

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan
Analist Raporu**



25 Mart 2021

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
4.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	4
4.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	4
5. SONUÇ	5
6. GÖRÜŞ	5

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, konsorsiyum lideri aracı kurum Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Naturel Gaz" ya da "Şirket") paylarının halka arz kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye :	100.018.594 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye:	115.000.000 TL
Halka Arz Tarihleri:	25-26 Mart 2021
Halka Arz Toplamı (Nominal):	31.363.637 TL (14.981.406 TL Sermaye Artışı, 16.382.231 TL Ortak Satışı)
Ek Satış (Nominal) :	3.136.363 TL
Halka Arz Fiyat Aralığı:	8,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	266.590.915 TL (Ek Satış gerçekleşmesi halinde 293.250.000 TL)
Halka Açıklık oranı:	%27,27 (Ek Satış gerçekleşmesi halinde %30,00)
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Taahhütler	Ortaklar ve Şirket için 180 gün satmama taahhüdü bulunmaktadır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Planlanmaktadır.

Kaynak: Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket, 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 %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 kurulmuştur.

Naturel Gaz, boru hatlarıyla doğal gazın ulaşamadığı noktalara doğal gazın taşınması faaliyetlerini içeren taşımali doğal gaz sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, taşımali doğal gaz sektörünün iki temel ürünü olan CNG (Sıkıştırılmış Doğal Gaz) ve LNG (Sıvılaştırılmış Doğal Gaz) ile müşterilerinin 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 içermektedir.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009	95,50%	83.636.363	72,73%	80.500.000	70,00%
Aksel Goldenberg	4.267.451	4,27%	--	--	--	--
Kanat Emiroğlu	236.134	0,24%	--	--	--	--
Halka Açık	--	--	31.363.637	27,27%	34.500.000	30,00%
TOPLAM	100.018.594	100	115.000.000	100	115.000.000	100

Kaynak: Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiştir.

4.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; Şirket faaliyetleri bakımından borsada işlem gören birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle yurt dışı benzer şirketlerin 24.02.2021 tarihli çarpanları kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr) çarpanı kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri(mn TL)	FAVÖK	Net Finansal Borçluluk
31.12.2020	96,2	105,0

Kaynak: Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Çarpan Analizi	
Tarih	FD/FAVÖK
24.02.2021	10,93x

Kaynak: Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
- Risksiz Faiz Oranı olarak; 10 yıllık hazine tahvilinin 6 aylık ortalama bileşik getiri oranı %13,27 olarak kullanılmış olup, uç değer hesaplamasında ise 100 baz puan altında olacağı varsayılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Risk Primi olarak; %6 oranı kullanılmış olup, uç değer hesaplamasında 100 baz puan altında olacağı varsayılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Şirket için 0,52 kaldıraçlı beta hesaplanmış ancak, analizde beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.

- Şirket'in 2025 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %5 olarak değerlendirilmiştir.
- Kurumlar vergisi, projeksiyon dönemi süresince %20 olarak hesaplamaaya dahil edilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda AOSM %17,3 (uç değer hesaplamasında %15,2) olarak hesaplanmıştır.

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket özsermaye değeri 1.296 milyon TL'dir.

5. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.296,2	%50	648,1
Yurt Dışı Çarpan Analizi	946,4	%50	473,2
Naturel Gaz Özsermaye Değeri (mn TL)		%100	1.121,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Birim Fiyatı(TL)			11,21

Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat	Taban
Naturel Gaz Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)	1.121,3
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)	849,9
Halka Arz Fiyatı	8,50

Kaynak: Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Naturel Gaz'ın Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile 1.121,3 mn TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in birim pay değeri 11,21 TL'dir. Bu değer üzerine uygulanan %24,2 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

6. GÖRÜŞ

- Naturel Gaz için Vakıf Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Analizi Yöntemi için;
 - İNA analizinde, öngörülen nakit akımlarına ilişkin açıklamaların yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan Analizi Yöntemi için;
 - Analizde kullanılan benzer şirketlerin yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - Ancak, çarpan analizinde yurt dışı şirketlerin yer alması nedeniyle, FD/Net Satışlar çarpanının da kullanılmasının daha makul olacağı görüşündeyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan birim pay değerine uygulanan halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 8,50 TL halka arz fiyat aralığının, yukarıda belirtilen çekincemiz haricinde makul olduğu görüşündeyiz.