	7.06	8.94	10.04	12.68
(\$/mmbtu)	Tahmini tesis marjı	2.95	3.07	4.92	5.90
(\$/mmbtu)	Henry hub Fiyatları	2.13	4.15	2.13	4.15

Genelde her bir LNG kargosu 100 milyon m3 kabul edilebilir. Dikkat edilirse oyuna sonradan giren Venture Global'in çok daha yüksek fiyatlara gaz sattığı ve tahmini marjının yüksek olduğu görülebilir. Oysa tesisi mtpa kapasite başına Cheniere'in %60'ına mal olmuştu.

⁶ <https://lngir.cheniere.com/news-events/press-releases/detail/318/cheniere-reports-first-quarter-2025-results-and-reconfirms>

⁷ <https://investors.ventureglobal.com/news/news-details/2025/Venture-Global-Reports-First-Quarter-2025-Results/default.aspx>

Marj olarak da Venture Global'ın marjı Cheniere'in iki misli. Yani 100 mtpa kapasite için bu kadar hızlı finansman kapatmasına da şaşmamak lazım.

Peki iki dönem arasındaki bu fark neden? Muhtemelen 2015'den 2025'e değişen kontrat yapısı bu olayın ana sebebi. Öncü olan Cheniere işe başladığında(2018'de ilk kargo) fiyatlar yüksek değildi. Fakat sonrasında VG devreye girdiğinde Avrupa'da kriz başlamıştı ve daha yüksek bedellere kontrat yapabilmiş görünüyor. Özellikle finansal raporda belirtilen 6-7 \$/mmbtu sabit sıvılaştırma bedeli, Cheniere'in 2025Ç1'de 4.15'e aldığı gazı 8.94'e sattığı fiyat arasındaki 5\$/mmbtu altı rakamdan %20-25 daha fazla.

Bir de tersinden bakarsak, VG'nin 24 Ocak 2025'teki halka arzı tarife savaşlarına denk gelince pek de güzel bir arz olmadı⁸. Fakat bu çeyrek raporunda yatırımcısına tekrar umut verdi. Ama küresel ticareti yapılan gaz talebinde yavaşlama olursa işler yine farklılaşabilir⁹.



⁸ <https://www.nasdaq.com/market-activity/ipos/overview?dealId=1318831-112408>

⁹ <https://www.investing.com/equities/venture-global-inc>