

NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

24 Mart 2021

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum.....	8
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	10
5	Görüş	16

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") Konsorsiyum Lideri ve Global Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Global Menkul") Konsorsiyum Eş Lideri olduğu Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturelgaz", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan 4 Mart 2021 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Mart 2021
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	100.018.594 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal)	Ortak Satışı: 16.382.231 TL Sermaye Artırımı: 14.981.406 TL Toplam: 31.363.637 TL
Ek Satış (Nominal Değer)	3.136.363 TL (%10)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	115.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%27,27 (Ek Satış Dahil %30,00)
Halka Arza Aracılık Eden Lider Kuruluş	Vakıf Yatırım
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel Yatırımcı: %60 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı: %30 Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı: %10
Taahhütler	180 Gün Satmama Taahhüdü
Fiyat İstikrarı	BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.
Halka Arz Satış Fiyatı	8,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	266.590. 915 TL (Ek Satış Dahil 293.250.000 TL)

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tablo 2: Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI		ARZ SONRASI (Ek Satış*)	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Global Yatırım Holding A.Ş. (GLYHO)	95.515.009	95,5	83.636.363	72,7	80.500.000	70,0
Aksel Goldenberg	4.267.451	4,3	0	0	0	0
Kanat Emiroğlu	236.134	0,2	0	0	0	0
Halka Açık	0	0,0	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: Vakıf Yatırım

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Naturel gaz; enerji sektöründe, Dökme CNG (Sıkıştırılmış Doğal Gaz) ve LNG (Sıvılaştırılmış Doğal Gaz), Şehir Gazı, Oto CNG, Kuyu CNG olmak üzere 4 iş kolunda faaliyet gösteren taşımali doğal gaz şirkettir. Şirket'in faaliyet konusu esas sözleşmesinin 3. maddesinde aşağıda yer alan şekilde belirtilmektedir:

Şirket, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Doğalgaz Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuata uymak kaydı ile Türkiye sınırları ve yabancı ülkelerde doğal gazın kuyu başı, ulusal iletim şebekesi veya şehir içi dağıtım sisteminden, tedarikçilerden ve/veya dağıtım şirketlerinden satın alıp, aşağıdaki iş ve işlemleri gerçekleştirebilir:

- a) Doğalgaz ile ilgili kanun ve mevzuatta düzenlenmiş bütün lisansların alınması ve bedellerin ödenmesi,
- b) Sıkıştırılması, basınçlı kaplara doldurulması ve toptan veya perakende satışı ve bunlarla ilgili kanun ve mevzuatta düzenlenmiş bütün lisansların alınması ve bedellerinin ödenmesi,
- c) Sıkıştırılmış haldeki doğal gazın özel vasıtalarla şehirler arasında taşınması bunlarla ilgili kanun ve mevzuatta düzenlenmiş bütün lisansların alınması ve bedellerinin ödenmesi,
- d) İletim şebekelerinin ulaşamadığı yerlerde basıncının düşürülerek satışı bunlarla ilgili kanun ve mevzuatta düzenlenmiş bütün lisansların alınması ve bedellerinin ödenmesi,
- e) CNG dolum, taşıma, boşaltım ve muhafaza tesislerinin mevzuatta belirlenen usul ve esaslar ile öngörülen standartlara göre planlanması, projelendirilmesi, inşa edilmesi veya temin edilmesi ve işletilmesi,
- f) Konusu ile ilgili her türlü yapı projeleri çizmek ve çizdirmek, etütler hazırlamak, ilgili kamu kuruluşlarından tescillerini yaptırmak, ruhsatlarını ve iskânlarını almak ve aldirmek,
- g) Konusu ile ilgili her nevi resmi ve özel ihalelere katılmak, bu ihaleleri almak, ihale konularını yapmak, yaptırmak, devretmek,
- h) Şirket ihtiyacı için inşaat makineleri alet ve edevatların ithalatı ihracatı ve pazarlanmasını yapabilmek,
- i) Resmi ve özel kurum ve kuruluşların Şirket konusu ile ilgili olarak açmış oldukları ihalelere katılmak, taahhütlerde bulunmak,
- j) Doğalgaz tesisat işlemleri yapmak, Doğalgaz taşıma boru hatları döşeme, ev ve işyerlerinin doğalgaz tesisat işlerini yapmak, bu konu ile ilgili olarak resmi ve özel kurum ve kuruluşların açmış olduğu ihalelere iştirak etmek, taahhütlerde bulunmak,
- k) İthalat (Spot LNG, CNG) faaliyeti yapmak.

