

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**24 Mart 2021****1. Amaç**

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, TSKB A.Ş. tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**Vakıf Yatırım**") Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Naturelgaz**" ve/veya "**Şirket**") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Naturelgaz, taşımali doğal gaz sektöründe (CNG/LNG) faaliyet göstermekte olup Şirket'in başlıca iş kolları Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG, Kuyu CNG olmak üzere 4 gruba ayrılmaktadır. Yüksek CNG dolum kapasiteli tesis ağına, geniş CNG dağıtım filosuna ve büyük CNG stoklama alt yapısına sahip olan Şirket, ana faaliyet alanlarına 2015 yılı itibarıyla EPDK'dan aldığı lisans¹ doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir.

Dökme CNG faaliyetleri kapsamında Şirket, Türkiye genelindeki 13 adet Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 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 doğal gaz tedarik etmektedir.

Şehir gazı faaliyetlerinin konusu ise ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla doğal gazın iletimidir. Şirket, 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, 2011 yılında başladığı Oto CNG faaliyetleri kapsamında da araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispanser üzerinden CNG satışı gerçekleştirmektedir.

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 dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında da aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

3. Halka Arz Bilgileri

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 100.018.594,00 TL'den 115.000.000,00 TL'ye çıkarılması planlanmaktadır. Şirket'in mevcut ortaklarından Global Yatırım Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 16.146.097,32 TL ve Kanat Emiroğlu'nun sahip olduğu 236.133,68 TL nominal değerli toplam 16.382.231 adet paylar da halka arz edilecektir. Fazla talep gelmesi halinde Global Yatırım Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 3.136.363 TL nominal değerli 3.136.363 adet payın da ek satışı gerçekleştirilebilecektir.

¹ İthalat (Spot) lisansı, spot LNG, spot CNG ve spot boru gazı ithalatı yanında doğal gazın LNG, CNG veya boru gazı olarak toptan ticaretini ve son tüketiciye satışını kapsamaktadır. (Doğal Gaz Piyasası Lisans Yönetmeliği Madde 19)

24 Mart 2021

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	NTGAZ
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.018.594 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	115.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Ek Satış Hariç) (Nominal)	31.363.637 TL (Sermaye Artışı: 14.981.406 TL, Ortak Satışı: 16.382.231 TL)
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	%27,27
Ek Satış (Nominal)	3.136.363 TL
Halka Arz Toplamı (Ek Satış Dahil) (Nominal)	34.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	%30,00
Aracı Kurum	<u>Konsorsiyum Lideri</u>: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. <u>Konsorsiyum Eş Lideri</u>: Global Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Mart 2021
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	266.590.915 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	293.250.000 TL

Kaynak: İzahname

Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı								
Ortağın Unvanı	Halka Arz'dan Önce		Pay Grubu	Halka Arz'dan Sonra (Sermaye Artırımı Dahil)		Pay Grubu	Halka Arz'dan Sonra (Sermaye Artırımı Dahil)	
				(Ek Satış Hariç)			(Ek Satış Dahil)	
	TL	%		TL	%		TL	%
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009,49	95,50	A Grubu İmtiyazsız	83.636.363,00	72,73	A Grubu İmtiyazsız	80.500.000,00	70,00
Aksel Goldenberg	4.267.450,83	4,27	C Grubu İmtiyazlı	0	-	A Grubu İmtiyazsız	0	-
Kanat Emiroğlu	236.133,68	0,24	A Grubu İmtiyazsız	0	-	A Grubu İmtiyazsız	0	-
Halka Açık Kısım	-	-	A Grubu İmtiyazsız	31.363.637,00	27,27	A Grubu İmtiyazsız	34.500.000,00	30,00
Toplam	100.018.594,00	100,00		115.000.000,00	100,00	Tamamı A Grubu İmtiyazsız	115.000.000,00	100,00

Kaynak: İzahname

Halka arz edilecek payların %60'ı yurt içi bireysel yatırımcılara, %30'u yurt içi kurumsal yatırımcılara ve %10'u yurt dışı kurumsal yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Halka arz gelirinin %10'unun Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması, %20'sinin Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin Şirket bünyesine katılması işlemi sonucu oluşan ek banka borcunun kapatılması, %50'sinin Şirket'in CNG, LNG ve 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

