



**NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

24 MART 2021



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	4
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme	5
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Değerleme	5
Sonuç	6
6. GÖRÜŞ	7

NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

[NTGAZ]

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturel Gaz" ve/veya "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket"), Global Yatırım Holding'in iştiraki olarak taşınmalı doğal gaz sektöründe (CNG/LNG) faaliyet göstermektedir. (CNG :Sıkıştırılmış Doğal Gaz–LNG :Sıvılaştırılmış Doğal Gaz)

2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-%50 ortaklığı ile kurulmuştur. Güncel durum itibarıyla, Global Yatırım Holding, şirketin %95,49 oranında pay sahibidir.

Şirket'in başlıca iş kolları Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve Kuyu CNG olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır. 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. 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. Şirket, 2020 yılında Ekim ayına kadar yayınlanan aylık EPDK raporlarından faydalanarak ve Şirket'in piyasa bilgileri ile Şirket'in 2020 yılında, Oto CNG dahil toplam CNG ve LNG pazarındaki payının %25,1 olarak gerçekleştiğini tahmin etmektedir.

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, bünyesinde 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolmuş tesisi ile 6

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	14.981.406
Ortak Satışı	16.382.231
Ek Satış	3.136.363
Ek Satış Dahil Toplam	34.500.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	8,50
Halka Arz İskontosu	24,2 %
Halka Arz Büyüklüğü (ek satış hariç)	266.590.915
Kotasyon	
Talep Toplama Tarihi	25 - 26 Mart 2021
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye Artırımı Yapmama	6 ay (180 gün)
Ortak Satışı Yapmama	6 ay (180 gün)
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Yetkili Aracı Kuruluş	Vakıf Yatırım
Halka Arzda Satış Yöntemi	Talep Toplama – Sabit Fiyat
Kayıtlı Sermaye Tavanı	250.000.000
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	100.018.594

Tablo 1 : Halka Arz Özeti - Kaynak: İzahname

adet Oto CNG istasyonu katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında da aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 100.018.594 TL olan ödenmiş sermayesini 250.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 14.981.406 TL artırarak 115.000.000 TL'ye çıkaracaktır.

Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamındaki 14.981.406 pay ve ortak satışı kapsamında 16.382.231 pay olmak üzere toplam 31.363.637 pay halka arz edilecektir.

Ortak satışı kapsamında Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 16.146.097 TL nominal değerli paylar, ve Kanat Emiroğlu'na ait 236.134 TL nominal değerli paylar halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 31.363.637 adet payın halka arz sonrası 115.000.000 nominal TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %27,27'dir.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 3.136.363 TL nominal değerli pay olmak üzere, toplam halka arz edilen payların %10'una tekabül eden 3.136.363 TL nominal değerli ek pay satışının yapılması planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi halinde halka arz sonrası Şirketin halk açıklık oranı %30 olacaktır.

Şirket paylarının halka arzı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Talep Toplama" ile "En İyi Gayret" aracılığı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 2 iş günü olup, 25 – 26 Mart 2021 tarihlerinde gerçekleşecektir. Halka arz edilecek 31.363.637 TL nominal değerli payların;

- %60'i yurt içi bireysel yatırımcılara
- %30'i yurt içi kurumsal yatırımcılara
- %10'i yurt dışı kurumsal yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Halka arz gelirlerinin %10'u işletme sermayesinin finansmanı, %20'si Socar LNG hisse devrine ilişkin borç kapama, %50'si altyapı yatırımları (ekipman, yeni tesis, taşıma ünitesi vb.) ve yurt içi inorganik büyüme, %20'si yurtdışı yatırımlarında kullanılacaktır.

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Sermaye Artırımı	14.981.406	13,03
Ortak Satışı	16.382.231	14,25
TOPLAM	31.363.637	
Halka Arz ile Ulaşılabilecek Sermaye	115.000.000	27,27

Tablo 2 : Halka Arz Edilecek Paylar Tablosu- Kaynak İzahname

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli finansalları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Durum Tablosu (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	38.224.056
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
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	90.198.685
TOPLAM KAYNAKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309

Tablo 3 : Finansal Tablolar - Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

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	123.122.485
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	(41.564.351)	37.612.076	89.210.585
DÖNEM KARI/ZARARI	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685

Tablo 4:Finansal Tablolar- Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemi olarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır.

Değerlemede İNA yöntemi ile hesaplanan değere %50, benzer şirket çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir.

Değerleme çalışmasında benzer şirketlerin son 12 aylık verileri baz alınarak değerlendirme çarpanları incelenmiştir. Piyasa çarpanları yöntemine göre Naturel gaz'ın Şirket değerlemesi sektörün ortalama FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak yapılmıştır.

Yurtiçinde ana faaliyet konusu CNG taşıması/dağıtımı ve/veya ticareti olan halka açık statüde şirket bulunmamasından kaynaklı olarak yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına çalışmada yer verilmemiştir.