Esas sözleşmesinde de belirtildiği üzere, Şirket, taşımali doğal gaz sektöründe faaliyet göstermektedir. Taşımali doğal gaz sektörü ile kastedilen, boru hatlarıyla doğal gazın ulaşmadığı noktalara doğal gazın taşıma yöntemiyle götürülmesidir. Şirket bu sektörün

iki temel ürünü olan CNG ve LNG hizmetleri ile müşterilerin doğal gaz ihtiyacını karşılamaktadır.

Şirket'in EPDK'dan aldığı 26 adet lisansı bulunmakta olup, 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.

2.1 Dökme CNG ve LNG

Dökme CNG ve LNG, Şirket'in net satış gelirlerinde en büyük paya sahiptir. Bu iş kolunun faaliyeti özetle, boru hatlarına kurduğu kendi tesislerinde doğal gazı sıkıştırıp CNG haline getirerek ve LNG ithalat terminallerinden LNG tedarik ederek, boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere (örneğin, sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, kamu binaları, madenler, üniversiteler, hastaneler, cezaevleri) CNG taşıma üniteleri veya LNG tankerleri vasıtasıyla doğal gaz iletimini sağlamaktır.

2.2 Şehir Gazı

Şehir Gazı iş kolu, çeşitli sebeplerden doğal gaz ulaşmayan ilçe ve beldelere, Şirket, kendi tesislerinden aldığı doğal gazı CNG'ye çevirip ilçe merkezleri veya girişlerinde yer alan gaz dağıtım şirketlerine ait basınç düşürme merkezindeki boru hattına aktarmada kullanılan CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla doğal gaz sağlama faaliyetlerini kapsamaktadır. Bu iş kolunda, müşteriler gaz dağıtım firmaları olup Şirket, perakende müşterilerinin riskini taşımamaktadır.

2.3 Oto CNG

2011 yılında faaliyetlerine başlanan Oto CNG iş kolu, doğal gaz ile çalışan araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın istasyon üzerinden CNG satışı yapmaktadır.

2.4 Kuyu CNG

Kuyu CNG iş kolu, çeşitli sebeplerden boru hatlarına erişimi olmayan doğal gaz kuyularında atıl kalan gazı CNG haline getirip boru hatlarına aktarımı alanında faaliyet göstermektedir.

Finansal tablo dönemleri itibariyle ana kategoriler bazında satış gelirleri aşağıdaki gibi paylaşılmaktadır.

Tablo 3: Şirket Net Satış Gelirlerinin Ana İş Kollarına Göre Dağılımı

Net Satış Gelirlerinin Ana İş Kollarına Göre Dağılımı (mn TL)	2018	2019	2020
Dökme CNG	223,0	365,1	355,6
<i>Satışlara oranı</i>	%89,1	%84,2	%78,4
Oto CNG	11,4	22,4	16,8
<i>Satışlara oranı</i>	%4,6	%5,2	%3,7

LNG		0,5	0,1	7,9
	<i>Satışlara oranı</i>	%0,2	%0,0	%1,7
Şehir Gazı CNG		7,5	42,3	66,8
	<i>Satışlara oranı</i>	%3,0	%9,8	%14,7
Boru Gazı		5,6	-	-
	<i>Satışlara oranı</i>	%2,3	-	-
Hizmet Gelirleri		2,1	3,4	6,3
	<i>Satışlara oranı</i>	%0,9	%0,8	%1,4
Net Satışlar		250,2	433,4	453,4

Kaynak: Vakıf Yatırım

Satış hacmi 2020 yılsonu itibariyle 173,5 mn m³/yıl'a ulaşan Naturel gaz, ana istasyon sayısı ve toplu satış hacmi bakımından Türkiye'nin en büyük taşımali doğal gaz sektörü şirkettir. Şirket'in bünyesinde toplam 11 dökme dolun tesisi mevcuttur. İhtiyaç halinde Muğla ve Erzurum'daki ortak dökme tesislerini de kullanarak sayı 13'e çıkarılmaktadır.

