

# **Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş**

*Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş*

*25 Mart 2021*



*İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Araştırma Müdürlüğü tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturelgaz", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 9 Şubat 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 Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.*

## 1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

| Halka Arz Kodu: NTGAZ                         |                                                                              |
|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Halka Arz Tarihi                              | 25-26 Mart 2021                                                              |
| Halka Arz Yöntemi                             | Sabit Fiyatla Talep Toplama                                                  |
| Halka Arz Şekli                               | Sermaye Artırımı ve Ortak satışı                                             |
| Çıkarılmış Sermaye                            | 100.018.594 TL                                                               |
| Sermaye Artırımı                              | 14.981.406 TL                                                                |
| Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye          | 111.500.000 TL                                                               |
| Halka Arz Edilen Hisse Adeti (Ek satış hariç) | 31.363.637 Adet (14.981.406 TL Sermaye Artışı ve 16.382.231 TL Ortak Satışı) |
| Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı         | % 27.3 (Ek satış olursa %30,00)                                              |
| Halka Arza Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri   | Vakıf Yatırım                                                                |
| Halka Arz Satış Fiyat Aralığı                 | 8,50 TL                                                                      |

Kaynak: Vakıf Yatırım

## 2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket"), 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-%50 ortaklığı ile kurulmuştur. 2011 yılında, Çalık Grubu'nun hisseleri, STFA Grubu (%25) ve Global Yatırım Holding (%25) tarafından alınmıştır. 2012 yılı itibarıyla, Global Yatırım Holding STFA Grubu'nun ve Goldenberg ailesinin belirli hisselerini de alarak şirketteki payını %80'e yükseltmiştir. Akabinde, Şirket'te gerçekleştirilen sermaye artırımlarına yalnızca Global Yatırım Holding'in katılması suretiyle, Global Yatırım Holding, Şirket'teki sermayesini artırmış olup, mevcut durumda şirketin %95,49 oranında pay sahibidir.

2015 yılında Şirket, ana faaliyet alanları olan Endüstriyel CNG ve Oto CNG'ye EPDK'dan aldığı lisans doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir.

2016 yılında müşterilerindeki ve tesislerindeki gaz miktarlarını anlık olarak izlemeye ve tüketimlerini uzaktan sayaç okuma ile ölçümlemeye başlamıştır.

2017 yılında Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığının ilçelere doğal gaz arzı seferberliğe katılmış, doğal gaz boru hattına erişimi olmayan ilçe ve beldelerdeki yerel gaz dağıtım şirketlerine

CNG ikmali gerçekleştirmeye başlamıştır. 2020 itibarıyla 1.100.000 nüfusun yaşadığı 51 ilçeye ve beldeye CNG vasıtasıyla doğalgaza ulaşım şansı sunmaktadır. Şirketin bu alanda müşterileri gaz dağıtım şirketleri olup perakende müşteriler ile herhangi bir iş ilişkisi bulunmamaktadır. CNG ve LNG vasıtasıyla temin edilen şehir gazı pazarı dikkate alındığında şirketin pazar payı %62,7 seviyesindedir.

2018 yılında, boru hattına olan uzaklığı sebebi ile değerlendirilmeyen doğal gaz kuyularına CNG sistemi ile değer katarak sisteme entegre etmek üzere operasyonel hizmet vermeye başlamıştır. Bu yıl, yurtdışına da açılarak 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 bir iyi niyet anlaşması imzalamıştır.

2020 yılında Şubat ayında imzalanan hisse satın alma sözleşmesi kapsamında şirket, Socar Türkiye LNG Satış A.Ş.'nin hisselerinin tamamını almak üzere anlaşmaya varmıştır. Bu devir alma ile birlikte şirket bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonunun katılması ve şirketin stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında aktif olarak faaliyet gösterilmeye başlanması hedeflenmektedir.

Şirketin EPDK'dan aldığı 26 adet lisansı bulunmaktadır. Bu lisansların 13'ü CNG satış, 9'u Oto CNG, 2'si CNG İletim-Dağıtım, 2'si ise Spot İthalat şeklindedir. Çeşitli tarihlerde alınan lisansların bitiş süresi 2035-2047 arasında değişmektedir.

Şirketin gelirlerinin çoğunu Dökme CNG ve LNG'den elde etmektedir. Dökme CNG satışları, 2020 yılında şirketin net satışlarının %78,5'ini oluşturmuştur. Dökme LNG satışları ise şirketin net satışları içerisinde %1,7'lik paya sahiptir. Şehir gazının gelirdeki payı artmaktadır. Şehir gazı iş kolundan kaynaklanan satışlar, şirketin 2020 yılı satış gelirlerinin %14,7'sini oluşturmuştur.

