



**Naturelgaz
Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

MART 2021



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. NATURELGAZ'IN FAALİYETLERİ	6
IV. YATIRIMLAR	9
IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM	10
V. DEĞERLEME	12
VI. GÖRÜŞ	17

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Vakıf Yatırım") lider aracı kurum olduğu Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturelgaz" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 100.018.594 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 115.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 14.981.406 TL nominal - Sermaye Artırımı ■ 16.382.231 TL nominal - Ortak Satışı* ■ 31.363.637 TL nominal - Toplam 3.136.363 TL nominal - Ek Pay Satışı**
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 8,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 266.590.915 TL (Ek Satış Dahil: 293.250.000 TL)
Halka Arz Oranı	■ %27,27 (Ek Satış Dahil: %30)
Halka Arz Tarihi	■ 25-26/03/2021
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 01-02 Nisan 2021 / Yıldız Pazarı
Tahsisat Oranları	■ Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %60 (18.818.182 TL nom.) ■ Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %30 (9.409.091 TL nom.) ■ Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar %10 (3.136.364 TL nom.)
Halka Arz Lideri	■ Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Lider) ■ Global Yatırım Menkul Değerler A.Ş.(Eşlider)
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	■ Şirket ve Global Yatırım Holding, payların Borsa İstanbul A.Ş.'de (kısaca "Borsa") işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca bedelli sermaye artışı yapmayacağını ve dolaşımdaki pay sayısını artırmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Şirket'in ortağı Global Yatırım Holding sahip olduğu Naturelgaz paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle elinde bulunan Şirket paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	■ Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

* Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin mevcut ortaklarından Global Yatırım Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 16.146.097,32 TL ve Kanat EMİROĞLU'nun sahip olduğu 236.133,68 TL nominal değerli toplam 16.382.231 adet paylar da halka arza konu edilecektir.

** Fazla talep gelmesi halinde Global Yatırım Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 3.136.363 TL nominal değerli 3.136.363 adet payın ek satışı gerçekleştirilebilecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Naturel gaz Halka Arz İzahnamesi ve Naturel gaz Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Global Yatırım Holding A.Ş. ("Global Yatırım Holding" veya "Holding") bünyesinde 28 Mayıs 2004 tarihinden bu yana faaliyet gösteren Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturel gaz" veya "Şirket"), taşımaya doğal gaz sektöründe (Sıkıştırılmış Doğal Gaz ("CNG")/ Sıvılaştırılmış Doğal Gaz ("LNG")) faaliyet göstermektedir. Şirket, Türkiye'de yüksek basınç hatları üzerine konumlandırılmış yaygın tesis ve altyapı yatırımlarıyla CNG dağıtımını yapan ilk firma olup, Türkiye'deki yüksek CNG dolun kapasiteli tesis ağına, geniş CNG dağıtım filosuna ve büyük CNG stoklama alt yapısına sahiptir.
- Şirket, doğal gaz boru hattı bulunmayan işletmelere doğal gazı, CNG formunda, çevreye, iş sağlığı ve güvenliğine tam uyumlu şekilde ulaştırmaktadır.
- Naturel gaz, Türkiye ve Avrupa'nın bu alandaki önemli şirketlerinden biridir. Uluslararası teknoloji ve iş modellerini uygun bir şekilde Türkiye'deki CNG piyasasını yönlendiren Şirket, ana faaliyet alanları olan Endüstriyel ve Oto CNG'ye 2015 yılı itibarıyla Enerji Piyasası Düzenleme Kurumundan ("EPDK") aldığı lisans doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir. Şirket bu alandaki hizmetleri ile endüstriyel CNG'den kaynaklanan mevsimsel gelir akışını yok ederek sürekli gelir sağlayan bir faaliyet akışı yakalamıştır.
- Şirket'in 13 adet CNG satış, 9 adet Oto CNG ve 2 adet CNG İletim-Dağıtım ile 2 adet Spot İthalat lisansı bulunmaktadır.
- Naturel gaz'ın 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla toplam 198 personeli bulunmaktadır.
- Şirket'in önemli bağılı ortaklığı bulunmamaktadır. Naturel gaz, Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.'de ("EPIAŞ") 412.408 adet C grubu paya sahip olmakla birlikte söz konusu paylar EPIAŞ'ın toplam sermayesinin %0,67'sine tekabül etmektedir.
- 25 adet şubesi bulunan Şirket'in söz konusu şubeleri Türkiye'de ağırlıklı olarak Marmara bölgesinde yer almaktadır.
- Naturel gaz'ın mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Naturel gaz Ortaklık Yapısı						
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009	95,50%	83.636.363	72,73%	80.500.000	70,00%
Aksel Goldenberg	4.267.451	4,27%	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	236.134	0,24%	-	-	-	-
Halka Açık	-	-	31.363.637	27,27%	34.500.000	30,00%
Toplam	100.018.594	100,00%	115.000.000	100,00%	115.000.000	100,00%