24 Mart 2021

arttırılması ve Kuyu CNG operasyonlarının geliştirilmesi planlanmaktadır. Ek olarak Şirket'in CNG, LNG ve Oto CNG alanlarında yurt içinde inorganik büyümesi için yatırım yapılması ve %20'sinin Şirket'in uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurt dışında yatırım yapılması amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

4. Faaliyet Gösterilen Sektörler/Pazarlar ve Şirket'in Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri

Şirket, dağıtımını sağladığı doğal gazı, farklı tedarikçilerden takvim yılı için geçerli olan sözleşmelerle CNG tesisleri için boru hattına bağlı tesislerinin sayaçlarında, LNG sevkiyatları için ise LNG terminallerinde teslim almaktadır. Şirket'in tedarikçileri, CNG tesisleri için serbest tüketici konumundaki müşterilere satış yapan özel toptan satış şirketleri, BOTAŞ veya dağıtım şirketleri; LNG sevkiyatları için ise BOTAŞ Marmara Ereğlisi veya Ege Gaz A.Ş. LNG terminalleri olabilmektedir.

Şirket'in hizmet gösterdiği sektörler ve sektör bazında hizmet sağladığı müşteri grupları aşağıda sıralanmaktadır.

a.Dökme CNG ve LNG : Sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller, ısınma ihtiyacı olan kurumlar gibi doğal gaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere CNG taşıma üniteleri vasıtası veya LNG tankerleri ile doğal gazın iletimi faaliyeti gerçekleştirilmektedir.

Endüstriyel CNG alanında, Şirket Türkiye genelindeki 13 adet Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 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 doğal gaz tedarik etmektedir.

CNG'de Türkiye genelinde toplam 22 lisans sahibi firma bulunmaktadır ve ilk 5 firmanın pazar payı EPDK'nın aylık raporlarına göre 2020 yıl sonunda (CNG ürünü içinde) %88,9'dur. Bu firmalar aynı zamanda Şehir Gazı sektöründe de potansiyel rakip olmakla birlikte, Şirket harici firmaların tesis sayıları ve tesis kapsama alanları çok sınırlı olup ancak 1-2 ilde faaliyet göstermektedirler.

LNG alanında Şirket haricinde 7 lisans sahibi firma faaliyet göstermektedir.

b.Şehir Gazı: Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG veya LNG olarak doğal gazın iletimi faaliyeti gerçekleştirilmektedir.

Şirket, 2017 yılından itibaren Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve EPDK'nın koordinasyonunda, taşınabilir doğal gaz sistemini ilçelere ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere de kullanmaktadır. Şirket, 2020 yılında ekonomik veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan yaklaşık 1,1 milyon kişinin yaşadığı 51 ilçe ve beldeyi taşıma sistemi ile ikmal etmiştir.

Dökme CNG tesisleri hem endüstriyel CNG satışı, hem de şehir gazı satışına hizmet etmektedir.

Şehir Gazı satışında Şirket'in muhatabı il(ler)de doğal gaz dağıtımını yapmakla yükümlü lisans sahibi doğal gaz dağıtım şirketi'dir. (Örnek: İzmirgaz, Aksa, Kırız vb.)

c.Oto CNG: Araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışı

Şirket 2011 yılında başladığı Oto CNG alanında pazar geliştirme faaliyetlerine ve yatırımlarına devam etmektedir. Mevcut durumda, 9 adet oto CNG istasyonu ile CNG kullanan araçlara yakıt tedarik edilmektedir.

24 Mart 2021

d.Kuyu CNG: Doğal gaz kuyularında yapılan sondaj ve analiz çalışmaları neticesinde tespit edilen rezervlerin doğal gaz boru hattı bağlantı yatırımını karşılayacak potansiyelde olmadığı ve/veya coğrafi sebeplerle boru hatlarına ulaşım imkanlarının mümkün olmadığı kuyularda bulunan doğal gazın CNG sistemi ile değerlendirilerek Türkiye'ye kazandırılması faaliyetidir.

Şirket , 2018 yılından itibaren, bu alanda yürütülen projeler ile boru hattına olan uzaklığı sebebiyle değerlendirilmeyen doğal gaz kuyularında CNG sistemi ile müşterilerine operasyonel hizmet sağlamaktadır. Şirket, doğal gaz rezervi bulunan ancak ekonomik veya coğrafi olarak boru hatlarının bağlanması mümkün olmadığı kuyularda CNG sistemi vasıtası ile gazın iletim sistemine taşınması operasyonlarını yürütmektedir.