Oto CNG ise gelişmekte olan bir alanıdır. İstasyonlardan direkt araçlara yapılan satış için halihazırda şirket bünyesinde bulunan 3 adet Oto CNG istasyonuna ek olarak Socar LNG birleşmesi ile 6 adet daha Oto CNG İstasyonuna sahip olmuştur. Yapılan işbirliği ile Petrol Ofisi'nin 12 istasyonunda Naturelgaz markası altında Oto CNG satışı yapılacaktır. Böylece istasyon sayısı 21 olacaktır.

#### **Halka Arz Hakkında Bilgiler ve Ortaklık Yapısı**

Şirketin halka arzı, Şirket hissedarlarından Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 16.146.097,32 TL nominal değerli pay ve Kanat Emiroğlu'na ait 236.133,68 TL nominal değerli payın satışı ve Şirket çıkarılmış sermayesinin 100.018.594 TL'den 115.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 14.981.406,00 TL nominal değerli payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Şirket hissedarlarından Aksel Goldenberg, Şirket sermayesinde sahip olduğu payların tamamını halka arz günü halka arz fiyatı üzerinden Global Yatırım Holding'e devredecektir. Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payları ile sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek payların

toplam nominal değeri 31.363.637 TL olacaktır. Bu payların toplam 16.382.231 TL nominal değerli kısmı mevcut pay sahiplerine aitken, toplam 14.981.406 TL nominal değerli kısmı, sermaye artışı sonucu çıkarılacak yeni paylardan oluşmaktadır. Mevcut payların mevcut çıkarılmış sermayeye oranı %16,38 iken; bu oran sermaye artışı sonrasında ise %14,25 olacaktır. Yeni payların sermaye artışı sonucunda çıkarılmış sermayeye oranı %13,03 olacaktır. Toplam 31.363.637 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %27,3 olacaktır.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 3.136.363,00 TL nominal değerli pay olmak üzere, toplam halka arz edilen payların %10'una tekabül eden 3.136.363,00 TL nominal değerli ek pay satışının yapılması planlanmaktadır. Ek satışa konu payların tamamının ek satış kapsamında satılması halinde halka arz edilecek payların nominal değeri toplam 34.500.000 TL, temsil ettikleri çıkarılmış sermaye oranı %30,0 olacaktır.

| Ortak                       | ARZ ÖNCESİ |                    | ARZ SONRASI |                    | ARZ SONRASI<br>(EK SATIŞLA) |                    |
|-----------------------------|------------|--------------------|-------------|--------------------|-----------------------------|--------------------|
|                             | Pay (%)    | Tutar (TL)         | Pay (%)     | Tutar (TL)         | Pay (%)                     | Tutar (TL)         |
| Global Yatırım Holding A.Ş. | 95,5       | 95.515.009         | 72,7        | 83.636.363         | 70                          | 80.500.000         |
| Aksel Goldenberg            | 4,3        | 4.267.451          | -           | -                  | -                           | -                  |
| Kanat Emiroğlu              | 0,2        | 236.134            | -           | -                  | -                           | -                  |
| Halka Açık Kısım            | -          | -                  | 27,3        | 31.363.637         | 30                          | 34.500.000         |
| <b>TOPLAM</b>               | <b>100</b> | <b>100.018.594</b> | <b>100</b>  | <b>115.000.000</b> | <b>100</b>                  | <b>115.000.000</b> |

Kaynak: Vakıf Yatırım

**Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri dört ana alanda değerlendirmeyi planlamaktadır.**

1. Halka arz gelirlerinin %10'u ile şirketin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
2. Halka arz gelirlerinin %20'si ile Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin şirket bünyesine katılması işleminin sonucu oluşan banka borcunun kapatılması (31 Aralık 2020 itibarıyla 29.285.664 TL),
3. Halka arz gelirlerinin %50'si ile, şirketi mevcut kapasitesini genişletmesi için ekipman ve taşıma ünitesi yatırımlarının yapılması, mevcut Endüstriyel CNG tesis altyapısının güçlendirmesi, yeni Endüstriyel CNG tesisleri açılması, Oto CNG istasyon sayısının artırılması ve Kuyu CNG operasyonlarının geliştirilmesi
4. Halka arz gelirlerinin %20'si ile şirketin uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurtdışında yatırım yapılması planlanmaktadır.