- Şirket'in hâkim ortağı Global Yatırım Holding olup, Şirket paylarının %95,5'ine sahiptir. Diğer ortaklardan Aksel Goldenberg'in %4,27, Kanat Emiroğlu'nun da %0,24 oranında pay sahipliği bulunmaktadır.
- Şirket'in hâkim ortağı olan ve 1990 yılında Global Menkul Değerler A.Ş. adı ile kurulan Global Yatırım Holding, 1 Ekim 2004 yılında Holding şeklinde yeniden yapılanmaya gitmiş ve bugünkü unvanını almıştır.
- Holding'in fiili faaliyet konusu aracılık hizmetleri ve varlık yönetimi, enerji üretimi, doğal gaz, madencilik, liman işletmeciliği, teknoloji yatırımları ve gayrimenkul alanında kurulmuş veya kurulacak olan şirketlerin sermaye ve yönetimine katılarak bu şirketlerin yatırım, finansman, organizasyon ve yönetim meselelerini toplu bir bünye içerisinde ekonomik dalgalanmalara karşı yatırım güvenilirliğini arttırmak ve böylece bu şirketlerin sağlıklı şekilde ve yerel ekonominin gereklerine uygun olarak gelişmelerini ve devamlılıklarını teminat altına almak ve bu amaca uygun ticari, sınai ve mali girişimlerde bulunmaktır.
- Şirket'in tarihsel gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

NATURELGAZ TARİHSEL GELİŞME	
2004	Şirket, Çalgaz Doğalgaz Dağıtım Pazarlama Taşımacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 28 Mayıs 2004 tarihinde kurulmuştur.
2005	15 Haziran 2005 tarihinde Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
2010	2010 yılı itibarıyla yıllık olarak yaklaşık 16 milyon Sm ³ satış tutarına ulaşmıştır.
2012	2012 yılı itibarıyla Global Yatırım Holding A.Ş., Şirket'in çoğunluk hissedarı haline gelmiştir.
2012	2012 yılında alınan büyüme kararı ile yeni CNG taşıma ünitesi üretimlerine ve CNG dolun tesisi yatırımlarına başlanmış olup Antalya CNG dolun tesisi devreye alınmıştır. Aynı yıl, Türkiye genelinde Oto CNG istasyonları kurma hedefi ile Bolu istasyonu kurulmuştur.
2013-2014	Adapazarı, Bursa, İzmir ve Antalya tesislerine ek olarak Konya, Kayseri, Rize ve Osmaniye dolun tesisleri ve Kocaeli Oto CNG istasyonu devreye alınmıştır.
2014	Çaykur Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü fabrikalarında kullanılan yakıt sisteminin, sıkıştırılmış doğal gaza (CNG) dönüştürülmesi hususunda mutabakata varılmıştır.
2015	2015 yılında coğrafi olarak bir bölümüne ulaşamayan İç Anadolu bölgesinde faaliyet gösterebilmek adına Kırıkkale Tesisi devreye alınmıştır.
2016	2016 yılında sıkıştırılmış doğal gaz (CNG) altyapısı Türkiye toplam talep tutarının %60'ına kadarını karşılayacak şekilde genişletilmiş ve yıllık yaklaşık satış tutarı 140 milyon Sm ³ tutarına erişmiştir. 2016 yılında ayrıca İstanbul Büyükşehir Belediyesi'ne hizmet veren CNG'li otobüslerin yakıt tedariki için Alibeyköy'de Oto CNG istasyonu hizmete açılmıştır.
2017	Şirket, 2017 yılından itibaren ekonomik veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan ilçe ve beldelere Şehir Gazı olarak CNG formunda doğal gaz tedarik etmeye başlamıştır.
2018	Coğrafi olarak bir bölümüne ulaşamayan İç Anadolu bölgesinde faaliyet gösterebilmek üzere ve Doğu Anadolu bölgesinde de büyüme hedefi ile Elazığ tesisleri devreye alınmıştır.

2020	<p>- Trakya’da doğal gaz ulaşımı olmayan ilçe ve beldelere CNG tedariki gerçekleştirmek üzere Lüleburgaz (Kırklareli) dolun tesisinin yatırımına başlanmış olup Ekim ayında devreye alınması hedeflenmiştir.</p> <p>- Socar LNG ile birleşen Şirket, 2 yeni dökme CNG dolun tesisi ile kapsama alanını genişletmiş, 6 yeni Oto CNG istasyonu ile altyapısını güçlendirmiş, LNG tanker ve tankları ile LNG ürününü de Türkiye genelinde müşterilerine sunabilecek duruma gelmiştir.</p>
2021	<p>Naturelgaz, yeni oto CNG istasyonları kurma projesi kapsamında Petrol Ofisi A.Ş. İle 10 Şubat 2021 tarihinde imzaladığı işbirliği sözleşmesi ile birlikte taraflarca uygun görülen Petrol Ofisi istasyonlarında, kendi marka ve lisansları ile oto CNG satışı gerçekleştirilebilecek konuma erişmiştir.</p>

III. NATURELGAZ’IN FAALİYETLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Naturelgaz Halka Arz İzahnamesi ve Naturelgaz Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

- Şirket, taşımali doğal gaz sektöründe 4 farklı iş kolunda faaliyet göstermektedir.

