

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 4 Mart 2021 tarihinde Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Naturelgaz, 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-50 ortağı ile kurulmuştur. 2011 yılında, Çalık Grubu'na ait hisselerin %25'i STFA Grubu, diğer %25'lik kısmı da Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından satın alınmıştır. STFA Grubu ve Goldenberg ailesinin sahip olduğu hisselerin bir kısmını almasının da etkisiyle 2012 yılında Global Yatırım Holding'in Naturelgaz'ın sermayesindeki payı %80'e ulaşmıştır. Zaman içerisinde Şirket'in gerçekleştirdiği sermaye artırımlarına katılan tek ortak olması nedeniyle mevcut durumda %95,5'lik pay sahipliği ile Naturelgaz'ın ana ortağıdır. Diğer ortaklar %4,3'lük pay ile Aksel Goldenberg ve %0,2'lik pay ile Kanat Emiroğlu'dur.

Naturelgaz, taşımali doğal gaz sektöründe (CNG-Compressed Natural Gas/LNG-Liquefied Natural Gas) faaliyet göstermekte olup Şirket'in başlıca iş kolları Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG, Kuyu CNG olmak üzere dört gruba ayrılmaktadır:

- Dökme CNG ve LNG faaliyetleri:** Şirket, dökme CNG ve LNG işinde, boru hatlarına kurduğu kendi tesislerinde doğal gazı sıkıştırıp CNG haline getirerek ve LNG ithalat terminallerinden LNG tedarik ederek, boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla veya LNG tankerleri ile doğal gazın iletimini sağlamaktadır. Şirket, Türkiye genelindeki 13 adet Endüstriyel CNG dolum tesisi aracılığıyla, kimya, metal, gıda, madencilik, inşaat malzemeleri üretimi gibi farklı sektörlerde faaliyet gösteren müşterilerine doğal gaz tedarik etmektedir. Fabrikalar, enerji üretim tesisleri, oteller, asfalt üretim tesisleri ve ısıtma amaçlı kullanım yapan kamu kurumları söz konusu müşteriler arasında sayılabilir. Dökme CNG ve LNG segmentinde faaliyetler, sürecin tüm aşamalarını içerecek şekilde tamamen otomasyona dayalı ve uzaktan kontrol edilebilir bir şekilde Şirket tarafından yönetilmektedir. Şirket'in dökme CNG faaliyetinden gelen gelirler 2019 ve 2020 yıllarındaki toplam gelirlerin sırasıyla %84'ünü ve %78'ini oluşturmuştur
- Şehir gazı faaliyetleri:** Ekonomik ve coğrafi nedenlerden, doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla doğal gaz iletmektedir. Bu iş kolunda Şirket'in müşterileri gaz dağıtım firmalarıdır. Şirket, kendi tesisinden aldığı doğal gazı CNG'ye çevirip ilçe merkezindeki boru hattına aktarmaktadır.
- Oto CNG faaliyetleri:** Şirket CNG satış amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan, çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satmaktadır. 2021 Şubat ayı içerisinde Petrol Ofisi A.Ş. ile önemli bir işbirliği anlaşması gerçekleştirilmiştir. Böylece Petrol Ofisi'nin 12 istasyonunda Naturelgaz kendi markası ve lisansları altında Oto CNG satışı gerçekleştirecektir. Önümüzdeki dönemde de istasyon sayısının 21'e yükselmesi beklenmektedir.
- Kuyu CNG faaliyetleri:** Çeşitli nedenlerle boru hatlarına erişimi olmayan kuyularda atıl olarak kalan doğal gaz, CNG haline getirilip boru hatlarına aktarılmaktadır.