Tablo 4: CNG İş Kolu Pazar Payları, 2020

CNG İş Kolu Pazar Payları	Yüzdesel Dağılım
Naturel gaz	%72,4
Socar	%9,7
Habaş	%1,6
Diğer	%16,4

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

Şubat 2021 tarihli Petrol Ofisi ile iş birliği ile 2 yıl içerisinde 12 yeni Oto CNG istasyonu açılması konusunda mutabakata varılmıştır.

3 Finansal Durum

Tablo 5: Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU			
(bin TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	2018	2019	2020
Hasılat	250.236	433.416	453.389
Satışların Maliyeti	(195.411)	(319.150)	(333.014)
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
Genel Yönetim Giderleri	(10.865)	(12.114)	(11.262)
Pazarlama Giderleri	(26.789)	(31.332)	(39.489)
Faaliyet Karı	17.171	70.820	68.624
Amortisman ve İtfâ Payları	21.613	28.119	27.550
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	656	1.054	1.224
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(4.424)	(1.866)	(1.812)
Esas Faaliyet Karı	13.433	70.009	68.037
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	211	55.086
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	13.433	70.219	123.122
Finansman Gelirleri	158	274	1.428
Finansman Giderleri	(55.155)	(32.881)	(34.833)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	(41.564)	37.612	89.718
Dönem Vergi Gideri	0	(3.070)	0
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	9.621	(4.743)	481
Dönem Karı	(31.943)	29.799	90.199

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket'in özellikle 2019 yılında gözlenen satış gelirlerindeki artışın sebebi olabilecek temel etmenler ağırlıklı olarak BOTAŞ'tan satın alınan doğal gaz fiyatlarındaki yükseliş, daha yüksek kar marjı yapılmasını sağlayacak şekilde müşteri portföyü optimizasyonu, Şehir Gazı faaliyetlerinin gelişmesi, Dökme ve Şehir Gazı tarafında kazanılan yeni müşterilerdir.

Şirket'in ilgili karlılık göstergeleri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 6: Naturel gaz Karlılık Göstergeleri

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket, 2020 yılsonunda, Socar LNG birleşmesi sonucu 52,9 mn TL’lik işletme birleşmesinden kaynaklanan kazanç elde etmiş olup bunun da Şirket’in net karlılığına ve özkaynaklara pozitif etkisi olmuştur.

Tablo 7: Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Bilanço

(bin TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	2018	2019	2020
Nakit ve Nakit Benzeri	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 İlişkili 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 Varlıklar	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
Ertelenmiş 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
Ertelenmiş 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 Zarardan Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	74.541	74.541	79.581
Geçmiş Yıllar Zararları	(33.717)	(65.660)	(35.861)
Net Dönem Karı / Zararı	(31.943)	29.799	90.199
Toplam Özkaynaklar	108.881	138.679	233.936
Toplam Kaynaklar	257.500	273.941	401.565

Kaynak: Vakıf Yatırım

Şirket'in aktif büyüklüğü, yeni yapılan yatırımlara paralel bir şekilde yıllar itibariyle artarak 31.12.2020 tarihi itibariyle, 2019 sonuna göre %46,6 artış göstererek 401,6 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2019 ve 2020 yılsonlarında oluşan yüksek bakiye, 2020 yılı içerisinde gerçekleşen Socar LNG birleşmesi ve aynı zamanda satış hacmindeki artışa ek olarak fiyat zamları ve BOTAŞ tarifesindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kaynaklarının önemli bir kısmı finansal borçlar, ticari borçlar ve özkaynaklardan oluşmaktadır. 2020 yılında kısa vadeli finansal borçlardaki artışın 2020 yılsonunda gerçekleşen Socar LNG birleşmesi sürecinin finansmanı için kullanılan kredilerden kaynaklandığı bilinmektedir.