Şirket’in Faaliyet Alanları

- a. Dökme CNG ve LNG:** Sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller ve ısınma ihtiyacı olan kurumlar gibi doğal gaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı bulunmayan tüketicilere CNG taşıma üniteleri vasıtası veya LNG tankerleri ile doğal gaz iletilmektedir.

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

- b. Şehir Gazı:** Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gaz iletimini kapsamaktadır.

Naturelgaz, 2017 yılından itibaren Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve EPDK’nın koordinasyonunda, taşımali doğal gaz sistemini ilçelere ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere kullanmaktadır. Şirket, ekonomik ve coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan yaklaşık 1,1 milyon kişinin yaşadığı 51 ilçe ve beldeyi CNG kullanarak ikmal etmektedir.

- c. Oto CNG:** Araçlara CNG satışı amacı ile kurulan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışını ifade etmektedir.

Şirket, 2011 yılında başladığı Oto CNG Pazar geliştirme faaliyetlerine ve yatırımlarına devam etmektedir. Şirket’in söz konusu faaliyetler kapsamında 9 adet Oto CNG istasyonu bulunmakta olup, bu istasyonlar vasıtasıyla CNG kullanan araçlara yakıt tedarik edilmektedir.

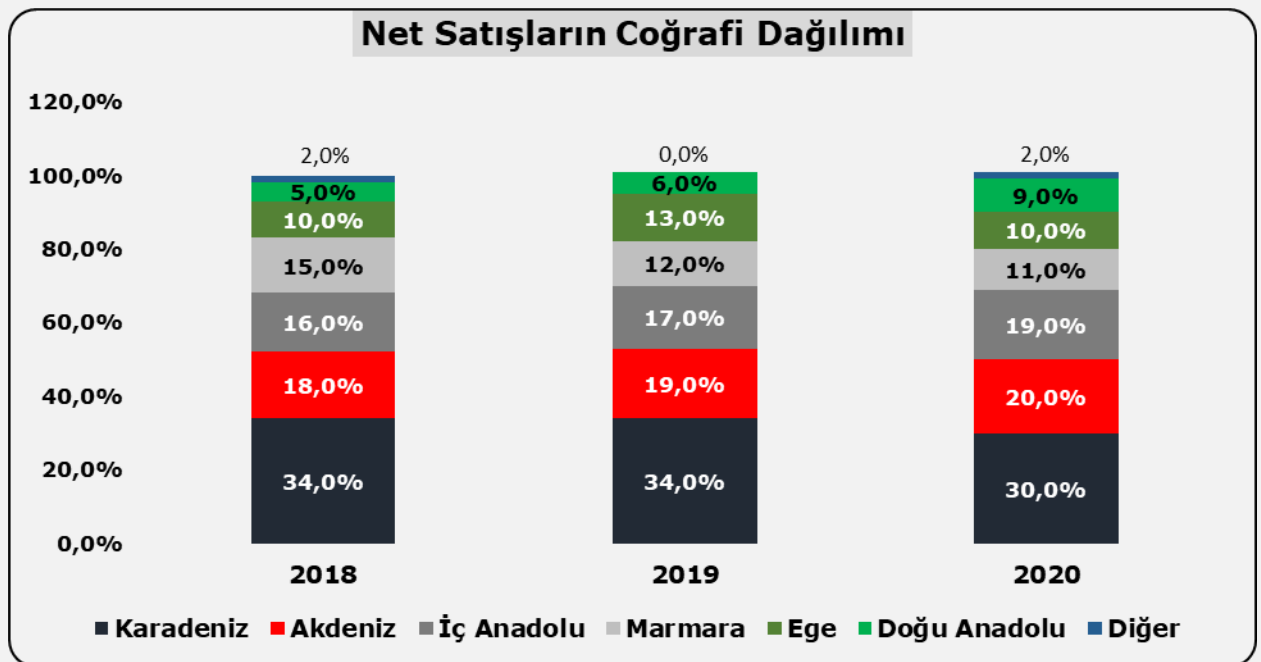
- d. Kuyu CNG:** Kuyularda atıl olarak kalan doğal gazın CNG sistemi ile değerlendirilerek ülke kaynaklarına kazandırılması sürecini kapsamaktadır.

Şirket, 2018 yılı itibarıyla söz konusu alanda yürüttüğü projeler ile boru hattına olan uzaklığı sebebiyle değerlendirilmeyen doğal gaz kuyularında CNG sistemi ile müşterilerine operasyonel hizmet sağlamaktadır. Naturelgaz, doğal gaz rezervi bulunan ancak ekonomik veya coğrafi olarak boru hatlarının bağlanmasının mümkün olmadığı kuyularda CNG sistemi vasıtasıyla gazın iletim sistemine taşınması operasyonlarını yürütmektedir.