Şirket Aralık 2020'de, Socar LNG ile Socar LNG'nin %100 hissedarı Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş. ile birleşmiştir. Bu birleşme ile birlikte Şirket, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu

katmış ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında da aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Talep Toplama Tarihi	25-26 Mart 2021
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Ortak Satışı: 16.382.231 TL nominal değerli paylar Sermaye Artırımı: 14.981.406 TL nominal değerli paylar Ek Satış: 3.136.363 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	Borsada Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	850.000.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	Ek satış hariç: 267 milyon TL Ek satış dahil: 293 milyon TL
Halka Arz Oranı	Ek satış hariç (%27,3), Ek satış dahil (%30,0)
Fon Kullanım Yeri	Sermaye artışından sağlanan gelir kapasite – altyapı yatırımları, banka borcu geri ödenmesi, yurt dışı yatırımları ve işletme sermayesi ihtiyaçlarında kullanılacaktır.

3. Şirket Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009,00	%95,50	83.636.363,00	%72,70	80.500.000,00	%70,00
Aksel Goldenberg	4.267.451,00	%4,30	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	236.134,00	%0,20	-	-	-	-
Halka Açık Kısım	-	-	31.363.637,00	%27,30	34.500.000,00	%30,00
TOPLAM	100.018.594,00	%100,00	115.000.000,00	%100,00	115.000.000,00	%100,00

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

4.1. Gelirler

Şirket'in gelirleri, doğal gaz satış gelirleri ve hizmet gelirlerinden oluşmaktadır. 2020 yılında gelirlerin %98,6 sini doğal gaz gelirleri oluşturmaktadır. Doğal gaz satış gelirlerinin önemli bölümü Dökme CNG segmentinden gelmektedir. Bu alandan gelen gelirlerin toplam içindeki 2019 yılında %84 ve 2020 yılında %78'dir. Şirket'in kuyu faaliyetleri ve tüp tipi kiralama faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, hizmet geliri altında sınıflandırılmaktadır.

2020 yılında Şirket'in cirosu yıllık bazda %5 artarak 453 milyon TL'ye ulaşmıştır. Gelirlerin kırılımına baktığımız zaman doğal gaz satış gelirleri özellikle şehir gazı tarafında kazanılan yeni müşterilerin destekleyici etkisiyle yıllık bazda %4 artarak 447 milyon TL gerçekleşirken hizmet gelirleri yıllık bazda %84 artarak 6 milyon TL'ye ulaşmıştır. Hizmet gelirlerindeki artışın nedeni olarak 2019 yılında imzalanan Atlı Enerji firması ile CNG dolum ve dağıtım hizmet sözleşmesinin 2020 yılının Şubat ayında devreye girmesini söyleyebiliriz.

4.2. Giderler

Şirket, gaz ihtiyacını 2017 yılından itibaren yıllık sözleşmelerle büyük oranda veya tamamen BOTAŞ'tan ürün bazındaki tarifeler ile tedarik etmektedir. BOTAŞ dışındaki tedarikçilerden CNG üretimi için alınan gaz BOTAŞ'ın CNG tarifi ile veya BOTAŞ CNG tarifesinden indirimli bir fiyata tedarik edilmektedir. Şirket, BOTAŞ'tan yapılan gaz alımları TL bazlı olduğu için operasyonel tarafta herhangi bir kur riskine maruz kalmamaktadır.

Müşteriye yapılan satışların en önemli unsuru olan fiyat, standart olmayıp bir formüle dayanmaktadır. Formülün ilk kısmını oluşturan gaz maliyeti, sistem kullanım bedeli ve vergiler tamamen ("pass through") müşterilere yansıtılmaktadır. Formülün geri kalan kısmı için ise Şirket'in katlandığı diğer maliyetler ve müşteri bazında değişen kar marjını içeren bir tutar belirlenmiştir. Bu tutar enflasyon oranına göre değişiklik göstermektedir.

Toplam satış maliyetinin önemli kısmını satılan doğal gaz maliyeti oluşturmaktadır. Satılan doğal gaz maliyetini payı 2020 yılındaki toplam maliyet içerisinde %82'lik paya sahiptir. 2020 yılında toplam satışların maliyeti yıllık bazda %4,7 artarak 334 milyon TL ulaşmıştır.