CNG sektöründe pazara ilk giren Şirket olması, Şirket'e faaliyet gösterdiği tüm coğrafi bölgelerde büyük bir rekabet avantajı sağlamaktadır.

Şirket, yurt genelinde taşınabilir doğal gaz olarak CNG ve LNG ikmalini beraber yapabilen en büyük şirket konumundadır.

Türkiye'de başarı ile uygulanan iş modelinin yurt dışında da uygulanması için Şirket, 2018 yılında Kamerun'un Douala kentinde gaz üretim lisansına sahip olan ve 2013 yılından bu yana gaz üretim ve dağıtım faaliyeti yürüten Gaz du Cameroun (GdC) ile bir iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Covid -19 pandemisi ve seyahat kısıtlamaları sebebi ile proje başlangıcı için erteleme kararı alınmış olup, 2021 yılı içerisinde Covid-19 pandemisinin durumuna göre tekrar görüşmelere başlanması planlanmaktadır. Kamerun'dan sonra diğer Afrika ülkelerinde de proje geliştirme çalışmaları yürütülmesi planlanmaktadır.

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerden Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı ve Oto CNG sektörlerinde son 3 yıla ilişkin toplam Pazar büyüklüğü aşağıdaki gibi olup, Kuyu CNG'de yapılan operasyon EPDK tarafından bir satış değil iletim işlemi olarak sınıflandırıldığından aşağıdaki tabloda yer almamaktadır.

milyon m3		SATIŞLAR					
Sektörler		PAZAR			NATURELGAZ		
	Ürünler	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Oto CNG	CNG	26,8	25,2	16,1	4,6	7,7	5,6
Şehir Gazı	CNG	3,5	16,6	27,4	3,3	16,0	23,6
	LNG	0,1	5,1	10,3	0,0	0,0	0,0
Dökme	CNG	182,0	203,0	192,6	130,2	143,3	141,0
	LNG	599,9	499,5	448,9	0,2	0,1	3,2
Toplam CNG & LNG	Oto CNG Dahil	812,3	749,3	695,3	138,3	167,1	173,4
Toplam Taşınabilir Doğal Gaz	Oto CNG Hariç	785,5	724,1	679,2	133,7	159,4	167,8
Ürün Toplamları	CNG	212,3	244,7	236,1	138,1	167,0	170,3
	LNG	600,0	504,6	459,2	0,2	0,1	3,2Ka

24 Mart 2021

NATURELGAZ		ORANLAR					
Sektörler		2018		2019		2020 Tahmini	
	Ürünler	Şirket İçi satış hacmindeki payı (%)	Pazar Payı (%)	Şirket İçi satış hacmindeki payı (%)	Pazar Payı (%)	Şirket İçi satış hacmindeki payı (%)	Pazar Payı (%)
Oto CNG	CNG	3,3	17,2	4,6	30,6	3,2	35,0
Şehir Gazı	CNG	2,4	94,3	9,6	96,4	13,6	86,3
	LNG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dökme	CNG	94,1	71,5	85,8	70,6	81,3	73,2
	LNG	0,1	0,0	0,1	0,0	1,8	0,7
Toplam CNG & LNG	Oto CNG Dahil	100,0	17,0	100,0	22,3	100,0	24,9
Toplam Taşımalı Doğal Gaz	Oto CNG Hariç	96,7	17,0	133,7	159,4	133,7	159,4
Ürün Toplamları	CNG (Oto Dahil)	99,9	65,0	99,9	68,2	98,2	72,1
	CNG (Oto Hariç)	96,5	72,1	95,3	72,6	94,9	74,8
	LNG	0,1	0,0	0,1	0,0	1,8	0,5

Kaynak:EPDK Şehir Gazı satışlarını 2019 yılından itibaren yayınlamaya başladığı için, 2019 yılı verisi kaynağı EPDK yıllık sektör raporu, 2018 ve 2020 verileri ise 2018 EPDK yıllık rapor, Ekim 2020'ye kadar yayınlanan EPDK aylık raporları ve piyasa bilgilerini kullanarak Şirket'in yaptığı tahminlerdir. <https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-94/dogal-gazyillik-sektor-raporu>, <https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-95/dogal-gazaylik-sektor-raporu>

5. Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır:

KAR/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	89.717.682
DÖNEM KARI / ZARARI	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685

Kaynak: İzahname

Şirket'in satış gelirlerinde finansal tablo dönemleri itibarıyla artış yaşanmaktadır. 2019 yılında 2018 yılına göre %73,2 artış yaşanmıştır. Özellikle 2019 yılında artış yaşanması, satış hacmindeki %21 artış ve fiyat marjındaki artış sayesinde olmuştur. 2020 yılında pandemi nedeniyle yılın ilk yarısında CNG satışlarındaki düşüş, ekonomideki genel yavaşlamanın aksine oldukça sınırlı kalmış ve Mayıs ayından itibaren normal seyrine dönmüştür. Ayrıca birleşmenin² satış gelirlerine etkisi

² 23 Aralık 2020 tarihinde Socar Turkey LNG Satış A.Ş. ve Naturel Doğalgaz Yatırımları A.Ş., Şirket'in bünyesinde birleşmiştir.

24 Mart 2021

15.962.177 TL tutarında olup 2020 yılı CNG ve LNG satış gelirlerinin %3,63 artışını sağlamıştır. Birleşme etkisi dahil CNG ve LNG satış gelirleri ise %4 artış göstermiştir. Bu nedenle, gelecek döneme dair bir hedef veya strateji değişikliği olmamıştır.

31 Aralık 2020’de sona eren yılda satışların maliyeti kalemindeki artış temel olarak, doğal gaz alımı maliyetindeki 13.617.133 TL tutarındaki (%5,2) artıştan kaynaklanmıştır.

31 Aralık 2019’da sona eren yılda satışların maliyeti kalemindeki artış temel olarak satış hacminde bir önceki yıla kıyasla gözlenen %21 oranındaki artış ve 2019 Ağustos ayı itibarıyla meydana gelen %14,7’lik BOTAŞ maliyetindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

31 Aralık 2020’de sona eren Şirket’in brüt kar marjı bir önceki yıla kıyasla %26,4’ten %26,3’e gerileyerek sınırlı bir düşüş kaydetmiştir. Brüt kar marjının düşmesindeki en önemli sebep, Temmuz-Aralık döneminde geçici olarak BOTAŞ’ın uyguladığı CNG / LNG tariflerindeki farkın 10 kuruş seviyelerine inmesiyle CNG ürününün rekabetçi pozisyonunun negatif etkilenmesi sonucu oluşmuştur.

Şirket’in brüt karı 2018 yılında 54.824.852 TL iken, 2019 yılında 59.441.867 TL tutarında (%108,4 oranında) artarak 114.266.719 TL’ye ulaşmıştır. Brüt kar marjıysa, 2018’de %21,9 iken 2019’da %26,4’e yükselmiştir.

Şirket’in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır:

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
Diğer Yükümlülükler	598.791	791.504	5.316.020
Özsermaye	108.880.614	138.679.410	233.936.415
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

Kaynak: İzahname

24 Mart 2021

Yıllar içerisinde dönen varlıklarda gözlenen artış esas olarak faaliyetlerin büyümesi sonucudur. 31.12.2020 tarihi itibarıyla ticari alacak rakamının %15,2'si (10.959.222 TL tutarlı) Socar LNG'ye ait müşteriler kaynaklıdır. Yine tamamı Socar LNG birleşmesi³ kaynaklı oluşan, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar (7.226.849 TL) ile devrolan KDV de (11.763.349 TL) artış sebebidir.

Şirket'in duran varlıklarının ağırlıklı kısmı maddi duran varlıklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla maddi duran varlık kalemleri esas olarak, 184.326.503 TL net defter değerindeki makine ve ekipmanlar (%71) ve 41.131.684 TL