- Şirket'in net satışlarının ana satış kanalları üzerinden dağılımı aşağıdaki tablo da gösterilmektedir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2018	%	31.12.2019	%	31.12.2020	%
Dökme	222.960.724	89,1	365.137.526	84,2	355.710.105	78,5
Oto	11.432.417	4,6	22.422.364	5,2	16.827.937	3,7
LNG	524.703	0,2	121.059	- 0,1	7.871.249	1,7
Şehir Gazı	7.529.395	3,0	42.341.450	9,8	66.811.392	14,7
Boru Gazı	5.647.632	2,2	-	-	-	-
Hizmetler	2.140.718	0,9	3.393.883	0,8	6.168.249	1,4
TOPLAM	250.235.590	100,0	433.416.282	100,0	453.388.932	100,0

- Şirket, 31 Aralık 2020 itibarıyla net satışların yaklaşık 3/4 'lük (%78,5) kısmını dökme gaz satışlarından elde ederken, %14,7'lik kısım şehir gazı satışlarından %3,7'lik kısım da oto gaz satışlarından elde edilmiştir. Söz konusu satışların 3,1'lük kısmı da diğer hizmetlerden oluşmaktadır.
- Yıllar itibarıyla net satışlarda elde edilen gelirlerin büyük bir bölümü dökme gaz satışlarından oluşmaktadır. 2018 yılında yaklaşık 223 milyon TL olan dökme gaz satışları 2019 yılında %63,8 oranında artış kaydetmiş ve 365,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise dökme gaz satışları, %2,58 oranında düşüş göstermiş ve 355,7 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- Oto gaz, LNG ve Şehir gazı da söz konusu dönemler itibarıyla artış gösteren diğer önemli satış kanalları arasında yer almaktadır. Şirket ayrıca, 2019 yılı itibarıyla boru gazı satışlarını sonlandırmış ve bu kanallara yönelmiştir.
- Aşağıdaki tablo söz konusu dönemler arasında boru gazı hariç gelirlerinin coğrafi yapısına göre dağılımını göstermektedir.



Önemli Anlaşmalar

- **Petrol Ofisi Anonim Şirketi İle İmzalanan İş Birliği Sözleşmesi**
 - Şirket ile Petrol Ofisi arasında 10.02.2021 tarihinde imzalanan sözleşmeyle taraflar bir araya gelerek Petrol Ofisi'ne veya bayilerine ait istasyonlarında yatırımı, tüm ruhsat ve lisansları Şirket'e ait olan Oto CNG istasyonları kurarak istasyon sayısının artırılması ve elde edilecek olan gelirin paylaşımı konusunda 5 yıl süreli sözleşme imzalanmıştır.
- **Aksa Doğal Gaz Toptan Satış A.Ş. ("Aksa") ile Yapılan Gaz Alış Satış Sözleşmesi**
 - Şirket ile Aksa arasında CNG üretimi ve satışı amacıyla kullanılmak üzere doğal gaz alım satım sözleşmesi imzalanmıştır.
 - İmzalanan sözleşmede aksi belirtilmediği sürece 01.01.2022 tarihinde sözleşme süresi sonlanacaktır.
- **Gaz Satış Sözleşmesi**
 - Şirket, CNG satışları ve ilgili operasyonel faaliyetler çerçevesinde müşterileriyle gaz satış sözleşmeleri imzalamaktadır. Dökme gaz müşterileri ile yapılan sözleşme genellikle 2-5 yıl arası olup, dağıtım şirketleri ile yapılan sözleşme süresi genellikle bir yıldır. Sözleşmelerin genelinde Şirket'in sözleşme kapsamında yaptığı işi veya sözleşmeyi üçüncü kişilere devretmesi yasaklanmıştır.
- **Kamu Kurum ve Kuruluşlarıyla Akdedilen CNG veya LNG Satış Sözleşmesi**
 - Şirket, başta Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (Çaykur) belediyeler, emniyet genel müdürlükleri, cezaevleri, iş özel idarelere gibi kamu kurum ve kuruluşlarıyla kanun ve mevzuat çerçevesinde ihale yoluyla CNG veya LNG satış sözleşmeleri akdetmektedir.
 - Bu sözleşmeler genellikle 1 yıllığına imzalanmaktadır.
- **Şirketlerle Yapılan Diğer Satış Sözleşmeleri**
 - Şirket, sözleşme yapılan diğer işletme, kurum ve kuruluşların dışında fabrika ve iş yerlerindeki doğal gaz ihtiyacının karşılanması amacıyla da CNG veya LNG satış sözleşmesi yapmaktadır, bu sözleşmelerin süresi genelde 2 veya daha uzun sürelidir.
- **Nakliye Hizmet Sözleşmeleri**
 - Şirket, CNG'nin taşıma üniteleri vasıtasıyla müşterilere temin edilmesi kapsamında nakliye hizmetini belirli bölgelerde 3.kişilere ulaştırmaktadır. Söz konusu hizmetler kapsamında şoför, araç ve bakımlar bulunmakta olup, Sözleşme çerçevesinde yıl içerisinde akaryakıt maliyetlerinin yansıtılması dışında herhangi bir fiyat değişikliği oluşmamaktadır.
- **Kredi sözleşmelerinden doğan finansal taahhütler**
 - Şirket'in İş Bankası ve Garanti BBVA Bankası ile 30 Mart 2015 tarihinde Genel Kredi Sözleşmesi kapsamında, kredilerine ilişkin olarak ilgili borçlanma anlaşmalarında özel olarak tanımlandığı şekliyle finansal taahhütleri bulunmaktadır. Buna göre, Şirket, net borçlarının faiz, vergi, amortisman ve itfa gideri vergi öncesi kara ("FAVÖK") oranı 31 Aralık 2018 tarihinden sonraki herhangi bir mali yılda 1,75 oranını geçmemelidir. Borçlanma anlaşmasına göre bu oranın geçilmesi durumunda bankalarca talep üzerine kredi geri çağrılabilir. Şirket, 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren dönemde, sözü edilen oran eşliğini geçmediğinden söz konusu mali taahhüdü karşılamaktadır

