

NATURELGAZ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 10

24 Mart 2021

1- Raporun Amacı

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, KAP'ta açıklanan Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Naturelgaz") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 4 Mart 2021 tarihli Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş., 28.05.2004 tarihinde taşımali doğal gaz sektöründe faaliyet göstermek üzere İstanbul'da Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla, Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-50 ortaklığı ile kurulmuştur. Global Yatırım Holding, %95,5'lik pay sahipliği ile Naturelgaz'ın ana ortağıdır. Şirket'in başlıca faaliyet alanları; Dökme CNG ve LNG, Oto CNG, Şehir Gazı ve Kuyu CNG olmak üzere dört gruba ayrılmaktadır.

Şirket, net satış gelirlerinde en büyük paya Dökme CNG ve LNG kollarında sahiptir. Şirket, söz konusu iş kolunda, boru hatlarına kurmuş olduğu tesislerinde doğal gazı sıkıştırıp CNG haline getirerek ve LNG ithalat terminallerinden LNG tedarik ederek, boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere doğal gazın iletimini sağlamaktadır. Şirket'in 2020 yılsonu itibarıyla Socar LNG ile birleşmesi sonucunda CNG ürünün yanı sıra LNG ürününü Türkiye genelinde müşterilerine ulaştırabilecek duruma gelmiştir.

Şirket'in son 3 yılda hızla gelişen iş kollarından biri olan Şehir Gazı, ekonomik ve/veya coğrafi sebepler nedeniyle doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gaz sağlamaktadır. Şirket'e EPDK tarafından yayımlanan düzenleme ile CNG/LNG lisans sahibi şirketlere doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere doğal gaz tedarik etme imkanı tanınmıştır.

Şirket Oto CNG kolundaki faaliyetlerine 2011 yılında başlamış olup, doğal gazlı araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan dispensler (istasyon) üzerinden CNG satışı yapmaktadır. Aynı zamanda 2021 Şubat ayı içerisinde işbirliği anlaşması yaptığı Petrol Ofisi ile imzalanan protokol çerçevesinde, Petrol Ofisi'nin 12 istasyonunda Naturelgaz kendi markası ve lisansları altında Oto CNG satışı gerçekleştirilecektir.

Şirket'in diğer iş kollarından biri olan Kuyu CNG iş kolunda ise çeşitli nedenlerle boru hatlarına erişimi olmayan kuyularda atıl durumda bulunan doğal gazın, CNG haline getirilip boru hatlarına aktarımı sağlanmaktadır. Şirketin en önemli hedeflerinden biri olan yurt dışı pazarlarına giriş, Kuyu CNG iş kolunda faaliyet göstermelerinin en büyük nedenlerindedir.

Naturelgaz'ın 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin satışlarının ana faaliyet alanlarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Net Satışların Faaliyetlere Göre Kırılımı (bin TL)	31.12.2018	Satışlar (%)	31.12.2019	Satışlar (%)	31.12.2020	Satışlar (%)
Doğal Gaz Satış Gelirleri	245.095	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	100	453.389	100

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Naturelgaz İzahname

3- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 14.981.406 TL Sermaye Artışı ve 16.382.231 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Bu durumda, Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payları ile sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek payların toplam nominal değeri 31.363.637 TL olacaktır. Şirketin mevcut 100.018.594 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesi, halka arz sonrası 115.000.000 TL olacaktır. Halka arz fiyatı 8,50 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 266.590.915 TL (Ek satış dahil 293.250.000 TL) olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 977.500.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 25-26 Mart 2021 tarihleri arasında "Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında Global Yatırım Holding A.Ş.'nin, Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl süreyle, elinde bulundurduğu Şirket paylarını halka arz fiyatının altında Borsa'da satmama taahhüdü bulunmaktadır. Buna ek olarak, Global Yatırım Holding A.Ş. ve Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş., Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca dolaşımdaki pay miktarını artıracak herhangi bir işlem yapmayacak; bedelli sermaye artırımını gerçekleştirmeyecek; yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacaktır. Şirket, halka arzdan elde edeceği brüt 127,3 milyon TL gelir ile işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamayı, mevcut banka borçlarının bir kısmını kapamayı ve mevcut kapasite artırma yatırımları ile birlikte inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirmeyi planlamaktadır.