**Taahhütler:** İhraççı Şirket ve Ortakları işlem görme tarihinden itibaren 180 gün boyunca dolaşımdaki pay miktarını artıracak herhangi bir işlem yapmayacak; bedelli sermaye artırımını gerçekleştirmeyecek ve bu yönde karar almayacak; yeni elinde bulundurdukları payları halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa'da satmayacaklarını taahhüt etmektedirler.

### 3. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİLER

Şirketin ana faaliyeti hem endüstriyel alanda hem de araçlara CNG tedariki gerçekleştirmektedir. Şirketin faaliyetini anlatabilmek için LNG ve CNG'yi anlatmak gerekir.

**LNG (Liquified Natural Gas)** yani sıvılaştırılmış doğal gaz, doğal gazın atmosferik basınçta yaklaşık -162 dereceye soğutulması ile elde edilmekte olup kokusuz, renksiz ve zehirli olmayan sıvı bir yakıttır. İşlem öncesi gaz halinde olan madde yani doğalgaz, işlemin sonunda sıvı hale gelmiştir. LNG ile yüksek miktardaki doğal gaz, atmosfer basıncında -162°C'a kadar soğutulduğunda hacmi yaklaşık 600 kez küçültülerek sıvı hale geçiyor ve bu sayede doğalgazın boru hatlarıyla taşınmasının mümkün olmadığı yerlere, gemi ve kamyonlarla taşınabiliyor. Doğal gazı LNG'ye dönüştürmenin tek nedeni, büyük hacimli LNG gemilerinde kıtalara gönderilebilmesi için hacmini 600 kat küçültmektir. Dünya'da son yıllarda boru hattı yerine gemilerle LNG ihracatı artmaktadır. Örneğin ABD bu konuda dünya pazarına ciddi yer kaplamaya başladı. ABD Enerji Enformasyon İdaresi'ne göre ABD'nin LNG ihracatı bu yıl %30 artarak ortalama 240 milyon metreküp/güne çıkabilir.

**CNG (Compressed Natural gas)** yani sıkıştırılmış doğal gaz sisteminde ise doğalgaz, boru hattından vs yöntemlerle gelen gaz özel kompresörler ile şirketin dolum tesislerinde 200 bar basınca kadar sıkıştırılmakta ve CNG stok ünitelerinin (paletlerin) içine yerleştirilmiş tüplere doldurularak CNG taşıma üniteleri ile müşteri sahalarına taşınmaktadır. Müşteri sahasında kurulmuş olan basınç düşürücü sistem vasıtası ile 2 - 8 bar aralığında müşteri kullanımına sunulmaktadır. LNG ve CNG arasındaki ana fark LNG'nin sıvı formda olmasıdır. Ayrıca düşük sıcaklıkta, ancak atmosferik basınçta saklanması gerekmektedir. CNG ise çok yüksek basınçta ve atmosferik sıcaklıkta saklanabilir.

CNG lisansı sahibi şirketler, satın aldıkları doğal gazın sıkıştırılmasını, basınçlı kaplara doldurulmasını ve satışını gerçekleştirmektedir. CNG, boru hatlarının ulaşmadığı yerlerde sanayide ve hizmet sektöründe kullanılabilirken, aynı zamanda motorlu araçlarda yakıt olarak da kullanılabilir. Türkiye doğal gaz piyasasında tüketimin sadece %0,5'i CNG şeklindedir. Lisans sahipleri tarafından 2020 yılında nihai tüketiciye 235,2 mn metreküp CNG satışı gerçekleştirilmiştir. Bu satış hacmi 2019 yılına göre %3,9 düşüşe işaret ederken, son 10 yıl bileşik büyüme oranı yıllık %17,7'dir. 2020 yılında Türkiye'de gerçekleştirilen toplam CNG satışının %72,4'ünü Naturelgaz yaparken, Socar LNG'nin payı %9,7 seviyesindedir.

Son olarak LPG'yi aktaralım. 1996 yılından bu yana ülkemizde araç yakıtı olarak kullanılmakta **LPG (Liquefied petroleum gas)** sıvılaştırılmış petrol gazı; ham petrolün rafinerilerde damıtılması sırasında veya petrol yataklarının üzerinde bulunan doğalgazın ayrıştırılması ile elde edilen ve basınç altında sıvılaştırılan, renksiz, kokusuz, havadan ağır ve yanıcı bir gazdır. Propan ve bütan karışımı olan LPG sıvılaştırılmış olarak depolanıp sevk edilir. İstasyonlarda araçlara sıvı olarak verilir. Birçok LPG sistemi, aracın LPG deposunda sıvı halde bulunan yakıtı buharlaştırıcı ile dönüştürerek gaz halinde silindirler içerisine püskürtür.

