Naturelgaz Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin Denetim Komitesi Tarafından
Hazırlanan Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun
VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.

11.03.2022

1. Rapor Konusu ve Gerekçe: Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Naturelgaz" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Naturelgaz Yönetim Kurulu bünyesinde oluşturulan Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

2. Açıklamalar: Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır."

3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler: Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") tarafından 04.03.2021 tarihinde hazırlanan ve 19.03.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Naturelgaz'ın halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen değerleme yaklaşımlarından Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmış olup, aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır:

1. Çarpan Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Söz konusu değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in belirli özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. İki değerleme metoduna da eşit ağırlık verilerek çarpan bazlı değerlemelere %50, nakit akımı bazlı değerleme sonuçlarına ise %50 ağırlık verilmiş ve Naturelgaz'ın değer tespitinde 1.121,4 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu doğrultuda, Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesine göre halka arz öncesi birim pay değeri 11,21 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %24,2 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 8,50 TL olarak belirlenmiştir. Ulaşılan bu fiyata göre halka arzın büyüklüğü ek satış dahil 293,3 mn TL, halka arz sonrası Şirket'in çıkarılmış sermayesi 115 mn TL'ye ulaşarak halka açıklık oranı %30,0 olmuştur.

<u>Çarpan Analizi</u>

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerleme çarpanları ile Şirket için hesaplanan çarpanlar karşılaştırılarak Şirket değeri

belirlenmektedir. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerleme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- Fiyat/Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

<u>İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ('İNA')</u>

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılarak, hesaplanan tahmini nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerleme tarihine indirgenmesi sonucunda varlığın bugünkü değerine ulaşılmakta ve bu değere net nakdin/borcun eklenmesi/çıkarılması ile özsermaye değeri belirlenmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörüleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

<u>Değerleme Sonucu:</u>

Naturelgaz'ın halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri hesaplanırken İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerine eşit ağırlık verilmiş olup, tespit edilen özsermaye değeri 1.121,4 mn TL'dir. Bu özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatın ise 11,21 TL olarak hesaplanmıştır. Öz sermaye değerine %24,2 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı belirlenmiştir. Buna göre Vakıf Yatırım 1 TL nominal değerli pay başına Naturelgaz için halka arz fiyatının 8,50 TL olmasını hesaplamıştır.

Naturelgaz (mn TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İNA	50,0%	1.296,4
Çarpan Analizi (%100 FD/FAVÖK)	50,0%	946,4
Değerleme Sonucu		1.121,4
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		11,2

Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat	
Naturelgaz Halka Arz İskontosu Öncesi Öz sermaye Değeri (mn TL)	1.121,4
Halka Arz İskontosu (%)	24,2

Hesaplanan halka arz öncesi	
Halka Arz İskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri (mn TL)	850
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	8,5

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Naturelgaz (mn TL)	**2021 (T)**	**2021 (G)**	**Gerçekleşme Oranı (%)**
Hasılat	573,8	696,4	121%
Satışların Maliyeti*	396,5	535,7	135%
Brüt Kar	177,3	160,6	91%
Faaliyet Gideri*	46,6	64,8	139%
FAVÖK	130,6	95,9	73%

(T) : Tahmin, (G) : Gerçekleşme
(*) Amortisman ve itfa giderleri hariç bir şekilde hesaplanmıştır.

Şirketimizin 2021 yılı tahminlerine ve gerçekleşen verilerine yukarıdaki tabloda yer verilmiştir. Buna göre; 2021 yılı için tahmin edilen cironun %121'i, brüt karın %91'i ve FAVÖK'ün %73'ü gerçekleşmiştir. Satış hacminde ise 2021 yılı için 223,7 milyon Sm^3 satış yapılacağı tahmin edilmiş, ancak gerçekleşen satış 202,9 milyon Sm^3 olmuş, böylece gerçekleşme oranı %91 olmuştur. İş kolu bazında değerlendirildiğinde, Şehir Gazı satış hacmi %45 oranında, LNG satış hacmi ise %36 oranında tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Dökme CNG iş kolu satışlarında ise özellikle delta varyantının yayılımına bağlı kısıtlama ve Mayıs ayındaki tam kapanma etkisiyle bazı sektörlerde sezonun geç başlaması nedeniyle toplam satış hacmi tahminlerin %9 oranında altında, 202,9 milyon Sm^3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketimizin brüt kar tahminlerinin yukarıda yer alan tabloda görüldüğü üzere 160,6 milyon TL olarak %91 oranında gerçekleşmesinin ana sebebi, toplam satış hacminin tahminlerin %9 altında gerçekleşmesidir. Ayrıca doğal gaz fiyat artışlarının kamu sektörü müşterilerine ihaleye bağlı sözleşme şartları nedeniyle birebir ve aynı dönemde yansıtılamamasının etkisi ile satış

gelirlerindeki gerçekleşme oranı satışların maliyetindeki gerçekleşme oranının altında kalmış, bunun sonucu olarak da brüt kar tutarı tahminlerin %9 oranında altında kalmıştır. Geçen yılın aynı dönemine göre bakıldığında ise, Şirketimizin satış hacminde %17, brüt kar tutarında ise %15 oranlarında artış gerçekleşmiştir.

FAVÖK tahminleri %73 oranında gerçekleşmiştir. Bu durumun sebebi, satış hacmi gerçekleşmesinin yanı sıra hızlı büyümenin getirdiği operasyon giderlerindeki artış ve halka arz nedeniyle oluşan tek sefere mahsus giderlerin etkisi ile faaliyet giderlerinin 2021 yılı için tahmin edilen tutarın %39 üzerinde gerçekleşmesidir.

Özetle; doğal gaz ve enerji piyasasındaki dalgalı fiyatların etkisi, satış hacmi tahminlerinin %91 oranında gerçekleşmesi, hızlı büyümenin getirdiği operasyon giderlerindeki artış ve halka arza bağlı tek sefere mahsus giderlerin etkisiyle 2021 yılı varsayımlarına göre Şirketimizin brüt karı %91, FAVÖK projeksiyonu ise %73 oranında karşılanmıştır.

Saygılarımızla,
Naturelgaz Denetim Komitesi