Net defter değerindeki demirbaşlardan (%16) oluşmaktadır. İzahname'nin 9.1.4. maddesinde ayrıntılı bir şekilde açıklanmış olan 2018 yıl sonu itibarıyla yapılan makine ve teçhizat değerlemesi bu yıldaki artışa en önemli nedendir. 2020 yılında ise İzahname'nin yine 9.1.4. maddesinde ayrıntılı bir şekilde açıklanmış olan şirket birleşmesi işlemi kaynaklı sabit kıymet artışı toplam 73.271.413 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu birleşme ile maddi duran varlıklar kaleminde 71.461.413 TL, maddi olmayan duran varlıklar kaleminde ise 1.508.524 TL'si müşteri ilişkileri olmak üzere 1.810.000 TL birleşme kaynaklı giriş olmuştur.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri esas olarak kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden borçlar, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamındaki borçlar, diğer borçlar, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri esas olarak uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden borçlar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve uzun vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Naturel Gaz'ın sermaye artışı ve ortak satışı yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde, Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemleri kullanılmıştır. Şirket değerlemesinde İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

Şirket'in özet finansallarını gösteren tablo aşağıdaki gibidir:

(bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Net Satışlar	250.236	433.416	453.389
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
<i>Brüt Kar Marjı %</i>	<i>21,9%</i>	<i>26,4%</i>	<i>26,3%</i>
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
FAVÖK Marjı	15,5%	22,8%	21,2%
Net Kar	-31.943	29.799	90.199
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>-12,8%</i>	<i>6,9%</i>	<i>19,9%</i>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Naturel Gaz'ın 2018 yılında FAVÖK'ü %15,5 marj ile 38,7 milyon TL, 2019 yılında FAVÖK'ü %22,8 marj ile 98,9 milyon TL ve 2020 yılında %21,2 marj ile 96,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in finansal borçlarını gösteren tablo aşağıdaki gibidir:

³ 23 Aralık 2020 tarihinde Socar Turkey LNG Satış A.Ş. ve Naturel Doğalgaz Yatırımları A.Ş., Şirket'in bünyesinde birleşmiştir.

24 Mart 2021

Finansal Borçlar (bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	43.390	39.935	81.191
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864	54.812	32.908
Toplam	116.254	94.747	114.099

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Net Finansal Borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli mali borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmıştır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değerinden düşülmüştür.

Şirket'in net borç hesaplamasını ve borçluluk analizini gösteren tablo aşağıdaki gibidir:

Borçluluk Analizi (bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Finansal yükümlülükler	116.254	94.747	114.099
Hazır Değerler (-)	5.301	10.515	9.058
Net Borç	110.953	84.232	105.041
Toplam Özkaynak	108.881	138.679	233.429
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	102%	61%	45%
Net Borç/FAVÖK	2,9x	0,9x	1,1x

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in net borcu 2018 yıl sonunda 111,0 milyon TL, 2019 yıl sonunda 84,2 milyon TL ve 2020 yıl sonunda 105,0 milyon TL seviyesindedir. Naturel Gaz'ın Net Borç/FAVÖK oranı 2018 yıl sonu itibarıyla 2,9x, 2019 yıl sonunda 0,9x ve 2020 yıl sonu itibarıyla 1,1x olarak gerçekleşmiştir.

Piyasa Çarpanları Yöntemi

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. Piyasa çarpanları yöntemine göre Naturel Gaz'ın Şirket değerlemesi, uluslararası benzer şirketlerin son 12 ay FD/FAVÖK çarpanı ortalaması kullanılarak yapılmıştır. İlgili benzer şirket çarpanları aşağıdaki tablodaki gibidir:

Firma Adı	Ülke	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)
Suchuang Gas Corp.Ltd.	Çin	8,74x
ENN Energy Holdings Ltd.	Çin	13,83x
Xinjiang Torch Gas Co., Ltd.	Çin	8,87x
China Suntien Green Energy Corporation Ltd.	Çin	11,03x
Shandong Shengli Co., Ltd.	Çin	11,54x
Gujarat Gas Ltd.	Hindistan	17,54x
Mahanagar Gas Ltd.	Hindistan	11,19x
Confidence Petroleum India Ltd.	Hindistan	10,84x
Indraprastha Gas Ltd.	Hindistan	22,23x
Korea Gas Corporation	G.Kore	10,07x
Yesco Holdings Co.,Ltd.	G.Kore	14,01x
AS Latvijas Gaze	Letonya	8,15x
Tokyo Gas co.,Ltd.	Japonya	6,54x
Osaka Gas Co.,Ltd.	Japonya	6,63x
Medyan		10,93x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

24 Mart 2021

Çarpan çalışma ile ilgili özet değerlendirme tablosu aşağıdaki gibidir:

FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektörün Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	10,93x
Naturelgaz FAVÖK (milyon TL)	96,2
Firma Değeri (FD; milyon TL)	1.051,4
Net Borç (31.12.2020; milyon TL)	105,0
Piyasa Değeri	946,4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Naturelgaz'ın Son 12 ay FD/FAVÖK çarpanı 10,93x kullanılarak ulaşılan Firma Değeri 1.051,4 milyon TL olup 2020 yıl sonu net borcu düşülmesi ile ulaşılan Piyasa Değeri 946,4 milyon TL'dir.

