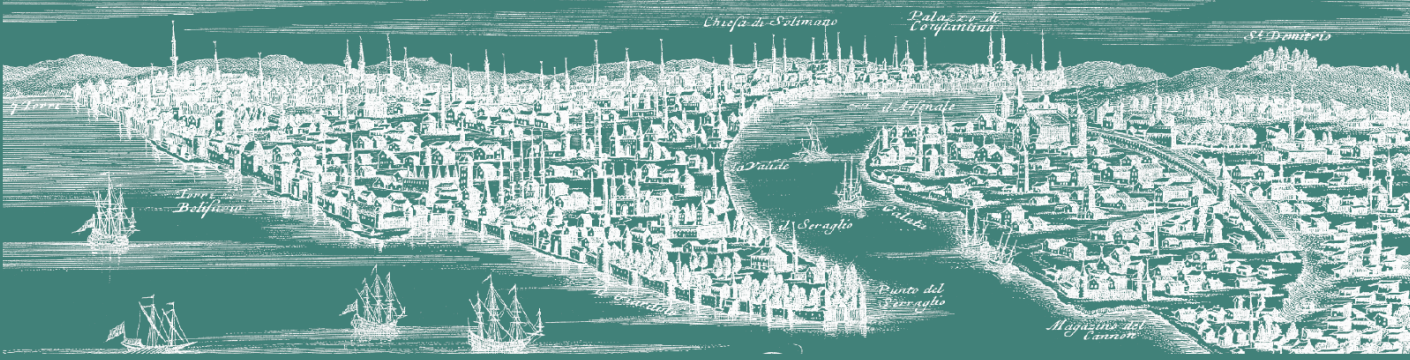


Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturelgaz")



Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrasında yer alan "Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir yetkili kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunu hazırlayacak yetkili kuruluşun ilgili halka arzda konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmaması gerekir. Analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur." maddesine istinaden Fiyat Tespit Raporu'ndaki şirket verileri kullanılarak Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Yatırımcılar kararını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidir.

24 Mart 2021



osmanlı
YATIRIM

[Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]**HALKA ARZ ÖZET BİLGİLERİ**

İhraççı	NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
Borsa Kodu	NTGAZ
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Mart 2021
Çıkarılmış Sermaye	100.018.594 TL
Halka Arz Edilecek Paylar	14.981.406 TL (Yeni Pay İhracı/Sermaye Artırımı) 16.382.231 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Büyüklüğü Halka Arz Büyüklüğü – Ek Satış Dahil	266.590.915 TL (127,3 mn TL Şirket; 139,2mn TL Hak Sahibi Ortak) 293.250.000 TL (127,3 mn TL Şirket; 165,9mn TL Hak Sahibi Ortak)
Şirket Hedef Piyasa Değeri	1.121,3 mn TL
Halka Arz İskontosu	%24,2
İskontu Sonrası Piyasa Değeri	849,3 mn TL
Pay Başına Hisse Fiyatı	8,50 TL
Halka Açıklık Oranı	%27,3
Ek Satış Olması Halinde Halka Açıklık Oranı	%30,0

Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Payı
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009	%95,5	83.636.363	%72,7	80.500.000	%70
Aksel Goldenberg	4.267.451	%4,3	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	236.134	%0,2	-	-	-	-
Halka Açık Kısım	-	-	31.363.637	%27,3	34.500.000	%30
Toplam	100.018.594	%100	115.000.000	%100	115.000.000	%100

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]**Şirket Profili**

Naturel Gaz, taşınabilir doğal gaz sektöründe (CNG/LNG) faaliyet göstermekte olup Şirket'in başlıca iş kolları Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG, Kuyu CNG olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır. Yüksek CNG dolum kapasiteli tesis ağına, geniş CNG dağıtım filosuna ve büyük CNG stoklama alt yapısına sahip olan Şirket, ana faaliyet alanlarına 2015 yılı itibarıyla EPDK'dan aldığı lisans doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir.

Dökme CNG faaliyetleri kapsamında Şirket, Türkiye genelindeki 13 adet Endüstriyel CNG dolum tesisi ile kimya, metal, gıda, madencilik, inşaat malzemeleri üretimi gibi farklı sektörlerde faaliyet gösteren fabrikalar, enerji üretim tesisleri, oteller, asfalt üretim tesisleri ve ısıtma amaçlı kullanım yapan kamu kurumları gibi müşterilerine doğal gaz tedarik etmektedir.

Şehir Gazı faaliyetlerinin konusu ise ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimidir. Şirket, 2017 yılından itibaren Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve EPDK'nın koordinasyonunda, taşınabilir doğal gaz sistemini ilçelere ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere kullanılmaktadır.