Şirket, Türkiye’de özellikle CNG ürünü alanında en güçlü altyapıya sahip firma olup: CNG ürününde; 13 adet endüstriyel CNG dolum tesisi, 56.650 adet CNG silindiri, 341 adet CNG tankeri, 22 araçlık çekici filosu ve 67 adet endüstriyel CNG kompresörü ile müşterilerine CNG hizmeti vermekte olup, 9 adet Oto CNG istasyonundan CNG’li araçlara yakıt tedarik etmektedir. Şirket, satış hacmi bakımından Türkiye’de CNG alanında Pazar Lideri konumunda olup, 2020 yılında 170,2 milyon sm3 CNG ve 3,2 milyon m3 LNG satışı gerçekleştirmiştir. LNG ürününde ise; 6 LNG Kara Tankeri, 44 adet LNG stok tankı ve 94 adet buharlaştırıcı ile müşterilerine LNG tedarik etmektedir.

#### 4. MALİ TABLOLAR

| Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu               |                |                |                |
|--------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| (Bin TL)                                               | 31.12.2018     | 31.12.2019     | 31.12.2020     |
| Hasılat                                                | 250,236        | 433,416        | 453,389        |
| Dökme                                                  | 222,961        | 365,138        | 355,627        |
| Oto                                                    | 11,432         | 22,422         | 16,828         |
| Şehir gazı                                             | 7,529          | 42,341         | 66,811         |
| Diğer                                                  | 8,314          | 3,515          | 14,123         |
| Satışların Maliyeti                                    | -195,411       | -319,15        | -334,014       |
| <b>Brüt Kar</b>                                        | <b>54,825</b>  | <b>114,267</b> | <b>119,375</b> |
| Genel Yönetim Giderleri                                | -10,865        | -12,114        | -11,262        |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri                      | -26,789        | -31,332        | -39,489        |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                     | 0,686          | 1,054          | 1,224          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler                     | -4,424         | -1,866         | -1,812         |
| <b>Faaliyet Karı Zararı</b>                            | <b>13,433</b>  | <b>70,009</b>  | <b>68,037</b>  |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                      | 0              | 0,211          | 55,086         |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                      | 0              | 0              | 0              |
| <b>Finanman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı</b>   | <b>13,433</b>  | <b>70,219</b>  | <b>123,122</b> |
| Finanman Gelirleri                                     | 0,158          | 0,274          | 1,428          |
| Finanman Giderleri                                     | -55,155        | -32,881        | -34,833        |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı Zararı</b> | <b>-41,564</b> | <b>37,612</b>  | <b>89,718</b>  |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir Gideri</b>       | <b>9,621</b>   | <b>-7,813</b>  | <b>0,481</b>   |
| Dönem Vergi Gelir / Gideri                             | 0              | -3,07          | 0              |
| Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri                       | 9,621          | -4,743         | 0,481          |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / Zararı</b>      | <b>-31,943</b> | <b>29,799</b>  | <b>90,199</b>  |

| Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço                  |                |                |                |
|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| (Bin TL)                                            | 31.12.2018     | 31.12.2019     | 31.12.2020     |
| <b>VARLIKLAR</b>                                    |                |                |                |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                              | <b>50,016</b>  | <b>76,942</b>  | <b>117,487</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                           | 5,301          | 10,515         | 8,808          |
| Finansal Yatırımlar                                 | 0              | 0              | 0,25           |
| Ticari Alacaklar                                    | 30,219         | 48,909         | 71,947         |
| Diğer Alacaklar                                     | 0,85           | 0,768          | 12,136         |
| Stoklar                                             | 10,367         | 11,273         | 12,063         |
| Peşin Ödenmiş Giderler                              | 3,209          | 5,369          | 4,847          |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar              | 0              | 0              | 7,227          |
| Diğer Dönen Varlıklar                               | 0,072          | 0,109          | 0,208          |
| <b>Duran Varlıklar</b>                              | <b>207,483</b> | <b>196,999</b> | <b>284,079</b> |
| Finansal Yatırımlar                                 | 0,412          | 0,412          | 0,412          |
| Maddi Duran Varlıklar                               | 190,996        | 181,699        | 258,521        |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                           | 0              | 5,474          | 19,539         |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                       | 5,333          | 4,135          | 5,436          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                              | 1,206          | 0,486          | 0,17           |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                            | 9,536          | 4,793          | 0              |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                             | <b>257,500</b> | <b>273,941</b> | <b>401,565</b> |
| <b>KAYNAKLAR</b>                                    |                |                |                |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                    | <b>75,156</b>  | <b>79,658</b>  | <b>129,405</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                            | 10,098         | 3,148          | 29,285         |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları    | 33,292         | 33,846         | 39,089         |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar                      | 0              | 2,94           | 12,816         |
| Ticari Borçlar                                      | 20,404         | 34,672         | 45,575         |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar    | 0,294          | 0,355          | 0,45           |
| Diğer Borçlar                                       | 8,315          | 2,416          | 0,927          |
| Ertelenmiş Gelirler                                 | 0,01           | 0              | 0              |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                        | 0              | 1,527          | 0              |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                             | 2,734          | 0,746          | 1,211          |
| Diğer KV Yükümlülükler                              | 0,009          | 0,008          | 0,051          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                    | <b>73,463</b>  | <b>55,604</b>  | <b>38,224</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                            | 72,864         | 51,95          | 27,749         |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar                      | 0              | 2,862          | 5,159          |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                        | 0              | 0              | 4,038          |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                             | 0,599          | 0,792          | 1,278          |
| <b>Özkaynaklar</b>                                  | <b>108,881</b> | <b>138,679</b> | <b>233,936</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                     | 100,000        | 100,000        | 100,017        |
| Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları | 74,541         | 74,541         | 79,581         |
| Geçmiş Yıllar Karı / Zararı                         | -33,717        | -65,660        | -35,861        |
| Net Dönem Karı / Zararı                             | -31,943        | 29,799         | 90,199         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                             | <b>257,500</b> | <b>273,941</b> | <b>401,565</b> |

Kaynak: Vakıf Yatırım

## 5. DEĞERLEME

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerleme çalışmasında Naturelgaz'ın verileri 2020 sonu itibarıyla kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında sonuca ulaşmak için çarpan analizi (sadece yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler) ve indirgenmiş nakit akımı yöntemlerine eşit (%50) ağırlık verilmiştir.

### 5.1. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

#### 5.1.1. Yurtiçi Benzerlere Göre Piyasa Değeri

Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu'nda belirtildiğine göre Şirketin ana faaliyet konusu CNG taşıması/dağıtımıdır. Yurtiçinde halka açık statüde ana faaliyet konusu benzer olan şirket bulunmamaktadır. Naturelgaz'ın benzer şirketi olarak nitelendirilebilecek AYGAZ'ın ana iş kolu LPG ticareti olup LNG satışlarının toplam hasılat içindeki payı %1,8 civarındadır. Dolayısıyla Aygaz, satışları içinde LNG satışının önemli bir yer tutmaması sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir. Sektörel bazda bakıldığında raporda enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler incelenmiştir. Fakat incelenen şirketler genelde elektrik üretim ve dağıtım alanında faaliyet gösterdiği ve bir kısmı Naturelgaz'a göre oldukça borçlu olduğu için bu şirketlerle mukayese yapılmamıştır. Dolayısıyla bahsedilen sebeplerden ötürü yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına değerlemede yer verilmemiştir.

#### 5.1.2. Yurtdışı Benzerlere Göre Piyasa Değeri

Benzer şirket seçimi yapılırken Türkiye'ye coğrafi yakınlık, şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliği ve operasyonlarının ağırlıklı olarak CNG ve LNG alanında yoğunlaşması dikkate alınmıştır. Çalışmada benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri kullanılarak değerlendirilmiştir. Çoğu Asya'dan 13 şirketin FD/FAVÖK medyanı 10,93 olup Şirketin 96,2 milyon TL FAVÖK'ü ile çarpıp 105 milyon TL net borcu düşünce 946,4 milyon TL hedef değer ortaya çıkmaktadır.