IV. YATIRIMLAR

- Şirket, öncelikle stratejik genişleme planlarını ve yatırım harcamalarını finanse etmek ve işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla nakde ihtiyaç duymaktadır. Naturelgaz, bu sermaye gereksinimlerini, faaliyetlerinden elde edilen nakit birikim ve gerekli olduğu takdirde kısa ve uzun vadeli kredi limitlerini ve diğer borçlanmaları içeren çeşitli kaynaklar aracılığıyla karşılamaktadırlar.
- Şirket'in 31 Aralık 2020 dönemi itibarıyla devam eden başlıca yatırımları, Kırklareli ilinde yapılmakta olan tesis, Rize endüstriyel CNG tesisinin idari binasının yenilenmesi nedeniyle yapılan bakım, onarım, genişleme ve yenileme çalışmalarından oluşmaktadır.
- Şirket, 2018, 2019 ve 2020 dönemlerinde yatırımlarını aşağıdaki şekilde gerçekleştirmiştir.

Yatırımlar (TL)	Ara.18	Ara.19	Ara.20
Makine, Tesis ve Ekipmanlar	416.302	937.646	602.181
Taşıtlar	1.130.736	3.330.499	2.833.607
Demirbaşlar	4.700.772	7.514.465	11.959.258
Özel Maliyetler	151.410	34.800	1.703.276
Yapılmakta olan Yatırımlar	-	132.478	-
Haklar	-	-	-
Lisanslar	30.000	-	13.300
Yazılımlar	41.998	92.054	745.487
Toplam	6.471.218	12.041.942	17.857.109

V. FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Naturel Gaz Halka Arz İzahnamesi ve Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Varlıklar (TL)	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.12.2020 Konsolide
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 İlgili 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	-
Aktif Toplamı	257,499,650	273,941,389	401,565,309

Kaynaklar (TL)	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.12.2020 Konsolide
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 İşlemlerinden 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
Dönem Kârı 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 İşlemlerinden Borçlar	-	2,862,368	5,159,082
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	4,038,488
Uzun Vadeli Karşılıklar	598,791	791,504	1,277,532
Özkaynaklar	108,880,614	138,679,410	233,936,415
Ödenmiş Sermaye	100,000,000	100,000,000	100,018,594
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (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 Kaynaklar	257,499,650	273,941,389	401,565,309

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.12.2020 Konsolide
Hasılat	250,235,590	433,416,282	453,388,932
Satışların Maliyeti (-)	(195,410,738)	(319,149,563)	(334,013,584)
Brüt Kâr/(Zarar)	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 Kâr/(Zarar)	13,432,537	70,008,789	68,036,789
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	210,583	55,085,696
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/(Zarar)	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)
Finansman Giderleri, net	(54,996,888)	(32,607,296)	(33,404,803)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	(41,564,351)	37,612,076	89,717,682
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	9,621,121	(7,813,280)	481,003
<i>Dönem Vergi Gelir/(Gideri)</i>	-	(3,070,048)	-
<i>Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)</i>	9,621,121	(4,743,232)	481,003
Dönem Kârı/(Zararı)	(31,943,230)	29,798,796	90,198,685

VI. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Naturel gaz Halka Arz İzahnamesi ve Naturel gaz Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Vakıf Yatırım") tarafından Mart 2021 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Naturel gaz Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") gelir bazlı yaklaşım olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve pazar (piyasa) bazlı yaklaşımlarından da Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket'in 2017-2018-2019 yılsonu özel bağımsız denetimden geçmiş finansal sonuçları kullanılmıştır.