Talep Toplama Tarihleri	25-26 Mart 2021
Halka Arz Fiyatı	8,5 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	"En İyi Gayret Aracılığı" ve "Sabit Fiyat ile Talep Toplama"
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	100.018.594 TL
Halka Arz Edilen Miktar	31.363.637 TL nominal (Ek Satış Dâhil; 34.500.000 TL nominal)
Sermaye Artırımı	14.981.406 TL nominal
Ortak Satışı	16.382.231 TL nominal
Ek Satış	3.136.363 TL nominal*
Halka Arz Oranı	%27,27 (Ek Satış Dâhil; %30)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	115.000.000 TL
Tahsisat Oranları	18.818.182 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%60) 9.409.091 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%30) 3.136.364 TL Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%10)
Satmama Taahhüdü	Global Yatırım A.Ş. ve Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.; 180 gün boyunca dolaşımdaki pay miktarını arttırmama, Global Yatırım A.Ş.; 1 yıl halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan satmama
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır. Azami fiyat istikrarı fon tutarı; ek satış öncesi halka arz büyüklüğünün büyüklüğünün %10'una tekabül eden payların halka arzda oluşan pay fiyatıyla çarpılması sonucu oluşan tutara eş değer bir fon olacaktır.

* Global Yatırım Holding A.Ş. payları

4- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek satış Hariç)		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dâhil	
	TL	%	TL	%	TL	%
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

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Naturelgaz İzahname

Ortaklardan Global Yatırım Holding A.Ş. ve Kanat Emiroğlu'nun sahip olduğu A grubu paylarda imtiyaz hakkı bulunmazken Aksel Goldenberg'in sahip olduğu C grubu paylarda imtiyaz hakkı bulunmaktadır. Aksel Goldenberg'in gerçekleştirecek olduğu ortak satışı sonrası, Şirket'in sermayesinde sahip olduğu tüm payları satmış ve hissedarlıktan çıkmış olacaktır. C grubu paylar satış sırasında A grubu imtiyazsız paya dönüşecektir.

5- Halka Arz Gerekçeleri

- İhraççının şirket değerinin ortaya çıkarılması
- İhraççının sürdürülebilir büyümesine katkı sağlanması
- İhraççının tanınırlık ve bilinirliğinin pekiştirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi
- İhraççının kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi

6- Finansal Tablolar

Gelir Tablosu (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 (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
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-
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 (Zararı)	13.432.537	70.008.789	68.036.789
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	210.583	55.085.696
Finansman Geliri (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
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-41.564.351	37.612.076	89.717.682
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	9.621.121	-7.813.280	481.003
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-	-3.070.048	-

Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	9.621.121	-4.743.232	481.003
Dönem Karı (Zararı)	-31.943.230	29.798.796	90.198.685

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bilanço (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	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 Hakları	-	5.474.470	19.539.120
Ticari Alacaklar	-	-	-
Diğer Alacaklar	-	-	-
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.332.946	4.134.881	5.436.291
Peşin Ödenmiş Giderler	1.206.356	485.684	170.394
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-
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 İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	2.940.295	12.816.238
Ticari Borçlar	20.403.999	34.671.829	45.575.456
Diğer Borçlar	8.315.487	2.415.864	926.588
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	294.404	354.691	449.617
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 İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	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
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak	108.880.614	138.679.410	233.936.415
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.018.594
Kar 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 veya Zararı	-31.943.230	29.798.796	90.198.685
TOPLAM KAYNAKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309
Net Borç	96.576.765	140.319.033	145.750.570
İşletme Sermayesi	65.918.250	73.819.324	64.553.250