### 5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA metodunda, gelir tablosu ve bilanço kalemleri Naturelgaz yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2031 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

Şirket'in ileriye dönük satış tahminlerinin hesaplanmasında "yukarıdan aşağı yaklaşımı (Top-Down approach)" kullanılarak ilk önce Türkiye CNG Pazarına istinaden tahminler oluşturulmuştur. 2021-2030 döneminde toplam CNG pazarının bileşik büyüme oranının %6,0 olacağı varsayılmış olup aynı dönem için Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG pazarlarının yıllık bileşik büyüme oranları ise sırasıyla %6,1, %6,3, %3,9 ve %0,2 olacağı öngörülmüştür.

Özsermaye Maliyeti: 2021-2030 dönemi için %19,3, uç değer için %17,3 olarak hesaplanmıştır. OSM'nin 2021-2030 dönemi için %17,3 civarında, uç değer hesabında ise %15,2 civarında olacağı öngörülmüştür.

## Naturelgaz İNA Analizi

| mın 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   |       |       |       |       |        |        |        |        |        |         |
| Naturelgaz'ın Firma Değeri            | 1.401,2 |       |       |       |       |        |        |        |        |        |         |
| 2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç      | 105,0   |       |       |       |       |        |        |        |        |        |         |
| Naturelgaz'ın Piyasa Değeri           | 1.296,2 |       |       |       |       |        |        |        |        |        |         |

Kaynak: Vakıf Yatırım

Raporda, indirgenmiş serbest nakit akışlarının toplamı 652,3 milyon TL ve indirgenmiş sonsuz değer 749 milyon TL olarak tespit edildiğinden firma değeri 1.401,2 milyon TL olarak ortaya çıkmıştır. Bu değerden 105 milyon TL şirket değerinin indirilmesi ile hedef piyasa değeri 1.296,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

### 5.3. Nihai Değerleme

Naturelgaz için; yurtdışı Piyasa Çarpanları Yöntemi neticesinde elde edilen özsermaye değeri %50, İNA yöntemi %50 oranına ağırlıklandırılarak Nihai Değere aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

| Sermaye Artırımı Öncesi Değerleme (TL) |               |             |                                  |
|----------------------------------------|---------------|-------------|----------------------------------|
| Yöntem                                 | Şirket Değeri | Ağırlık     | Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri |
| İndirgenmiş Nakit Akımları             | 1,296,200,000 | 50%         | 648,100,000                      |
| Yurtdışı Benzer Şirketlere Göre        | 946,400,000   | 50%         | 473,200,000                      |
| <b>Naturelgaz Şirket Değeri</b>        |               | <b>100%</b> | <b>1,121,300,000</b>             |

| Halka Arz Değerlemesi            |                 |
|----------------------------------|-----------------|
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye | 100,018,594     |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri   | 1,121,300,000   |
| <b>Hisse Başı Pay Değeri</b>     | <b>11.21 TL</b> |
| Halka Arz İskontosu              | -24.2%          |
| <b>Halka Arzda Pay Değeri</b>    | <b>8.50 TL</b>  |
| Halka Arzda Piyasa Değeri        | 850,158,049     |

Kaynak: Vakıf Yatırım

Naturelgaz için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Özsermaye Değeri 1,121,300,000 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 100,018,594 TL'ye göre birim pay değeri 11,21 TL'ye karşılık gelmektedir. Rapor'da bulunan hisse başı hedef piyasa değerine % 24.2 halka arz iskontosu uygulanarak Naturelgaz için halka arz fiyatı 8.50 TL olarak belirlenmiştir.

## 6. SONUÇ

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Şirketin niş bir sektörde faaliyet göstermesi, üretim yapısı, büyüme stratejisi, artan karlılık verilerini dikkate alarak halka arzdan gelecek kaynağın şirketi daha ileri taşımaya yardımcı olacağını düşünüyoruz.

Değerlemede kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve Şirket yetkililerinin yönlendirmesi ile oluştuğundan tarafımızca analiz edilememiştir. Son dönemde artan faizler dikkate alındığında değerlemede kullanılan risksiz faiz oranı ve AOSM bir miktar düşük kaldığını düşünüyoruz. Bu yüzden nihai iskonto oranının azaldığı öngörülebilir.

Yurtiçi benzer şirket bulunmadığından değerlendirme için yurtdışı benzerlerin kullanılmasını makul görüyoruz. Ancak PD/DD, F/K ve FD/Hasılat oranlarının değerlemeye dahil edilmeyerek sadece FD/FAVÖK oranına bakılması eksiklik görülebilir.

Yukarıdaki görüşlerimiz ve çekincelerimiz çerçevesinde Naturelgaz halka arz fiyat tespit raporunu makul buluyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunan kurumların görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.