VI.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA) YÖNTEMİ

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan İNA analizinin şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemi olduğu ifade edilerek, bu yöntemin varsayımlara çok duyarlı olmasının en önemli dezavantajı olduğuna dikkat çekilmiştir.

Satışlar

Rapor'da Şirket'in ileriye dönük satış tahminlerinin hesaplanmasında "yukarıdan aşağıya yaklaşımı"nın kullanıldığı ifade edilmiş olup, ilk önce Türkiye CNG Pazarına istinaden tahminler oluşturulduğu belirtilmiştir. Söz konusu analizde Türkiye Dökme CNG satış hacimleri, toplam CNG sektörü satış hacimlerinden Oto CNG ve Şehir Gazı CNG satış hacimlerinin çıkartılması suretiyle hesaplanmıştır. Rapor'da Şirket'in önümüzdeki dönemler için pazar payları ve satış hacimleri tahminleri oluşturulurken ayrı ayrı Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve Türkiye LNG pazarlarının büyüklükleri dikkate alınarak projeksiyonların hazırlandığı belirtilmiştir. Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da 2021-2030 döneminde Toplam CNG pazarının yıllık bileşik büyüme oranı %6,0, Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG pazarlarının yıllık bileşik büyüme oranlarının sırasıyla %6,1, %6,3, %3,9 ve %0,2 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Rapor'da, Naturel gaz'ın Dökme CNG satış hacimlerinin söz konusu tahmin döneminde yıllık bileşik büyüme oranı %6,2, Şehir Gazı satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranının %6,5, Oto CNG satış hacimlerinin yıllık bileşik büyüme oranı %4,5 ve LNG satış hacimlerinin ise yıllık bileşik büyüme oranı %5,9 olarak tahmin edilmiştir. Ayrıca söz konusu Rapor'da ilgili dönemde hizmet gelirleri kapsamında yıllık bileşik büyüme oranının %5,9 olarak gerçekleşeceği ifade edilmiştir.

Naturel gaz için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda hasılat tahminlerinde kullanılan satış fiyatı varsayımlarında ana unsur olarak Şirket'in gaz maliyeti göz önüne alınmıştır. Gaz maliyeti hesaplanmasında ise BOTAŞ'tan doğalgaz alım maliyetlerinin üzerine ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri (LNG ürünüde bu ürün doğrudan Egegaz ve BOTAŞ terminallerinden temin edildiği için sistem kullanım bedeli uygulanmaktadır.) yansıtılarak Şirket'in doğal gaz maliyeti hesaplanmıştır.

Rapor'da öngörülen satış hacimleri ve satış fiyatları kullanılarak Şirket'in önümüzdeki 10 yıllık gelir projeksiyonları her bir faaliyet kolu için ayrı ayrı hesaplanmış, Naturel gaz'ın 10 yıllık dönemde Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG, ve LNG operasyonlarından gelirlerinin yıllık bileşik

büyüme oranlarının sırasıyla %11,6, %17,8, %9,5 ve %9,0 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri

Rapor'da Şirket'in geçmiş yıllardaki satışlarının maliyetleri incelediğinde en önemli kalemin doğal gaz alım maliyetleri olduğu ifade edilmiş ve Naturelgaz'ın birim doğal gaz maliyeti BOTAS'tan alım maliyetine ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri eklenerek hesaplanmıştır. Diğer maliyet kalemleri için de söz konusu kalemlerin ciroya oranları dikkate alınmıştır. Ayrıca Socar LNG ile yaşanan birleşme sonucunda gerek doğal gaz alım maliyetlerinde gerekse diğer maliyetlerde artışların gözleneceği ifade edilmiştir.

İşletme Sermayesi

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in önümüzdeki yıllarda gereksinim duyabileceği işletme sermayesinin geçmiş yıllar ve son 12 aydaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınarak tahmin edildiği, ilgili gelir tablosu kalemlerine dair tahminler de kullanılarak Şirket'in gelecek dönemlerdeki işletme sermayesi ihtiyacı öngörülmüştür.

Yatırım Harcamaları

Rapor'da Şirket'in geçmiş yıllardaki yatırım harcamalarının hasıllata oranı ve Şirket'in büyüme stratejileri de dikkate alınarak önümüzdeki 10 yıllık dönem için hasıllatın belirli bir oranı kadar yatırım harcaması yapacağı öngörülmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Naturelgaz için hazırlanan fiyat tespit raporu analizinde risksiz faiz oranının 10 yıllık Türk Tahvilinin ilgili tarih itibarıyla %13,15, son 6 aylık ortalama getirisinin ise %13,27 olması da dikkate alınarak %13,27 olarak belirlenmesi, söz konusu oranının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı, uç değer hesabında ise detay periyodun 100 baz puan altında olacağı ifade edilmiştir.