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

7- Naturel gaz'ın Güçlü Yönleri

a. Rekabet Avantajı

- Türkiye'de CNG alanında pazar lideri konumunda olması
- Türkiye'de CNG sektörüne ilk giren şirket olması
- CNG ve LNG pazarında sahip olduğu güçlü pozisyonu, müşterilerin talep ve ihtiyaçlarına uygun olarak çözümler üretmesi ve kurmuş olduğu uzun vadeli güçlü ilişkiler sayesinde fiyat rekabeti açısından güçlü konumda olması

b. İnorganik Büyüme

- Socar LNG ile yapmış olduğu ortaklık sonucunda üretim kapasitesinin ve altyapısının güçlenmiş olması

c. Afrika Pazarına Giriş

- Kuyu CNG'nin Afrika pazarında büyüme potansiyelinin fazla olması
- Müşteri çeşitlenmesinin artması, yurt içine bağımlılığın azaltılmasının ve operasyonel karlılığın desteklenmesinin hedeflenmesi

d. Karlı İş Kollarına Odaklanma Stratejisi

- Gelecek yıllar için Şehir gazı kolunda hızlı büyüme öngörülmesi

8- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Vakıf Yatırım'ın hazırladığı 4 Mart 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Vakıf Yatırım, değerlendirme yöntemleri içerisinde Şirket nakit akımlarına yönelik gösterge niteliğinde ve yatırımcılar tarafından en sık kullanılan değerlendirme çarpanlarından biri olması nedeniyle Firma değeri/FAVÖK çarpanını kullandığını ifade etmiştir. Piyasa çarpanları yönteminde, yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren uygun bir şirket söz konusu olmadığı için yalnızca yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak nihai değer hesaplaması gerçekleştirilmiştir. Bulunan değer, Şirket'in ve benzer şirketlerin son 12 aylık finansal verileri kullanılarak belirlenmiş olup, çalışmadaki tüm çarpan değerleri 24 Şubat 2021 itibarıyla hesaplanmıştır.

FD /FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Ortalama Sektör FD / FAVÖK	10,93 x
Naturelgaz FAVÖK (milyon TL)	96,2
Firma Değeri (milyon TL)	1051,4
2020 Net Borç (milyon TL)	105
Piyasa Değeri (milyon TL)	946,4

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, Vakıf Yatırım 2021-2030 yılları için projeksiyon gerçekleştirmiştir. Bu projeksiyon çerçevesinde, satış ve maliyet tahminlerinde bulunurken faaliyet alanlarının geçmiş verileri dikkate alınarak geleceğe yönelik varsayımlarda bulunulmuştur. 2021-2030 döneminde, Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG operasyonlarından gelirlerinin yıllık bileşik büyüme oranlarının sırasıyla %11,6, %17,8, %9,5 ve %9,0 olacağı öngörülmüştür. Maliyet tarafında ise, önümüzdeki dönemde enflasyon beklentilerinin düşmesiyle birlikte sabit giderlerdeki artışta beklenen düşüşün etkisiyle, maliyet marjının da projeksiyon döneminde bir miktar iyileşeceği varsayılmıştır. Yatırım harcamalarının yıllık hasılatın %4’ü seviyesinde olacağı tahmin edilmiştir.

Rapor’da AOSM sabit alınmamış olup, ortalama değerinin %17,3 civarında (uç değer hesabında ise %15,2) olacağı öngörülmüştür. Risksiz faiz oranı, Türkiye 10 yıllık tahvil faizi olan %13,3 olarak alınırken projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Hisse senedi risk primi için %6 öngörülmüştür ve uç büyüme değeri %5 olarak alınmıştır. Beta hesaplaması yapılırken Şirket’in kaldıraçlı beta değeri 0,52 olarak bulunsa da Şirket’in düşük borçluluk yapısına rağmen muhafazakâr bir yaklaşım sergilemek adına, beta 1,0 olarak alınmıştır. Duyarlılık analizi gerçekleştirilerek söz konusu sapma ihtimallerinde ortaya çıkabilecek farklı öz sermaye değerleri gösterilmiştir.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde Naturelgaz’ın firma değeri 1.401,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket’in 2020 yılsonu net borcu olan 105 milyon TL’nin düşülmesiyle ulaşılan piyasa değeri 1.296,2 milyon TL olarak belirlenmiştir.

İNA (milyon TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	573,8	674,8	756,9	849,50	952,0	1.068,5	1.197,5	1.338,1	1.493,2	1.663,7	1.872,6
SMM	412,8	470,8	526,6	590,10	659,6	738,3	826,3	922,5	1.028,8	1.144,6	1.289,5
Brüt Kar	161,0	204,0	230,3	259,40	292,3	329,8	371,2	415,7	464,4	519,1	582,8
Faaliyet Giderleri	59,7	68,9	77,0	85,70	95,5	106,0	117,8	130,4	144,3	159,9	181,1
Faaliyet Karı	101,2	135,1	153,3	173,60	196,8	223,7	253,4	285,3	320,0	359,3	401,6
Amortisman	29,4	31,5	37,7	36,00	38,6	41,4	44,3	47,3	50,5	54,2	64,0
FAVÖK	130,6	166,5	187,0	209,60	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	-34,70	-39,4	-44,7	-50,7	-57,1	-64,0	71,9	-80,3
İşletme Sermayesi Değişimi	-30,6	-7,9	-3,0	-4,30	-2,5	-7,2	-5,4	-7,7	-9,7	-8,9	-11,0
Yatırım Harcamaları	-28,7	-32,1	-34,1	-36,10	-40,5	-42,7	-44,9	-46,8	-50,4	-56,2	-64,0
Serbest Nakit Akımları	49,1	99,5	119,3	134,50	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	1,90	2,2	2,5	3,0	3,5	4,0	4,7	4,0
İndirgenmiş Nakit Akımları	42,8	73,9	75,4	72,50	70,5	67,1	66,3	63,8	61,1	58,9	76,8
İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı	652,3										
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	%0,5										
Sonsuz Değer	3.028,1										
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	749,0										
Naturelgaz’ın Firma Değeri	1.401,2										
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç	105,0										
Naturelgaz’ın Piyasa Değeri	1.296,2										

9- Sonuç

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri %50 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Naturel gaz için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde hedef piyasa değeri 1.121,3 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 100.018.594 TL'ye göre birim pay değeri 11,21'e karşılık gelmektedir. Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %24,2 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

Naturel gaz Değerleme Sonucu (milyon TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
Çarpan Analizi	946,4	%50	648,1
İndirgenmiş Nakit Akımı - İNA	1.296,2	%50	473,2
Toplam		%100	1.121,3
Pay Başına Fiyat (TL)			11,21

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz İskontosu Sonrası Değer	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (milyon TL)	1.121,3
Halka Arz İskontosu	24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (milyon TL)	849,9
İskonto Sonrası Pay Başına Fiyat (TL)	8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Vakıf Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Naturel gaz fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem "Piyasa Çarpanları" hem de "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca, Çarpan analizinde şirketin faaliyet konusu ve işleyişi düşünüldüğünde operasyonel nakit akışını kabaca en iyi yansıtan çarpan olması dolayısıyla FD/FAVÖK çarpanı üzerinden değerlemenin yapılmış olmasını doğru buluyoruz.
- Değerleme çalışmasında yurt dışında seçilen benzer şirketlerin faaliyet konuları Şirket ile örtüşmekle birlikte Şirket'e kıyasla çok daha büyük ölçekli firmaların değerlendirme dışında tutulabileceğini düşünüyoruz.
- Projeksiyon döneminde %17,3 olarak hesaplanan AOSM ve uygulanan %24,2 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekinçelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Naturel gaz için %24,2 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 8,50 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgiler ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.