4.3 FAVÖK

2020 yılında Şirket'in FAVÖK'ü 96,2 milyon TL'ye ve FAVÖK marjı da %21,2 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılının aynı döneminde ise FAVÖK %22,8'lik marj ile 99 milyon TL idi. FAVÖK marjında 2020 yılındaki düşüş, pandeminin sınırlı etkisinin yanı sıra, Temmuz- Aralık döneminde geçici olarak BOTAŞ'ın uyguladığı CNG/LNG tariflerindeki farkın 10 kuruş seviyelerine inmesiyle CNG ürününün rekabetçi pozisyonunun negatif etkilenmesi sonucu oluşmuştur.

Şirket'in FAVÖK Mutabakatı

(TL)	2018	2019	2020
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	13.432.537	70.219.372	123.122.485
Amortisman ve itfa payı giderleri	21.613.024	28.118.957	27.550.235
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	(685.597)	(1.054.183)	(1.224.143)
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	4.424.139	1.865.593	1.811.744
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-	(210.583)	(55.085.696)
FAVÖK	38.784.103	98.939.156	96.174.625

4.4. Borçluluk

Şirket'in finansal borçlarında, yıl içinde mevsimsellik nedeniyle aldığı işletme sermayesi amaçlı borçlardan kaynaklı dalgalı bir seyir yaşanmaktadır. Buna göre yılın ilk yarısında artan borçlar genel olarak yılsonunda daha düşük değerlere inmektedir. 2020 yılsonunda Şirket'in 105 milyon TL net borç pozisyonu bulunmaktadır. Bu da 1,1x Net Borç/FAVÖK oranına tekabül etmektedir. Finansal borçların %52,2'si USD, geri kalan %47,9'u ise TL cinsindendir. Döviz cinsi borçları nedeniyle Şirket, TL'nin USD karşısındaki olası değer kayıplarında kur riskine maruz kalabilmektedir.

4.5. Elde edilecek fonun kullanım alanları

İhraç edilecek yeni paylar neticesinde elde edilecek fon kullanımı dört ana kategoriye ayrılmaktadır:

- **İnorganik Büyüme:** Net gelirlerin takriben %30'una karşılık gelen kısmı Şirket'in yurtiçinde CNG, LNG ve Oto CNG alanlarında faaliyet gösteren şirketlerin devralınması amacı için kullanılması beklenmektedir. Bu fonun yarısından fazlası, 6 Şubat 2020 tarihinde Socar Turkey LNG Satış A.Ş. paylarının tamamını satın almak için Socar Turkey Petrol Enerji Dağıtım ve Ticaret A.Ş. ile imzalanan Hisse Satın Alma Sözleşmesi neticesinde ödenecek hisse satın alım bedeli için kullanılması hedeflenmektedir. Naturel Doğal Gaz'ın hisse alım bedeli için kullanacağı banka finansmanı Naturelgaz bünyesine geçecek olup, halka arzdan elde edilecek hasılat bu finansmanın kapatılmasında kullanılacaktır. İnorganik Büyüme için ihtiyaç duyulacak tahmini fon miktarı yaklaşık 55 milyon TL'dir.
- **Kapasite ve Altyapı Yatırımları:** Net gelirlerin takriben %30'una denk gelen kısmı, sabit kıymet yatırımları için kullanılacaktır. Bu sabit kıymet yatırımlarının içerisinde, Şirket'in CNG, LNG ve Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesinin genişletilmesi için ekipman ve taşıma ünitesi yatırımlarının yapılması, mevcut CNG tesis altyapısının güçlendirilmesi, yeni CNG tesislerinin açılması, Oto CNG istasyon sayısının artırılması ve Kuyu CNG operasyonlarının genişletilmesi yer almaktadır. Kapasite ve Altyapı Yatırımları için ihtiyaç duyulacak tahmini fon miktarı yaklaşık 55 milyon TL'dir.
- **Yurtdışı Yatırımları:** Net gelirlerin %20'sini temsil eden üçüncü kategori, Şirket'in uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurtdışında yatırım projelerinin gerçekleştirilmesidir. Şirket, belli bir süredir özellikle Afrika bölgesinde yoğun iş geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu bağlamda, 2018 yılında Kamerun'da doğalgaz üretim kuyuları işleten bir İngiliz şirketi ile söz konusu şirketin müşterisi olan enerji ve sanayi üretim tesislerine Kuyu CNG ve Endüstriyel CNG operasyonları yoluyla gaz tedariki sağlanması konusunda bir niyet mektubu imzalanmış olup, yakın süreçte bu ülkede yatırımların gerçekleştirilmesi için görüşmeler devam etmektedir. Buna ek olarak, Afrika ve Asya'da diğer fırsatlarını yakından takip eden Şirket, Tunus, Fas, Nijerya, Endonezya, Malezya gibi ülkelerde birçok danışman ile yakın iletişimde olup, buralarda da yurtiçinde başarılı olmuş özellikle Endüstriyel CNG ve Kuyu CNG iş modellerini tekrarlamayı hedeflemektedir. Yurtdışı Yatırımları için ihtiyaç duyulacak tahmini fon miktarı ise yaklaşık 30 milyon TL'dir.
- **İşletme Sermayesi:** Net gelirlerin takriben %20'sini temsil eden son kategori, Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasıdır. Şirket, artan gelirler ile birlikte büyüyen yükümlülüklerini yerine getirmek, tedarikçilerine zamanında ödemeler yapabilmek ve operasyonlarını kesintisiz bir şekilde sürdürmek için bu gelirleri kullanmayı hedeflemektedir. İşletme Sermayesi için ihtiyaç duyulacak tahmini fon miktarının ise yaklaşık 30 milyon TL olması beklenmektedir.