Rapor'da Risk Primi'nin son dönemde genel piyasa koşullarında %5-5,5 civarında kabul edildiği belirtilmiş olup, söz konusu değerlendirme çalışmasında Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2030 dönemi boyunca %6 olarak sabit tutulmuştur.

Beta hesaplanmasında ise benzer şirketlerin 2 yıllık betaları piyasa değerleri ile ağırlıklandırılmış ve ağırlıklı ortalama beta hesaplanmıştır. Söz konusu Rapor'da ayrıca benzer şekilde bu şirketlerin borç/özsermaye oranları piyasa değerleri ile ağırlıklandırılışı ve ağırlıklı ortalama borç/özsermaye oranını hesaplandığı ifade edilmiştir. Kurumlar Vergisi Oranı da %20 olarak alınmıştır. Fiyat tespit raporu analizinde gösterilen hesaplama yöntemi kapsamında kaldıraçlı beta 0,52x olarak hesaplanırsa da muhafazakâr olmak adına Şirket'in en az piyasa portföyü kadar hareket edeceği varsayılmış ve beta 1,0x olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da borçlanma maliyeti, Şirket'in son dönem finansalları üzerinden uzun ve kısa vadeli yerli ve yabancı para bazlı borçları için uygulanan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması alınarak %18-19 seviyesinde öngörülmektedir. Bu hesaplamaya bağlı olarak uzun vadeli dönemde Naturelgaz'ın risksiz faiz oranı üzerinden 2021-2030 dönemi için +590 baz puan, uç değer için +490 baz puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.

Söz konusu değerlendirme raporunda projeksiyon döneminde özsermaye ağırlığının 2021 yılında 2020 yılsonu oranı olan %58,3'e eşit olacağı, ilerleyen dönemlerde ise Şirket'in geçmiş 4 yıllık ortalama özsermaye ağırlığı olan %42,8'e yaklaşacağı tahmin edilmektedir. Bu kapsamda Vakıf Yatırım

tarafından Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2021-2030 dönemi için %17,3 seviyesinde (uç değer hesabında ise %15,2) olacağı öngörülmektedir.

Rapor'da İNA yönteminde sonsuz büyüme oranının, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak %5,0 olarak kullanıldığı belirtilmiştir.

mn TL	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
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	59,70	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	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Vergi	-22,3	-27	-30,7	-34,7	-39,4	-44,7	-50,7	-57,1	-64	-71,9	-80,3
İşletme Sermayesi Değişimi	-30,6	-7,9	-3	-4,3	-2,5	-7,2	-5,4	-7,7	-9,7	-8,9	-11
Yatırım Harcamaları	-28,7	-32,1	-34,1	-36,1	-40,5	-42,7	-44,9	-46,8	-50,4	-56,2	-64
Servest 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	%17,00	%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 İtibariyle Net Borç			105,0								
Naturelgaz'ın Piyasa Değeri			1.296,2								

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu analizinde, İNA yöntemi sonucunda Naturelgaz için 1,3 milyar TL şirket değeri hesaplanmaktadır. Ayrıca Rapor'da belirli bir risksiz faiz oranında sonsuz büyüme oranındaki 1 puanlık değişim 56-103 milyon TL öz sermaye değerinde değişim yaratırken, belirli bir sonsuz büyüme oranında risksiz faiz oranındaki 1 puanlık değişimin Şirket özsermaye değerinde 59-97 milyon TL değişim yaratabildiği ifade edilmiştir.

VI.2 PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Naturelgaz Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in finansal yapısını ve operasyonlarını göz önünde bulundurularak, söz konusu değerlendirme yöntemi kapsamında "FD/FAVÖK", "F/K" ve "PD/DD" gibi çarpanların kullanılabilirliğine ilişkin değerlendirmeler yapılmış ve Rapor'da bahsi geçen değerlendirmeler sonucunda sadece "FD/FAVÖK" çarpanı üzerinden hesaplanmasına karar verildiği ifade edilmiştir.

Yapılan analizde yurt içi benzer iş kolunda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören uygun benzer bir şirket bulunmaması nedeniyle yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına söz konusu değerlendirme analizinde yer verilmediği ifade edilmiştir. Rapor'da yer verilen çarpan analizinde kullanılan uluslararası benzer şirketlerin bilgileri ile uluslararası benzer şirketlerin çarpanları dikkate alınmıştır.

Rapor'da yer verilen benzer şirketlerin hepsi hisse senedi araştırma kuruluşlarının kapsamında olmadığı için her şirketin 2021-2022-2023 FD/FAVÖK çarpanının tahmini verilerinin yer almadığı belirtilmiştir. Söz konusu değerlendirme çalışmasında hem bu kısıtlamanın etkisini azaltmak hem de

Şirket'in son 12 aylık performansının etkilerini çalışmaya yansıtmak amacıyla benzer şirketlerin yalnızca son 12 aylık çarpanlarının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan değerlendirme çalışmasında benzer şirketler seçilirken Türkiye'ye göre coğrafi yakınlık, şirketlerin operasyonlarını yürüttüğü coğrafi koşullar ve şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliğinin yanında, özellikle şirketlerin operasyonlarının ağırlıklı olarak CNG ve LNG sektörlerinde yoğunlaşması dikkate alınarak değerlendirilmiştir. Rapor'da yer verilen tüm benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri hesaplanarak değerlendirme çalışmasına dâhil edildiği belirtilmiştir.