Şirket'in 2020 yılsonunda özkaynaklarında gözlenen %68,7'lik artışın en önemli etkeni net dönem karında yaşanan artış olarak değerlendirilebilir. Socar LNG birleşmesi sonucu 2020 yılsonunda 54,9 milyon TL'lik işletme birleşmesinden kaynaklanan kazanç, net karlılığa ve özkaynaklara olumlu etkide bulunmuştur.

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan 4 Mart 2021 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde maliyet yaklaşımı (defter değeri, net aktif değeri), gelir yaklaşımı, pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) dikkate alınmıştır.

4.1 Defter Değeri Yöntemi

31.12.2020 dönemi itibarıyla Şirket'in Bağımsız Denetimden geçmiş Özkaynakları 233,9 milyon TL'dir. Net Varlık Değeri olarak bu rakamın kullanılması uygun görülmüştür fakat PD/DD çarpanının daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırılmasına uygun olduğu değerlendirilmiş ve değerlemeye dâhil edilmemiştir.

4.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Tablo 8: Değerlemede Esas Alınan Veriler

31.12.2020 Tarihli Şirket Verileri (mn TL)			
Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
90,2	233,9	96,2	105,0

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tablo 9: Yurtiçi Benzer Şirketler

Şirketler	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
AKENR	21,39	3,79
AKSUE	15,35	11,83
AYEN	18,35	9,15
PAMEL	71,53	50,90
AKSEN	6,99	1,44
ENJSA	6,77	0,99
ODAS	15,44	4,57
ZOREN	9,86	2,28
AYGAZ	20,35	0,56
Medyan	15,44	4,18
Özsermaye Değeri*	1.380	1.790
Özsermaye Değeri**	1.380	

Kaynak: Vakıf Yatırım – 24.02.2021

* Özsermaye değeri hesaplanırken Şirket'in 31.12.2020 tarihli Net Borç tutarı düşülerek özsermaye değerine ulaşılmıştır.

**Şirket'in BOTAS gaz alım maliyetlerini doğrudan fiyatlarına yansıtması ve maliyet ile BOTAS fiyatlamaya mekanizmasındaki değişikliklerin Şirket'in satış gelirlerinde fiktif dalgalanmalara yol açabilmesi sebebiyle FD/Satışlar çarpanı hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Tablo 10: Yurtiçi Benzer Şirketler – Değer Belirleme

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi	
FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı	15,44x
Naturel gaz FAVÖK (mn TL)	96,2
FD (mn TL)	1.485,3
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	1.380,3

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tablo 10: Uluslararası Benzer Şirketler

Şirketler	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Suchuang Gas Corporation Limited	8,74	1,27
ENN Energy Holdings Limited	13,83	2,09
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd.	3,87	2,10
China Suntien Green Energy Corp Ltd.	11,03	3,97
Shandong Shengli Co., Ltd.	11,54	1,15
Gujarat Gas Limited	17,54	3,78
Mahanagar Gas Limited	11,19	4,55
Confidence Petroleum India Limited	10,80	1,51
Indraprastha Gas Limited	22,23	6,70
Korea Gas Corporation	10,97	1,21
Yesco Holdings Co., Ltd.	14,01	0,39
AS Latvijās Gāze	8,15	2,10
Tokyo Gas Co., Ltd.	6,54	1,05
Osaka Gas Co., Ltd.	6,63	1,01
Medyan	10,93	1,80
Özsermaye Değeri*	946	711
Medyan Özsermaye Değeri**	946	

Kaynak: Vakıf Yatırım – 24.02.2021

* Özsermaye değeri hesaplanırken Şirket'in 31.12.2020 tarihli Net Borç tutarı düşülerek özsermaye değerine ulaşılmıştır.