Şirket, 2011 yılında başladığı Oto CNG faaliyetleri kapsamında da araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışı gerçekleştirmektedir.

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, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında da aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

Önemli Kilometre Taşları:

- 2004 Goldenberg ailesi ve Çalık Holding ortaklığında kurulan Şirket'in Bursa, Adapazarı ve İzmir'de ilk CNG operasyonları başladı.
- 2011-2012 Global Yatırım Holding ana sermayedar oldu.
- 2014 Çaykur'un tesislerinin yakıt sistemini LNG'den CNG'ye dönüştürerek, Türkiye'nin en büyük CNG dağıtım anlaşmasını imzaladı.
- 2015 Ana faaliyet alanlarına (Endüstriyel CNG ve Oto CNG) ek olarak EPDK'dan LNG satışının lisansını aldı.
- 2016 2010 yılında 16 mn Sm³ olan yıllık satış hacmi 2016 yılında 140 mn Sm³'e ulaştı.
- 2017 Yetkili mercilerin koordinasyonu ile geliştirilen proje kapsamında ekonomik ve/veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan ilçe ve beldelerdeki yerel gaz şirketlerine CNG ikmali yapılmaya başlandı.
- 2018 Kuyularda atıl olarak kalan doğal gazın CNG sistemi vasıtasıyla iletim sistemine taşınması operasyonuna başladı.
- 2018 Kamerun'un Douala kentinde 2013 yılından bu yana gaz üretim ve dağıtım faaliyeti yürüten Gaz du Cameroun (GdC) ile iyi niyet anlaşması imzalandı.
- 2020 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 raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]

Satış Gelirlerinin İş Kollarına Göre Dağılımı ve Pazar Payları

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına alt satışlarının ana faaliyet kollarına göre dağılımı ve Pazar payları aşağıdaki tablolarda sunulmuştur:

bin TL	2018	% Satışlar	2019	% Satışlar	2020	% Satışlar
Doğal Gaz Satış Gelirleri	248.095	99.1	430.022	99.2	447.137	98.6
Dökme CNG	222.961	89.1	365.138	84.2	355.627	78,4
Oto CNG	11.432	4.6	22.422	5,2	16.828	3.7
Şehir Gazı CNG	7.529	3.0	42.341	9.8	66.811	14,7
Boru Gazı	5.648	2,3	-	-	-	-
LNG	525	0.2	121	-	7.871	1.7
Hizmet Gel.	2.141	0,9	3.394	0.8	6.252	1.4
Net Satışlar	250.236	100	433.416	103	453.389	100

		PAZAR		NATURELGAZ		
Ürün	Tür	mn m ³	Oran	mn m ³	Şirket içi Dağılım (%)	Pazar Payı (%)
Oto CNG	CNG	16.8	2,4	5.6	3.2	33.5
Şehir Gazı	CNG	27.4	3.9	23.6	13.6	86.3
	LNG	10,3	1.5	-	-	-
Dökme	CNG	191,0	27.3	141.0	81.3	73.8
	LNG	453.0	64,9	3.2	1.8	0.7
Toplam		698.5	100,0	173,5	100,0	24.8

Finansal Tablolar

KAR veya ZARAR TABLOSU (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Net Satışlar	250.235.590	433.416.282	453.388.932
Satışların maliyeti	(195.410.738)	(319.149.563)	(334.013.584)
Brüt kar	54.824.852	114.266.719	119.375.348
Esas Faaliyet Karı /Zararı	13.432.537	70.008.789	68.036.789
Finansman Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	13.432.537	70.219.372	122.615.388
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	(41.564.351)	37.612.076	89.210.585
DÖNEM KARI/ZARARI	(31.943.230)	89.691.588	89.691.588

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]

Şirket'in net satış gelirleri, doğal gaz satış gelirleri ve hizmet gelirlerinden oluşmaktadır. 2020 yılında net satış gelirlerinin %98,6 ile ağırlıklı kısmını doğal gaz satış gelirleri oluştururken (2019: %99,2, 2018: %99,1) doğal gaz satış gelirlerinin önemli bölümü Dökme CNG segmentinden (2020: %78,4, 2019: %84,2, 2018: %89,1) elde edilen gelirlerden oluşurken, diğer doğal gaz satış gelirleri ise Şehir Gazı ve Oto CNG satışları kaynaklıdır.