Finansal Tablolar

Bilanço	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	50.016.394	76.942.334	117.486.522
Nakit ve nakit benzerleri	5.300.520	10.515.131	8.808.168
Finansal yatırımlar	-	-	250.000
Ticari alacaklar	30.218.718	48.908.905	71.947.195
Diğer alacaklar	849.519	767.610	12.136.167
Stoklar	10.366.836	11.273.213	12.062.516
Peşin ödenmiş giderler	3.208.583	5.368.739	4.846.810
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	-	7.226.849
Diğer dönen varlıklar	72.218	108.736	208.817
Duran Varlıklar	207.483.256	196.999.055	284.078.787
Finansal yatırımlar	412.408	412.408	412.408
Maddi duran varlıklar	190.995.688	181.698.986	258.520.574
Kullanım hakkı varlıkları	-	5.474.470	19.539.120
Maddi olmayan duran varlıklar	5.332.946	4.134.881	5.436.291
Peşin ödenmiş giderler	1.206.356	485.684	170.394
Ertelenmiş vergi varlığı	9.535.858	4.792.626	-
TOPLAM VARLIKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.156.228	79.658.428	129.404.838
Kısa vadeli borçlanmalar	10.098.463	3.148.489	29.285.664
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	33.291.526	33.845.992	39.089.428
Kiralama işlemlerinden borçlar	-	2.940.295	12.816.238
Ticari borçlar	20.403.999	34.671.829	45.575.456
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	294.404	354.691	449.617
Diğer borçlar	8.315.487	2.415.864	926.588
Ertelenmiş gelirler	9.691	-	-
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	1.527.348	-
Kısa vadeli karşılıklar	2.733.847	745.933	1.210.808
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	8.811	7.987	51.039
Uzun Vadeli Yükümlülükler	73.462.808	55.603.551	38.224.056
Uzun vadeli borçlanmalar	72.864.017	51.949.679	27.748.954
Kiralama işlemlerinden borçlar	-	2.862.368	5.159.082
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	4.038.488
Uzun vadeli karşılıklar	598.791	791.504	1.277.532
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	148.619.036	135.261.979	167.628.894
ÖZKAYNAKLAR			
Ana ortaklığa ait özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	100.000.000	100.000.000	100.018.594
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	74.540.867	74.540.867	79.580.593
Geçmiş yıllar zararları	(33.717.023)	(65.660.253)	(35.861.457)
Net dönem karı/ (zararı)	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	108.880.614	138.679.410	233.936.415
TOPLAM KAYNAKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309

Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (mln TL)	2018	2019	2020
Hasılat	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
Genel yönetim giderleri (-)	(10.865.042)	(12.114.419)	(11.262.456)
Pazarlama giderleri (-)	(26.788.731)	(31.332.101)	(39.488.502)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	685.597	1.054.183	1.224.143
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(4.424.139)	(1.865.593)	(1.811.744)
Esas Faaliyet Karı	13.432.537	70.008.789	68.036.789
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-	210.583	55.085.696
Finansman gideri öncesi faaliyet karı/zararı	13.432.537	70.219.372	123.122.485
Finansman gelirleri	158.334	273.762	1.428.210
Finansman giderleri (-)	(55.155.222)	(32.881.058)	(34.833.013)
Vergi Öncesi Kar	(41.564.351)	37.612.076	89.717.682
Vergi geliri / (gideri)	9.621.121	(7.813.280)	481.003
Net Dönem Karı	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Naturel Gaz paylarının halka arz fiyatını belirlerken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi değerlendirme yöntemlerini, eşit oranda (%50) kullanarak hesaplamıştır.

5.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, önümüzdeki 10 senelik dönem için şirketin satış hacimleri tahmin edilmiştir. Bu tahminler, Şirket'in geleceğe yönelik beklentileri dikkate alınarak, ana faaliyet kolları Dökme, Şehir, Oto Gaz ile portföye yeni eklenen LNG faaliyetleri için yapılmıştır. Yapılan çalışmada 2021-2030 döneminde toplam CNG pazarının yıllık bileşik büyüme oranının %6,0 olacağı varsayılmıştır. Aynı dönem için, Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG pazarlarının yıllık bileşik büyüme oranlarının ise sırasıyla %6,1, %6,3, %3,9 ve %0,2 olacağı öngörülmüştür. Satış fiyatı varsayımlarında öne çıkan unsur şirketin gaz maliyetidir. Gaz maliyeti, BOTAŞ'tan doğal gaz alım fiyatının üzerine ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri yansıtılarak hesaplanmıştır.

2021-2030 yılları için AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) hesaplamasında risksiz faiz oranını %13,3, risk primini %6,0 ve betayı 1,0x kullanılmıştır. Şirket'in hem yurtdışındaki yeni iş geliştirme projeleri hem de yurt içindeki Şehir Gazı ve Oto Gaz tarafında büyüme hedefleri ve uzun vadeli yatırım planları göz önünde bulundurulduğunda, uzun dönemde daha yüksek borçluluk oranları dikkate alınmıştır. Bu çerçevede, AOSM'nin 2021-2030 dönemi için %17,3 civarında olacağı öngörülmüştür. Sonsuz büyüme oranı ise, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak %5,0 olarak kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Naturel Gaz için 1,3 milyar TL makul şirket değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı

	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
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										
Aralık'20 Net Borç	105,0										
Naturelgaz'ın Piyasa Değeri	1.296,2										

5.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpanları Analizinde, yurt dışında mukim şirketler dikkate alınmıştır, çünkü şirketin ana faaliyet konusu CNG taşıması/dağıtımı ve/veya ticareti alanında faaliyet gösteren halka açık statüde yerli bir şirket bulunmamaktadır. Benzer şirket olarak akla gelebilecek Aygaz A.Ş.'nin hesaplamaya dahil edilmemesinin nedeni Aygaz'ın ana iş kolunun LPG ticareti olması ve halka açık olmayan iştiraki aracılığıyla sürdürdüğü LNG satışlarının toplam gelirler içindeki payının çok düşük olmasıdır.