**Şirket'in BOTAŞ gaz alım maliyetlerini doğrudan fiyatlarına yansıtması ve maliyet ile BOTAŞ fiyatlamaya mekanizmasındaki değişikliklerin Şirket'in satış gelirlerinde fiktif dalgalanmalara yol açabilmesi sebebiyle FD/Satışlar çarpanı hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Uluslararası benzer şirketler çarpanı ile yapılan örnek özsermaye değeri hesabına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 11: Uluslararası Benzer Şirketler – Değer Belirleme

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)	1.051,4
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4

Kaynak: Vakıf Yatırım

Piyasa çarpanları neticesinde;

Naturelgaz için, Yurtiçi Benzer Şirketler ve Uluslararası Benzer Şirketlerin çarpanları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 12: Piyasa Çarpanları Sonucunda Elde Edilen Piyasa Değerleri

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (mn TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	1.380
Yurtdışı Benzer Şirketler	946
Özsermaye Değeri*	946

Kaynak: Vakıf Yatırım

* Yurtiçinde enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerin gerek faaliyet faaliyet gösterdikleri alanların farklı dinamik, düzenleme ve regülasyonlardan etkilenmesi gerek de bilanço yapıları incelendiğinde Naturelgaz'a kıyasla yüksek borç oranlarına sahip olmaları sebebiyle emsal teşkil etmediğine kanaat getirilmiş olup özsermaye değeri hesaplarında yalnızca yurtdışı benzer şirketler değerlendirilmiştir.

4.3 İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi

Tablo 13: Beta Hesaplamasında Kullanılan Benzer Şirketler

Şirketler	Beta (2-yıl)	Özsermaye (mn \$)	Varlıklar (mn \$)	Piyasa Değeri (mn \$)	Borçlar (mn \$)	Borç/Özsermaye (mn \$)
Suchuang Gas Corporation Limited	0,07	215,7	322,3	238,7	106,6	0,49
ENN Energy Holdings Limited	0,43	4.522,3	12.114,9	17.121,2	7.592,5	1,68
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd.	0,47	170,8	253,6	232,5	82,8	0,49
China Suntien Green Energy Corp Ltd.	0,88	2.423,9	7.878,0	2.967,7	5.454,1	2,25
Shandong Shengli Co., Ltd.	0,30	423,3	958,4	564,3	535,1	1,25
Gujarat Gas Limited	0,50	515,5	1.089,9	4.715,1	633,7	1,23
Mahanagar Gas Limited	0,70	395,7	567,7	1.550,2	161,7	0,41
Confidence Petroleum India Limited	0,85	65,6	96,9	164,9	32,5	0,50
Indraprastha Gas Limited	0,61	763,7	1.017,5	4.915,2	300,7	0,39

NATURELGAZ SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 24 Mart 2021

Korea Gas Corporation	1,16	6.608,9	30.567,8	2.525,8	24.058,9	3,54
Yesco Holdings Co., Ltd.	0,40	492,1	1.265,4	130,5	773,3	1,57
AS Latvijas Gāze	0,25	459,7	557,2	527,7	97,5	0,21
Tokyo Gas Co., Ltd.	0,29	11.366,7	26.477,4	9.484,8	15.110,7	1,33
Osaka Gas Co., Ltd.	0,42	10.110,4	21.374,1	7.651,1	11.263,7	1,11
Aritmetik Ortalama Beta	0,52					
Piyasa Değeri Ağırlıklı Ortalama Beta	0,49					
Aritmetik Ortalama Borç/Özsermaye	1,18					
Piyasa Değeri Ağırlıklı Borç/Özsermaye	1,43					
Piyasa Değeri Ağırlıklı Kaldıraçsız Beta	0,23					
Aritmetik Ortalama Kaldıraçsız Beta	0,27					

*Kaynak: Vakıf Yatırım***Tablo 14: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi**

Naturel Gaz İNA Analizi											
(mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	573,8	674,8	756,9	849,5	952,0	1.068,5	1.197,5	1.338,1	1.493,2	1.663,7	1.872,6
SMM	412,8	470,5	526,6	590,1	659,6	738,5	826,3	922,5	1.028,8	1.144,6	1.289,5
Brüt Kar	161,0	204,0	230,3	759,4	292,3	329,5	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
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>
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)	(43,5)	(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 İtibariyle Net Borç	105,0
Naturel gaz'ın Piyasa Değeri	1.296,2

Kaynak: Vakıf Yatırım

Sonuç olarak;

Piyasa Çarpanları Yöntemi neticesinde elde edilen özsermaye değeri %50, İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi %50 oranına ağırlıklandırılarak Nihai Özsermaye Değeri'ne aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