Şirket'in net satış gelirleri 2018-2020 döneminde yıllık ortalama %38,9 büyüme kaydederek 453,4 mn TL'ye yükselmiştir. Net satış gelirlerinde özellikle 2019 yılında gözlenen bu büyümede, ağırlıklı olarak BOTAŞ'tan satın alınan doğal gaz fiyatlarındaki yükseliş etkili olurken, daha yüksek kâr marjı yapılmasını sağlayacak şekilde müşteri portföyünün optimize edilmesi, Şehir Gazı faaliyetlerinin gelişmesi, Dökme ve Şehir Gazı tarafında kazanılan yeni müşteriler de destekleyici etkide bulunmuştur. Bunun dışında Socar LNG birleşmesinin etkisi ile 2020 Kasım ve Aralık aylarına istinaden özellikle Dökme CNG ve LNG satışları ile ciroya 15,8 milyon TL tutarında ek satış sağlanmış, 2020 yılı ciro büyümesinde katkı sağlamıştır.

BİLANÇO (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen Varlıklar	50.016.394	76.942.334	117.486.522
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.300.520	10.515.131	9.058.168
Ticari Alacaklar	30.218.718	48.908.905	71.947.195
Stoklar	10.366.836	11.273.213	12.062.516
Diğer Dönen Varlıklar	4.130.320	6.245.085	24.418.643
Duran Varlıklar	207.483.256	196.999.055	284.078.787
Maddi Duran Varlıklar	190.995.688	181.698.986	258.520.574
Kullanım Hakkı	-	5.474.470	19.539.120
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.332.946	4.134.881	5.436.291
Diğer	11.154.622	5.690.718	582.802
TOPLAM VARLIKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.156.228	79.658.428	129.404.839
Kısa Vadeli Borçlanmalar	43.389.989	39.934.776	81.191.330
Ticari Borçlar	20.403.999	34.671.829	45.575.456
Diğer Borçlar	11.362.240	5.051.823	2.638.053
Uzun Vadeli Yükümlülükler	73.462.808	55.603.551	38.731.152
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Diğer Yükümlülükler	598.791	791.504	5.823.116
Özsermaye	108.880.614	138.679.410	233.429.318
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.018.594
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	74.540.867	74.540.867	79.580.593
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(33.717.023)	(65.660.253)	(35.861.457)
Net Dönem Karı (Zararı)	(31.943.230)	29.798.796	89.691.588
TOPLAM KAYNAKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]

31 Aralık 2020 sonu itibarıyla Şirketin toplam aktif büyüklüğü 401,6 mn TL olup. 2019 sonuna göre %46.6 artış göstermiştir. Şirket'in toplam aktiflerinin %64,4'ünü maddi duran varlıklar, %17.9'unu ise ticari alacaklar kalemi oluşturmaktadır. 2018 yıl sonunda 30,2 mn TL olan Ticari Alacaklar kalemi 2019 yıl sonunda 48,9 mn TL'ye, 2020 yıl sonunda ise 71,9 mn TL'ye yükselmiştir. 2019 ve 2020 yıl sonlarında 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. Maddi Duran Varlıklar kaleminde ise özellikle 2020 yılsonunda Socar LNG birleşmesi neticesinde önemli artış olmuş, buna ek olarak arsa ve araziler için 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla bağımsız değerleme şirketleri tarafından hazırlanan değerleme raporlarına göre 6,3 mn TL tutarında ek değer artışı da kaydedilmiştir. Bu gelişmeler neticesinde, Maddi Duran Varlıklar 2020 yıl sonunda %42,3'lük artışla 181,7 mn TL'den 258.5 mn TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in kaynakları incelendiğinde önemli kısmının finansal borçlar, ticari borçlar ve özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Özellikle 2020 yılında kısa vadeli finansal borçlarda artış yaşanmış olup bu artış 2020 yılsonunda gerçekleşen Socar LNG birleşmesi süreci finansmanı için kullanılan kredilerden kaynaklanmaktadır. Kısa vadeli finansal borçlarda yaşanan bu artışa rağmen finansal borçların, Şirket'in toplam kaynakları içerisindeki payı 2018 yılsonunda %45,1 iken, 2019 yılsonunda %34,6'ya, 2020 yılsonunda ise %28,4'e gerilemiştir.

2019 yılında net dönem kârında yaşanan önemli artışla (2018: -31,9 mn TL, 2019: 29,8 mn TL), Şirket'in 2018 sonunda 108.9 mn TL olan özkaynakları 2019 yılsonunda %27,4'lük artışla 138,7 mn TL'ye ulaşmış olup, toplam kaynaklar içerisindeki payı %42,3'ten %50,6'ya yükselmiştir. 2020 yılsonunda ise özkaynaklar %68,7'lik artışla 233,9 mn TL'ye yükselmiş olup bu artıştaki en önemli etken olarak da yine net dönem kârında yaşanan artış öne çıkmaktadır. Socar LNG birleşmesi sonucu Şirket 2020 yılsonunda 54,9 mn TL'lik işletme birleşmesinden kaynaklanan kazanç elde etmiş olup bu da Şirket net kârlılığına ve özkaynaklara olumlu yansımıştır. Bu artışla beraber özkaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payı da 2020 yılsonunda %58,3'e yükselmiştir.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]**Değerleme / Fiyat Tespiti**

Naturel Gaz'ın Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek payların birim fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akışı (%50), benzer şirket çarpanları - FD/FAVÖK (%50) analizleri kullanılmıştır. 2018-2020 yılları arasında çarpan analizlerine baz oluşturan FAVÖK değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Karlılık Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Net Satışlar	250.236	433.416	453.389
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
Brüt Kar Marjı %	21,9%	26,4%	26,3%
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
FAVÖK Marjı	15,5%	22,8%	21,2%
Net Kar	-31.943	29.799	90.199

Özkaynak değeri (birim hisse fiyatının belirlenmesinde kullanılan hisse bedeli), indirgenmiş nakit akışı ve çarpan analizleri ile hesaplanan firma değerinden, şirketin net borçları düşülerek hesaplanmaktadır. Net borçlar, Şirketin finansal borçlarından hazır değerleri düşülerek hesaplanmaktadır. 2018-2020 arasındaki borçluluk seviyeleri aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Finansal Borçlar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	43.389.989	39.934.776	81.191.330
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Toplam	116.254.006	94.746.823	114.099.366

Borçluluk Analizi	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Finansal yükümlülükler	116.254.006	94.746.823	114.099.366
Eksi - Hazır Değerler	5.300.520	10.515.131	9.058.168
Net Borç	110.953.486	84.231.692	105.041.198
Toplam Özkaynak	108.880.614	138.679.410	233.429.318
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	102%	61%	45%
Net Borç/FAVÖK	2,9x	0,9x	1,1x

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi

İndirgenmiş Nakit Akışı analizlerine göre Naturelgaz'ın piyasa değeri 1.296,2 mn TL olarak hesaplanmıştır.

mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	573,5	674,8	756,9	849,5	952,0	1068,5	1197,5	1335,1	1493,2	1663,7	1872,6
SMM	412,5	470,8	526,6	590,1	659,6	738,3	826,3	922,5	1028,8	1144,6	1289,5
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	-25,7	-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 Akımlarını Toplamı 652,3

Sonsuz Büyüme Oranı (%) %5,0

Sonsuz Değer 3.028,1

Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri 749,9

Naturelgaz'ın Firma Değeri 1.401,2

2020/12 itibarıyla Net Borç 105,0

Naturelgaz'ın Piyasa Değeri 1.296,2

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

[Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu]**Çarpan Analizi**

Çarpan analizlerine göre Naturelgaz'ın piyasa değeri 946,4 mn TL olarak hesaplanmıştır. Vakıf Yatırım'ın Fiyat Tespit Raporu'nda yurtiçinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren bulunmadığı değerlendirilmiş, yurtiçi benzer şirket çarpanlarına yer verilmemiştir. Ayrıca, çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış; FD/Satışlar, F/K, PD/DD çarpanları ile ilgili yapılan değerlendirmede çalışmaya dahil edilmelerinin uygun görülmediği ifade edilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı	10,93x
Naturelgaz FAVÖK (mn TL)	96,2
Firma Değeri	1.501,4
2020/12 sonu itibarıyla Net Broç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4

Değerleme Sonucu

Naturelgaz (mn TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışı	%50,0	1.296,2
Çarpan Analizi (%100 FD/FAVÖK)	%50,0	946,4
Değerleme Sonucu		1.121,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		11,21
Halka Arz İskontosu		%24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (mn TL)		849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)		8,50

Görüş

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirketle ilgili bilgilerin ve fiyat tespitinde esas alınan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünmekteyiz.
- Değerlemede hem indirgenmiş nakit akışı, hem de benzer şirket çarpanı analizleri yapılmasını makul görmekle birlikte F/K , PD/DD çarpanlarının kullanılmamasını ve sektördeki yurtiçi şirketlerin çarpan analizlerine dahil edilmemesini eksiklik olarak değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş nakit akışı yönteminde kullanılan indirgeme oranının hesaplanmasında kullanılan yöntemin sağlıklı olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca sonsuz büyüme oranı ve risksiz faiz oranına ilişkin duyarlılık analizi yapılmış olmasını çok faydalı buluyoruz.
- %24,2 iskonto oranıyla belirlenen 8,50 TL birim hisse senedi fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.