Yurt dışı benzer şirketler seçilirken, Türkiye'ye göre coğrafi yakınlık, coğrafi koşulların ve şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliğinin yanında, şirketlerin operasyonlarının ağırlıklı olarak CNG ve LNG sektörlerinde yoğunlaşması hususları dikkate alınmıştır. Çarpan analizinde yer verilen şirketlerin hepsinin ileriye dönük FD/FAVÖK çarpan tahminleri bulunmadığından, son bir yıllık gerçekleştirmeler ışığında hesaplanan çarpanlar dikkate alınmıştır. Bu yaklaşımla hesaplanan, medyan FD/FAVÖK çarpanı 10,93'ün Naturelgaz'ın son 12 aylık finansalları verilerine uygulanması sonucunda da, Naturelgaz için 946,4 milyon TL makul piyasa değeri hesaplanmıştır.

Özetle, yukarıda yer verilen iki yöntem neticesinde bulunan değerlerin ağırlıklandırılmasıyla hesaplanan makul piyasa değeri 1.121,3 milyon TL, pay başı makul değer 11,21 TL'dir. Bu büyüklüklere, %24,2 halka arz iskontosu uygulanması sonucu ulaşılan, nihai piyasa değeri ise 849,9 milyon TL, nihai birim pay fiyatı ise 8,50 TL'dir.

Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
Son 12 Aylık					
Suchuang Gas Corporation Limited	Çin	238,8	220,2	1,27x	8,74x
ENN Energy Holdings Limited	Çin	17.123,6	19.606,6	2,09x	13,83x
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd	Çin	232,2	221,9	2,10x	8,87x
China Suntien Green Energy Corporation Limited	Çin	2.964,3	7.139,1	3,99x	11,03x
Shandong Shengli Co., Ltd.	Çin	563,5	755,6	1,15x	11,54x
Gujarat Gas Limited	Hindistan	4.663,7	4.740,7	3,78x	17,54x
Mahangar Gas Limited	Hindistan	1.539,1	1.332,6	4,55x	11,19x
Confidence Petroleum India Limited	Hindistan	164,3	165,3	1,51x	10,84x
Indraprastha Gas Limited	Hindistan	4.908,1	4.573,5	6,70x	22,23x
Korea Gas Corporation	iney Kore	2.520,5	24.705,6	1,23x	10,07x
Yesco Holdings Co., Ltd	iney Kore	130,3	388,7	0,39x	14,01x
AS Latvijas Gaze	Letonya	528,8	482,7	2,10x	8,15x
Tokyo Gas Co., Ltd.	Japonya	9.559,2	17.960,2	1,05x	6,54x
Osaka Gas Co.,Ltd.	Japonya	7.711,1	13.033,6	1,01x	6,63x
Medyan				1,80x	10,93x

2. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Naturalgaz için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

Çarpan Analizi: Değerleme sadece bir çarpanın dikkate alınması, karşılaştırılabilir şirket bulma ve bunların dinamiklerinin belirlenmesindeki zorluklar nedeniyle gayet anlaşılabilir bir yaklaşım olsa da, değerlemede kıstas alınan şirketlerin nakit yaratma, büyüme ve risk düzeyleri gibi değerlendirme açısından önem arz temel konuları yansıtmakta yetersiz kalmış olabilir. Benzer şirket listesinin operasyon olarak kısmen benzer yurt içi ve yurt dışı şirketlerle genişletebileceğini düşünüyoruz. Ek olarak BIST100 endeksinin FD/FAVÖK oranları yurt içi piyasa dinamiklerini yansıtmak açısından faydalı olabilir.

İNA Analizi: Şirket'in İNA analizinde kullanmış olduğu varsayımları makul buluyoruz. Söz konusu varsayımlara ek olarak Şirketin yüksek oranda regüle edilen bir sektörde faaliyet göstermesi regülasyon ve fiyatlama değişikliklerinin tahminler üzerinde risk yaratabileceğini düşünüyoruz.

Özetle, yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz dışında, Naturelgaz için %24,2 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 8,5 TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.