Tablo 15: Ağırlıklandırılarak Elde Edilen Piyasa Değerleri

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	946	
2) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	1.296	
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri*	1.121	11,21
İskonto Tutarı (% 24,2)	271	
İskontolu özsermaye Değeri	850	8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım

*Piyasa Çarpanları Yöntemi %50, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Sonuç olarak Naturel gaz için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde %24,2 halka arz iskontosu uygulandığında iskontolu Özsermaye Değeri 850 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 100.018.594 TL'ye göre (mevcut çıkarılmış sermayesi 100.018.594 TL olup payların her biri nominal değeri 1 TL olmak üzere toplam 100.018.594 adet paya bölünmüştür) birim pay değeri 8,50 TL'ye karşılık gelmektedir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Gelir yaklaşımı başka bir deyişle indirgenmiş nakit akımı yöntemi gelecek yıllarda elde edilmesi planlanan nakit akımlarının bugüne indirgenmesi neticesinde (İNA) elde edilen şirket değerinin net borç düşülerek elde edilen özsermaye değeridir. Çarpan olarak dikkate alınan benzer şirketler olmasına rağmen, Şirket'in Dökme CNG (Sıkıştırılmış Doğal Gaz) ve LNG (Sıvılaştırılmış Doğal Gaz), Şehir Gazı, Oto CNG, Kuyu CNG olmak üzere 4 iş kolunda faaliyet gösteren taşınmalı doğal gaz faaliyetlerinin bulunması ve Vakıf Yatırım tarafından sağlanan, faaliyetlerden elde edilmesi planlanan nakit akışları verisinin bugüne indirgeyerek elde edilecek özsermaye değerini ek bir yöntem olarak ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplamasında dahil edilmiştir.

İNA yöntemi ile değerlemenin diğer bir yararı ise; gerek yurtiçi gerek yurtdışı benzer şirket olarak seçilen şirketlerin faaliyet alanları benzerlik göstermesine rağmen, ülkeler arası teşvik mekanizmaları (satış fiyatı, süresi vs.) farklılıklar olabileceği ve teşvik sonrası piyasada oluşabilecek doğal gaz taşımacılığı hizmeti fiyatlarındaki farklılıkların neden olabileceği değerlendirme farkı etkilerini de minimize edebilmesidir.

İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde 2021-2030 yılları arasını kapsayan projeksiyon dönemi kullanılmış olup, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabında, analizin yapıldığı dönemin 10 yıllık tahvil faizleri dikkate alınarak %13,3 üzerine %6 hisse senedi risk primi öngörülmüştür. Analizde kullanılmak üzere Beta aritmetik ortalaması 0,52 olarak hesaplanırsa da muhafazakâr bir yaklaşımla 1,0 olarak dikkate alınmış ve %19,3 özsermaye maliyetine ulaşılmıştır. Borç maliyeti ise %19,2 olarak dikkate alındığında AOSM %17,3 bulunmuş ve sonsuz büyüme oranı %5 alınmıştır. Bu hesaplamalar doğrultusunda İNA yöntemine göre 1.296 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. İncelenen tarih itibarıyla, Vakıf Yatırım'ın indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine temel oluşturan varsayımları makul bulunmuştur.

5.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Vakıf Yatırım'ın yurt içinde çarpan analizi yöntemine temel oluşturan şirketler örneklemini incelendiğinde, bu şirketler içinde ölçek, satış pazarları, bilanço ve faaliyet benzerliği açısından yakın benzerlik görülmeyen şirketler bulunmuştur. Bu nedenle yurtiçi benzer şirketlerden alınan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.

Naturel gaz'ın faaliyet alanının emsalsizliği nedeniyle yurtiçi benzer şirket araştırmasında kısıtlı kaldığı konusunda hemfikir olunup, taşınmalı gaz pazar payı olarak değerlendirildiğinde emsal teşkil edebilecek Aygaz A.Ş. ve taşınmalı gaz faaliyetleri ile benzer dinamiklere sahip olabileceğini değerlendirdiğimiz bir lojistik

şirketi olan Reysaş Taşımacılık Ve Lojistik Ticaret Anonim Şirketi ile dahil edilerek değerlendirilen çarpan yaklaşımını aşağıda bilgilerinize sunarız.