İNA Yöntemi

Öngörülen satış hacimleri ve satış fiyatları kullanılarak Şirket'in önümüzdeki 10 yıllık gelir projeksiyonları her bir faaliyet kolu için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Şirket'in 2021-2030 döneminde Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve LNG operasyonlarından gelirlerinin yıllık bileşik büyüme oranlarının ("YBBO") aşağıdaki tablodaki gibi olacağı öngörülmüştür:

2021-2030 YBBO	
Dökme CNG	11,6%
Şehir Gazı	17,8%
Oto CNG	9,5%
LNG	9,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Satışların maliyetinin 2021-2030 döneminde satışlara oranı %69-72 seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Pazarlama giderlerinin 2021-2030 döneminde satışlara oranı %7-8 seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Genel yönetim giderlerinin 2021-2030 döneminde satışlara oranı %3 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in işletme sermayesi değişimi/ihtiyacı tahmin edilirken aşağıdaki gün öngörülleri değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır:

Ortalama Tahsil Süresi	54 gün
Ortalama Stok Süresi	13 gün
Ortalama Ticari Borç Devir Süresi	48 gün

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 2021-2030 döneminde ortalama olarak hasılatın %4'ü kadar yatırım harcaması yapacağı öngörülmüştür.

Nakit akım projeksiyonlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir:

24 Mart 2021

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Risksiz Faiz Oranı (%)	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	12,3%
Risk Primi (%)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	17,3%
Borç Primi (%)	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	4,9%
Borçlanma Maliyeti (%)	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	17,2%
Kurumlar Vergisi (%)	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Borç Oranı (%)	41,7%	43,5%	45,2%	46,9%	48,6%	50,3%	52,1%	53,8%	55,5%	57,2%	57,2%
Özkaynak Oranı (%)	58,3%	56,5%	54,8%	53,1%	51,4%	49,7%	47,9%	46,2%	44,5%	42,8%	42,8%
AOSM (%)	17,6%	17,6%	17,5%	17,4%	17,4%	17,3%	17,2%	17,2%	17,1%	17,0%	15,2%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA yönteminde sonsuz büyüme oranı, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak %5,0 olarak kullanılmıştır.

İNA Özeti (milyon TL)

Naturelgaz'ın Firma Değeri	1.401,2
2020 Yıl Sonu Net Borç	105,0
Naturelgaz'ın Piyasa Değeri	1.296,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu varsayımlarla birlikte İNA analizi sonucunda Naturelgaz için Piyasa Değeri 1.296,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

7. Değerleme Sonucu ve Görüş

Şirket değerlemesinde İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemleri %50-%50 olarak eşit ağırlıklandırılmıştır ve Naturelgaz'ın Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 1.121,3 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Naturelgaz Değerleme Sonucu (milyon TL)	Hedef Değer	Ağırlık
İNA	1.296,2	50%
Çarpan analizi	946,4	50%
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.121,3	
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)	11,21	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değerine %24,2 iskonto uygulayarak halka arz iskontosu sonrasında Naturelgaz için fiyat belirlenmiştir. Buna göre 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatı 8,50 TL olarak hesaplanmıştır.

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
Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Fiyatı (TL)	8,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

24 Mart 2021

- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.
- Piyasa Çarpanları ve İNA analizi sonuçlarının eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Piyasa çarpanları yönteminde hisse senedi araştırma kuruluşlarının kapsamında olmadığından dolayı her şirket için 2021-2022-2023 FD/FAVÖK çarpanı tahmini olmaması sebebiyle son 12 ay FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- %24,2 halka arz iskontosunu makul buluyoruz.

Değerlendirmemiz sonucunda %24,2 oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan 8,50 TL hisse başı fiyatı makul buluyoruz.