Rapor'da FD/FAVÖK çarpanına göre belirlenen piyasa değerine ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı	10,93
Naturel FAVÖK (mn TL)	96,2
FD (mn TL)	1051,4
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4

Kaynak: Vakıf Yatırım

Söz konusu Fiyat Tespit Rapor'unda FD/FAVÖK çarpanına göre, son 12 aylık veriler ile hesaplanan Şirket piyasa değeri 946,4 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

VI.3 SONUÇ

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da, halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımı ve çarpan analizi yöntemlerine eşit ağırlık verilmiş olup tespit edilen özsermaye değeri 1.121,3 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değerlendirme kapsamında özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatının 11,21 TL olarak hesaplandığı ifade edilmiştir.

Değerleme Sonucu

Naturelgaz (mn TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
INA	50%	1.296,2
Çarpan Analizi (% 100 FD / FAVÖK)	50%	946,4
Değerleme Sonucu		1.121,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		11,21

Kaynak: Vakıf Yatırım

Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat

Naturelgaz Halka Arz İskontosu Öncesi Öz Sermaye Değeri (mn TL)	1.121,3
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Öz Sermaye Değeri (mn TL)	849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım

Rapor'da hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerine %24,2 iskonto uygulanarak halka arz fiyatının belirlendiği belirtilmiştir. Bu kapsamda 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatının 8,50 TL olduğu ifade edilmiştir.

Vakıf Yatırım tarafından Naturelgaz için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan aşağıdaki tabloda, Şirket için belirlenen Halka Arz Şirket Değeri ("HAŞD") ve bu değere 31 Aralık 2020 tarihli net borç tutarının eklenmesiyle hesaplanan Halka Arz Firma Değeri ("HAFD")'nin İNA analizinde yer verilen, 2021 ve 2022 yılları tahmini FAVÖK ile bağımsız denetimden geçmiş son dönem mali tablolarda yer alan veriler üzerinden hesaplanan 2020/12 sonu itibarıyla 12 aylık FAVÖK verilerine göre oluşan FD/FAVÖK çarpanları, Çarpan Analizi Yöntemi bölümünde yer alan benzer şirketlere ait çarpanlarla karşılaştırma olanağı sağlamak üzere bilgi amaçlı olarak yer verilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanı Hesaplaması

FAVÖK (mn TL)

2020/12 İtibariyle Son 12 ay	96,2
2021 T	130,6
2022 T	166,5

FD/FAVÖK Çarpanları	Halka Arz Öncesi	Halka Arz Sonrası
HAFD/FAVÖK (2020/12 İtibariyle Son 12 Ay)	9,93x	8,61x
HAFD/FAVÖK(2021 T)	7,31 x	6,34 x
HAFD/FAVÖK	5,73 x	4,97 x

Kaynak: Vakıf Yatırım

Söz konusu Rapor'da Şirket'in halka arzı öncesinde ve sonrasında, hesaplanan halka arz sonrası firma değeri aşağıda yer almaktadır.

Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri Hesabı

mn TL		Sonuç
Halka Arz İskontosu Öncesi Piyasa Değeri	a	1.121,3
Halka Arz İskontosu	b	20%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	$c = a \cdot (1 - b)$	897,0
Halka Arz Öncesi Ödenmemiş Sermaye	d	100,0
Halka Arz Pay Başına Değer (TL / Pay)	$e = c/d$	8,97
Sermaye Arttırım Miktarı (Nominal)	f	15,0
Halka Arz İle Şirket'e Girecek Nakit (Brüt)	$g = e \cdot f$	134,4
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	$h = c + g$	1.031,4

Kaynak: Vakıf Yatırım

VII. GÖRÜŞ

Vakıf Yatırım tarafından Naturelgaz için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Rapor'da Çarpan Analizi yönteminde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını, benzer şirketlerin karşılaştırılmasında oluşabilecek olumsuz etkenleri ortadan kaldırmaya yönelik görüşüyle daha hassas bir değerlendirme sonucu çıkarması adına yerinde buluyoruz. Yurt içinde benzer bir şirket bulunmaması nedeniyle yurt dışındaki karşılaştırılabilir şirketlerin medyan değerlerine yer verilmiş olmasını değerlemenin daha makul sonuçlanmasına olanak sağladığını düşünüyoruz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Nihai olarak, Rapor 'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

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 müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel 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 Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayılanamaz.