

Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("NTGAZ", "Naturel Gaz" veya "Şirket") için Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") tarafından hazırlanarak 22.03.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Naturel Gaz'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye	:	100.018.594 TL
	- Halka Arz Şekli	:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	14.981.406 TL
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	16.382.231 TL
	- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	31.363.637 TL
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	27,27%
	- Ek Satış Hakkı	:	3.136.363 TL
	- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Arz Miktarı	:	34.500.000 TL
- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Açıklık Oranı	:	30,00%	

Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı	:	8,50 TL
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	:	850,1 milyon TL
	- Halka Arz Büyüklüğü	:	266,6 milyon TL
	- Ek Satış Dahil Halka Arz Büyüklüğü	:	293,3 milyon TL
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	:	977,5 milyon TL

Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)	Satış Payı	Satış Miktarı
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	60%	18.818.182
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	30%	9.409.091
- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	10%	3.136.364

(*) Ek Satış kapsamında satılacak paylar dahil edilmemiştir.

Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama
------------------------------	---------------------------------

Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı
-------------------------	---------------------------

Konsorsiyum Lideri	- Vakıf Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 34 üyeli konsorsiyum
---------------------------	--

Fiyat İstikrarı	- 3.136.363 adet payın satışından elde edilecek kaynakla 30 gün süreyle planlanmaktadır, ancak bu bir taahhüt anlamına gelmemektedir.
------------------------	---

Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı yapmama, Global Yatırım Holding de sahip olduğu payları 6 ay boyunca satmama taahhüdü vermiştir.
-----------------------------------	---

BİST İşlem Kodu	- NTGAZ
------------------------	----------------

Talep Toplama Tarihleri	- 25 - 26 Mart 2021
--------------------------------	----------------------------

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Naturelgaz, 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin ortaklığı ile kurulmuş olup 2011 yılında Çalık Grubu'na ait hisselerin %25'i STFA Grubu, diğer %25'lik kısmı da Global Yatırım Holding tarafından satın alınmıştır. 2012 yılı itibarıyla sermayedeki payını %80'e yükselten Global Yatırım Holding zamanla sermaye artırımlarına katılan tek ortak olması nedeniyle mevcut durumda %95,5'lik pay sahipliği ile Naturelgaz'ın ana ortağıdır.

Naturelgaz, taşımalı doğalgaz sektöründe faaliyet göstermektedir. Taşımalı doğalgaz sektörü, boru hatlarıyla doğal gazın ulaşmadığı noktalara doğal gazın taşıma yöntemiyle götürülmesi faaliyetini kapsamaktadır. Şirket'in EPDK'dan aldığı 26 adet lisansı bulunmakta olup bunların 13'ü CNG satış, 9'u Oto CNG, 2'si CNG İletim – Dağıtım ve 2 adet Spot İthalat lisanslarıdır.

Şirket, endüstriyel alanda CNG ve LNG ürünleri tedarik etmekte olup, aynı zamanda araçlara CNG ürünü tedariki gerçekleştirmektedir. CNG sisteminde doğalgaz, boru hattından çekilerek özel kompresörler ile Şirket'in dolun tesislerinde 200 bar basınca kadar sıkıştırılmakta ve CNG stok ünitelerinin içine yerleştirilmiş tüplere doldurularak CNG taşıma üniteleri ile müşteri sahalarına taşınmaktadır. LNG sisteminde ise doğalgaz, atmosfer basıncında -162 °C'ye kadar soğutulduğunda yoğunlaşarak sıvı hale dönüşmektedir. LNG, sıvı fazda depolanıp taşınmakta iken tüketime gaz halde sunulmaktadır.

Şirket, CNG ürün bazında 13 adet endüstriyel CNG dolun tesisi, 56.650 adet CNG silindiri, 341 adet CNG tankeri, 22 araçlık çekici filosu ve 67 adet endüstriyel CNG kompresörü ile müşterilerine CNG hizmeti vermekte olup, 9 adet Oto CNG istasyonundan CNG'li araçlara yakıt tedarik etmektedir. LNG ürün bazında ise 6 adet LNG Kara Tankeri, 44 adet LNG stok tankı ve 94 adet buharlaştırıcı ile müşterilere LNG tedarik hizmeti verilmektedir.

Şirket'in iş kolları aşağıdaki gibidir:

- Dökme (Endüstriyel) CNG
- Dökme (Endüstriyel) LNG
- Şehir Gazı
- Oto CNG
- Kuyu CNG

Dökme (Endüstriyel) CNG

Sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller, ısınma ihtiyacı olan kurumlar gibi doğalgaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla doğal gazın iletimi faaliyetidir.

Endüstriyel CNG alanında, Şirket, kimya, metal, gıda, madencilik, inşaat malzemeleri üretimi gibi farklı sektörlerde faaliyet gösteren fabrikalar, enerji üretim tesisleri, oteller, asfalt üretim tesisleri ve ısıtma amaçlı kullanım yapan kamu kurumları gibi müşterilerine doğalgaz tedarik etmektedir.

Dökme (Endüstriyel) LNG

Dökme CNG ile aynı iş kollarında kullanılmaktadır ve doğalgaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere LNG tankerleri ile doğalgazın iletimi, müşteri işletmesine kurulan stok tankları ve evaporatör (gazlaştırıcı) marifetiyle doğalgazın kullanıma sunulması faaliyetleridir.

Şehir Gazı

Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğalgazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG ve LNG ürünü ile doğalgazın taşınarak iletimi faaliyetleridir. Doğalgazın kullanılacağı ilçe ve beldelerin CNG dolun tesislerine mesafesi, yol şartları ve kullanım miktarlarına bağlı olmak üzere Şehir Gazı operasyonu CNG veya LNG ile yapılmaktadır.

Oto CNG

Araçlara CNG satışı amacıyla kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışı faaliyetleridir.

Kuyu CNG

Doğalgaz kuyularında yapılan sondaj ve analiz çalışmaları neticesinde tespit edilen rezervlerin doğalgaz boru hattı bağlantı yatırımını karşılayacak potansiyelde olmadığı ve coğrafi sebeplerle boru hatlarına ulaşım imkanlarının mümkün olmadığı kuyularda bulunan doğalgazın CNG sistemi ile değerlendirilerek Türkiye'ye kazandırılması faaliyetleridir.

Şirketin satışlarının ana faaliyet kollarına göre dağılımı 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net Satış Gelirlerinin Ana İş Kollarına Göre Dağılımı (Bin TL)	2018	%	2019	%	2020	%
Doğalgaz Satış Gelirleri	248.095	99,1	430.022	99,2	447.137	98,6
Dökme CNG	222.961	89,1	365.138	84,2	355.627	78,4
Oto CNG	11.432	4,6	22.422	5,2	16.828	3,7
Şehir Gazı CNG	7.529	3,0	42.341	9,8	66.811	14,7
Boru Gazı	5.648	2,3	0	0,0	0	0,0
LNG	525	0,2	121	0,0	7.871	1,7
Hizmet Gelirleri	2.141	0,9	3.394	0,8	6.252	1,4
Net Satışlar	250.236	100,0	433.416	100,0	453.389	100,0

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI							
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Global Yatırım Holding A.Ş.	A	95.515.009,49	95,50%	83.636.363	72,73%	80.500.000	70,00%
Aksel Goldenberg (*)	C	4.267.450,83	4,27%	0	0,00%	0	0,00%
Kanat Emiroğlu	A	236.133,68	0,24%	0	0,00%	0	0,00%
Halka Açık Kısım	A	0,00	0,00%	31.363.637	27,27%	34.500.000	30,00%
Toplam	A+C	100.018.594	100,00%	115.000.000	100,00%	115.000.000	100,00%

(*) Aksel Goldenberg sahip olduğu payları NTGAZ paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün Global Yatırım Holding A.Ş.'ye halka arz fiyatından Borsa dışında devredecektir.

4- Finansal Tablolar

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	0	0	250.000
Ticari Alacaklar	30.218.718	48.908.905	71.947.195
İlişkili Tarafardan Ticari Alacaklar	1.165.627	490.173	361.699
İlişkili Olmayan Tarafardan Ticari Alacaklar	29.053.091	48.418.732	71.585.496
Diğer Alacaklar	849.519	767.610	12.136.167
İlişkili Olmayan Tarafardan 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 Vergisi ile İlgili Varlıklar	0	0	7.226.849
Diğer Dönen Varlıklar	72.218	108.736	208.817
Duran Varlıklar	207.483.256	196.999.055	284.078.787

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

Finansal Yatırımlar	412.408	412.408	412.408
Maddi Duran Varlıklar	190.995.688	181.698.986	258.520.574
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	5.474.470	19.539.120
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.332.946	4.134.881	5.436.291
Ertelenmiş Vergi Varlığı	9.535.858	4.792.626	0
Peşin Ödenmiş Giderler	1.206.356	485.684	170.394
Toplam Varlıklar	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
Ticari Borçlar	20.403.999	34.671.829	45.575.456
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	959.464	260	411.930
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	19.444.535	34.671.569	45.163.526
Diğer Borçlar	8.315.487	2.415.864	926.588
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	6.963.911	0	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1.351.576	2.415.864	926.588
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	2.940.295	12.816.238
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	294.404	354.691	449.617
Ertelenmiş Gelirler	9.691	0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	1.527.348	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.733.847	745.933	1.210.808
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin 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	0	2.862.368	5.159.082
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	4.038.488
Uzun Vadeli Karşılıklar	598.791	791.504	1.277.532
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin 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
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	74.540.867	74.540.867	79.580.593
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	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

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
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
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-26.788.731	-31.332.101	-39.488.502
Genel Yönetim Giderleri	-10.865.042	-12.114.419	-11.262.456
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	0	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

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

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	0	-3.070.048	0
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	9.621.121	-4.743.232	481.003
Net Dönem Karı (Zararı)	-31.943.230	29.798.796	90.198.685

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz ile Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'in sürdürülebilir büyümesine katkı sağlanması, tanınırlık ve bilinirliğin pekiştirilmesi şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğini güçlendirmesi hedeflenmektedir.

Tahmini halka arz masraflarının çıkarılması ile hesaplanacak net halka arz gelirinin 121,1 milyon TL olması beklenmekte olup, Şirket, sermaye artışı sonucu elde edeceği halka arz gelirlerini aşağıdaki alanlarda kullanacaktır:

- %10'u Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
- %20'si Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin Şirket bünyesine katılması işlemi sonucu oluşan ek banka borcunun kapatılması (31.12.2020 itibarıyla 29.285.664 TL)
- %50'si Şirket'in CNG, LNG, Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesini genişletmesi için ekipman ve taşıma ünitesi yatırımlarının yapılması, mevcut Endüstriyel CNG tesis altyapısının güçlendirilmesi, yeni Endüstriyel CNG tesisleri açılması, Oto CNG istasyon sayısının artırılması ve Kuyu CNG operasyonlarının geliştirilmesine ek olarak Şirket'in CNG, LNG ve Oto CNG alanlarında yurtiçinde inorganik büyümesi için yatırım yapılması,
- %20'si Şirket'in uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurtdışında yatırım yapılması.

6- Halka Arz Teşviki

Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca 3.136.363 adet payın satışından elde edilecek kaynakla fiyat istikrarı işlemlerinin yapılması planlanmaktadır.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi – İNA

a) Çarpan Analizi

Şirket'in finansal yapısını ve operasyonlarını göz önünde bulundurarak, bu değerlendirme yöntemi kapsamında FD/FAVÖK, FD/Satışlar, F/K ve PD/DD gibi çarpanlar değerlendirilmiş olup, FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasına karar verilmiştir.

Şirket'in faaliyet ve operasyonlarına tam anlamıyla uygun nitelikte Borsa İstanbul'da işlem gören bir şirket bulunmadığı değerlendirildiğinden, yurtiçi benzer şirketlerin çarpanlarına değerlendirilmede yer verilmemiştir. Çalışmada yer verilen benzer şirketlerin hepsi hisse senedi araştırma kuruluşlarının kapsamında olmadığından dolayı her şirket için 2021-2022-2023 FD/FAVÖK çarpanı tahmini bulunmamaktadır. Hem bu kısıtlamanın etkilerini azaltmak hem de Şirket'in son 12 aydaki performansının da etkilerini çalışmaya yansıtmak adına çalışmada benzer şirketlerin yalnızca son 12 aylık çarpanları kullanılmıştır. Bu çerçevede, çarpan analizi değerlendirme çalışmasında Naturelgaz'ın son 12 aylık finansal sonuçları baz alınmış olup tüm çarpan değerleri 24.02.2021 tarihi itibarıyla hesaplanmıştır.

Çalışmada 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. Çalışmada yer verilen yurt dışı tüm benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri hesaplanarak değerlendirilmiştir.

Yurtdışı benzer şirketlerin çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn \$)	Firma Değeri (mn \$)	FD/Satışlar	FD/FAVÖK
Sochuang Gas Corporation Limited	238,8	220,2	1,27x	8,74x
ENN Energy Holdings Limited	17.123,7	19.606,6	2,09x	13,63x
Xinjiang Torch Gas Co. Ltd.	232,2	221,9	2,10x	8,87x
China Suntien Green Energy Corporation Limited	2.964,3	7.139,1	3,99x	11,03x
Shandong Shengli Co. Ltd.	563,5	755,6	1,15x	11,54x
Gujarat Gas Limited	4.663,7	4.740,7	3,78x	17,54x
Mahanagar Gas Limited	1.539,1	1.332,6	4,55x	11,19x
Confidence Petroleum India Limited	154,3	165,3	1,51x	10,84x
Indraprastha Gas Limited	4.905,1	4.573,5	6,70x	22,23x
Korea Gas Corporation	2.520,5	24.705,6	1,23x	10,074x
Yesco Holdings Co. Ltd.	130,3	358,7	0,39x	14,01x
AS Latvijās Gaze	528,8	482,7	2,10x	5,15x
Tokyo Gas Co. Ltd	9.559,2	17.960,2	1,05x	6,54x
Osaka Gas Co. Ltd.	7.711,1	13.033,6	1,01x	6,63x
Medyan			1,80x	10,93x

FD/FAVÖK çarpanına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan Şirket piyasa değeri 946,4 milyon TL olarak belirlenmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	10,93x
Naturelgaz FAVÖK (mn TL)	96,2
FD (mn TL)	1051,4
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi – İNA

Şirket için yapılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi çalışmasında;

-Şirket'in Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)'nin 2021 – 2030 dönemi için %17,3 olarak hesaplanmasında risksiz faiz oranının %13,27 (uç değerde %12,27), Piyasa Risk Priminin %6,0 (uç değerde %5,0), beta katsayısının 1, borçluluk oranı 2021 – 2030 yılları arasında %41,7 – %57,2 arası ve vergi oranının %20 olmak üzere vergi öncesi borçlanma maliyeti %19,2 olarak alınmıştır.

-Şirketin 2031 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

- FAVÖK marjının %20 olarak gerçekleşeceği,

- Yatırım harcamalarının satışlara oranının %4 olacağı öngörüldüğü,

- Net işletme sermayesi hesaplamasında Şirketin ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç devir sürelerinin 10 yıl boyunca ortalama olarak sırasıyla 54 gün, 13 gün ve 48 gün olarak gerçekleşeceğinin öngörüldüğü,

- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre piyasa değeri 1.296,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

c) Sonuç

Naturelgaz'ın şirket değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi ve Çarpan Analizi Yöntemlerine eşit ağırlık verilerek 1.121,3 TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 11,21 TL'ye denk gelmektedir.

Naturelgaz (mn TL)	Ağırlık	Şirket Değeri
İNA	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

Halka arz fiyatının belirlenmesinde %24,2 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyat 8,5 olarak belirlendiği görülmektedir.

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

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Naturelgaz'ın fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ve çarpan analizi yönetiminin kullanılmasının uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Yurt içinde benzer iş kollarında faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirket bulunmadığı belirtilerek yurt içi benzer şirket çarpan analizinin yapılmayarak yurtdışı benzer şirket çarpanlarının analizinin yapılmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Özsermaye değerinin hesaplanmasında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinin eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Bu doğrultuda Vakıf Yatırım tarafından %24,2 halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 8,50 TL halka arz fiyatının, yeterli halka arz iskontosu barındırması sebebiyle makul olduğunu düşünmekteyiz.