Diğer yandan Yurtiçinde enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerin gerek faaliyet gösterdikleri alanların farklı dinamik, düzenleme ve regülasyonlardan etkilenmesi gerek de bilanço yapıları incelendiğinde Naturelgaz'a kıyasla yüksek borç oranlarına sahip olmaları sebebiyle değerlemeye dahil edilmemişlerdir.

Bu nedenlerden ötürü yalnızca yurtdışı benzer şirketler değerlemeye dahil edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Değerleme

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda çarpan analizine ilişkin olarak Naturelgaz'ın da son 12 aylık finansal sonuçları baz alınmıştır. Çalışmadaki tüm çarpan değerleri 24.02.2021 itibariyle hesaplanmıştır. Tüm benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri hesaplanarak değerlendirilmiştir.

“Firma Değeri / FAVÖK” (FD/FAVÖK)

Şirketin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Şirketler	FD/FAVÖK
Suchuang Gas Corporation Limited	8,74
ENN Energy Holdings Limited	13,83
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd.	3,87
China Suntien Green Energy Corp Ltd.	11,03
Shandong Shengli Co., Ltd.	11,54
Gujarat Gas Limited	17,54
Mahanagar Gas Limited	11,19
Confidence Petroleum India Limited	10,80
Indraprastha Gas Limited	22,23
Korea Gas Corporation	10,97
Yesco Holdings Co., Ltd.	14,01
AS Latvijās Gāze	8,15
Tokyo Gas Co., Ltd.	6,54
Osaka Gas Co., Ltd.	6,63
Medyan	10,93

Tablo 5: Kaynak - Vakıf Yatırım FTR

Piyasa çarpanları analizi neticesinde Şirketin özsermaye değeri 946 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Özet tablo aşağıdaki gibidir.

Çarpan Analizi Özet Tablo	
Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı	10,93x
Naturelgaz FAVÖK (mn TL)	96,2
FD (mn TL)	1.051,4
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4

Tablo 6 : Kaynak - Vakıf Yatırım FTR

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ile Değerleme

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları oluşturulurken Şirket'in 2021-2030 döneminde Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG, ve LNG operasyonlarından elde edeceği gelirlerinin yıllık bileşik büyüme oranlarının sırasıyla %11,6, %17,8, %9,5 ve %9,0 olacağı öngörülmüştür. Söz konusu satış geliri

büyüme tahminleri altında, %5 uç büyüme değeri ve 2021-2030 dönemi için %17,3 seviyesinde hesaplanan AOSM ile 4 Mart 2021 tarihine indirgenen verilerden çıkan sonuçtan Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki 105 milyon TL'lik net borç tutarının düşülmesi neticesinde çıkan piyasa değeri 1.296,2 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	573,8	674,8	756,9	849,5	952,0	1.068,5	1.197,5	1.338,1	1.493,2	1.663,7	1.872,6
SMM	412,8	470,5	526,6	590,1	659,6	738,5	826,3	922,5	1.028,8	1.144,6	1.289,5
Brüt Kar	161,0	204,0	230,3	759,4	292,3	329,5	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	23%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
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 Değ.	(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)	(43,5)	(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

Tablo 7 :Kaynak - Vakıf Yatırım FTR

İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı (Milyon TL)	652,3
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	5,0
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	749,0
Naturelgaz'ın Firma Değeri	1.401,2
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç	105,0
Naturelgaz'ın Piyasa Değeri	1.296,2

Tablo 8 : Kaynak - Vakıf Yatırım FTR

Sonuç

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, indirgenmiş nakit akımına ve çarpan analizine %50'şer pay vererek ulaşılan halka arz öncesi hedef değeri 1.121,3 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri ise 11,21 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %24,2 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına 8,50 TL'lik halka arz fiyatına ulaşılmaktadır.

Naturelgaz Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.296,2	50%	648,1
Çarpan analizi	946,4	50%	473,2
Toplam	100%		1.121,3
	Pay başına değer		11,21
	İskonto Edilmiş pay başına değer		8,50

Tablo 9 : Kaynak - Vakıf Yatırım FTR

6. GÖRÜŞ

- Şirket için Vakıf Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.
- Raporla, yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirket bulunmadığı değerlendirilmiş ve yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına yer verilmemiştir. Diğer yandan Yurtiçinde enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerin gerek faaliyet gösterdikleri alanların farklı dinamik, düzenleme ve regülasyonlardan etkilenmesi gerekse de bilanço yapıları incelendiğinde Naturelgaz'a kıyasla yüksek borç oranlarına sahip olmaları sebebiyle değerlemeye dahil edilmemişlerdir. Bu çekinceleri makul buluyoruz ve benzer yurtdışı şirket çarpanları ile çarpan analizini makul buluyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı açıklandığı üzere, Çarpan Analizi yaklaşımında FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları analizine %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

Uygulanan iskonto oranının ve 8,50 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.