Tablo 16: Değerlemede Esas Alınan Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Verileri

Şirket	Kapanış Fiyatı *	Piyasa Değeri (mn TL)	F/K	ŞD/FAVÖK	PD/DD
Aygaz	14,10	4230,0	N/A	11,7	1,9
RYSAS	6,51	777,0	N/A	6,9	1,8
Medyan				9,3	1,9
Özsermaye Değeri			N/A	789,7***	327,8**
Ortalama Özsermaye Değeri				790	

Kaynak: İş Yatırım

*23 Mart 2021 itibariyle

**PD/DD çarpanının daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırılmasına uygun olduğu değerlendirilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir.

***Şirket değeri hesaplanması sonrasında 30.06.2020 tarihli Net Borç tutarı düşülerek özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Yukarıda da belirtildiği üzere, yurtiçi benzer şirketler neticesinde piyasa değeri 790 milyon TL olarak belirtilmektedir.

Benzer bir şekilde yurtdışı benzer şirket olarak kullanılan şirketler makul ve çarpanlar uygun görülmektedir.

Tablo 17: Piyasa Çarpanları Sonucunda Elde Edilen Piyasa Değerleri

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (mn TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	790
Yurtdışı Benzer Şirketler	946
Ortalama Özsermaye Değeri*	868

Kaynak: İş Yatırım

*Sektör değerleri eşit ağırlıklandırılmış olup 30.06.2020 tarihli Net Borç tutarı düşülerek özsermaye değerine ulaşılmıştır.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Vakıf Yatırım tarafından Naturelgaz için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz.

Değerleme çalışmasında her bir yöntem göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, FD/FAVÖK) Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer in ağırlıklandırılması sonucu toplamları alınmıştır.

Nihai özsermaye değeri tespit edilirken, Vakıf Yatırım tarafından konu alınan yurtdışı benzer şirketler ile İş Yatırım tarafından önerilen yurtiçi benzer şirketler çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Piyasa çarpanları yönteminden elde edilen değere %50, indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Tablo 18: Ağırlıklandırılarak Elde Edilen Piyasa Değeri

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	868	
2) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	1.296	
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri*	1.082	10,82

Kaynak: İş Yatırım

*Piyasa Çarpanları Yöntemi %50, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

İNA yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemleri neticesinde hesapladığımız Naturel gaz için özsermaye değeri 1.082 milyon TL olarak hesaplanırken, hisse başına değer 10,82 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına halka arz fiyatı olarak belirlenen 8,50 TL hesaplanan hisse başına değerden %21.45 oranında düşüktür. Bu farkın başlıca nedeni halka arz iskontosu olarak değerlendirilebilir.

Yapılan çalışmaya ek olarak, yurtdışı çarpanları hariç tutularak, yalnızca yurtiçi piyasa çarpanları yönteminden elde edilen değere %50, indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek elde edilen piyasa değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 19: Ağırlıklandırılarak Elde Edilen Piyasa Değeri - Yurtiçi

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi (yurtiçi)	790	
2) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	1.296	
Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri*	1.043	10,43

Kaynak: İş Yatırım

*Yurtiçi şirketler baz Piyasa Çarpanları Yöntemi %50, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Bu çalışmanın da neticesinde, İNA yöntemi ve yurtiçi piyasa çarpanları yöntemleri kullanılarak hesapladığımız Naturel gaz için özsermaye değeri 1.043 milyon TL olarak hesaplanırken, hisse başına değer 10,43 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına halka arz fiyatı olarak belirlenen 8,50 TL hesaplanan hisse başına değerden %18.50 oranında düşüktür.

8,50 TL olarak açıklanan halka arz iskontosu sonrası hisse fiyatı, gerek değerlememizde elde edilen birim hisse fiyatının aşağısında olması gerek de Naturelgaz'ın kur riskini minimize eden iş yapısı da göz önünde bulundurulduğunda makul olduğu kanaatine varılmıştır.

SONUÇ OLARAK;

Vakıf Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 8,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.