

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	NTGAZ
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %60 Yurt İçi Kurumsal : %30 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	25-26 Mart 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.018.594 TL
Sermaye Artırımı	14.981.406 TL
Ortak Satışı	16.382.231 TL
Ek Satış	3.136.363 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	115.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	27,27%
Talep Toplama Fiyatı	8,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	266.590.915 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	293.250.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	850.158.049 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	977.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	24,21
FD/FAVÖK 2020	9,93
PD/DD 2020	3,63

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	27,84
FD/FAVÖK 2020	9,93
PD/DD 2020	2,71

## Özet Bilgi

- Naturel gaz, taşınabilir 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 doluluk 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 lisans doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir.
- Dökme CNG faaliyetleri kapsamında Şirket, Türkiye genelindeki 13 adet Endüstriyel CNG doluluk 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 vasıtası ile doğal gazın iletimidir. Şirket, 2017 yılından itibaren ilçelere ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere kullanılmaktadır.
- Şirket, 2011 yılında başladığı Oto CNG faaliyetleri kapsamında da araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışı gerçekleştirmektedir.
- Şirket, Socar Türkiye LNG Satış A.Ş. ve Socar LNG'nin %100 hissedarı Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş.'nin 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, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG doluluk tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz alanında da aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.
- Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %10'unu işletme sermayesi ihtiyacı, %20'sini Socar LNG hisse devrine ilişkin borcun kapatılması, %50'sini altyapı yatırımları (ekipman, yeni tesis, taşıma ünitesi vb.) ve yurt içi inorganik büyüme ve %20'sini ise yurt dışı yatırımları için kullanmayı planlamaktadır.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanları	
İşletme Sermayesi İhtiyacı	10%
Socar LNG hisse devrine ilişkin borç kapama	20%
Altyapı güçlendirilmesi ve yatırımı (Kapasite artışı, ekipman, yeni tesis vs.) ile inorganik büyüme	50%
Uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurt dışı yatırımlar	20%

## Ortaklık Yapısı

Naturel gaz Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
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%	0	0,00%	0	0,00%
Kanat Emiroğlu	236.134	0,24%	0	0,00%	0	0,00%
Halka Açık Kısım		0,00%	31.363.637	27,27%	34.500.000	30,00%
<b>Toplam</b>	<b>100.018.594</b>	<b>100,0%</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100,0%</b>

## Mali Tablolar

<b>Naturel Gaz Bilanço (TL)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>50.016.394</b>	<b>76.942.334</b>	<b>117.486.522</b>
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
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>1.165.627</i>	<i>490.173</i>	<i>361.699</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>29.053.091</i>	<i>48.418.732</i>	<i>71.585.496</i>
Diğer Alacaklar	849.519	767.610	12.136.167
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>849.519</i>	<i>767.610</i>	<i>12.136.167</i>
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
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>207.483.256</b>	<b>196.999.055</b>	<b>284.078.787</b>
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	
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>257.499.650</b>	<b>273.941.389</b>	<b>401.565.309</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>75.156.228</b>	<b>79.658.428</b>	<b>129.404.838</b>
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
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>959.464</i>	<i>260</i>	<i>411.930</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>19.444.535</i>	<i>34.671.569</i>	<i>45.163.526</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	294.404	354.691	449.617
Diğer Borçlar	8.315.487	2.415.864	926.588
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>6.963.911</i>		
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>1.351.576</i>	<i>2.415.864</i>	<i>926.588</i>
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
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>73.462.808</b>	<b>55.603.551</b>	<b>38.224.056</b>
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
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>108.880.614</b>	<b>138.679.410</b>	<b>233.936.415</b>
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.018.594
Kar veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel.	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
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>257.499.650</b>	<b>273.941.389</b>	<b>401.565.309</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Naturel Gaz Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020
Hasılat	250.235.590	433.416.282	453.388.932
Yıllık Değişim		73,2%	4,6%
Satışların Maliyeti (-)	-195.410.738	-319.149.563	-334.013.584
Yıllık Değişim		63,3%	4,7%
<b>Brüt Kar</b>	<b>54.824.852</b>	<b>114.266.719</b>	<b>119.375.348</b>
Yıllık Değişim		108,4%	4,5%
Brüt Kar Marjı	21,9%	26,4%	26,3%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.865.042	-12.114.419	-11.262.456
Pazarlama Giderleri (-)	-26.788.731	-31.332.101	-39.488.502
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>17.171.079</b>	<b>70.820.199</b>	<b>68.624.390</b>
Yıllık Değişim		312,4%	-3,1%
Faaliyet Kar Marjı	6,9%	16,3%	15,1%
Amortisman	21.613.024	28.118.957	27.550.235
<b>FAVÖK1</b>	<b>38.784.103</b>	<b>98.939.156</b>	<b>96.174.625</b>
Yıllık Değişim		155,1%	-2,8%
FAVÖK1 Marjı	15,5%	22,8%	21,2%
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
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>13.432.537</b>	<b>70.008.789</b>	<b>68.036.789</b>
Yıllık Değişim		421,2%	-2,8%
<b>FAVÖK2</b>	<b>35.045.561</b>	<b>98.127.746</b>	<b>95.587.024</b>
Yıllık Değişim		180,0%	-2,6%
FAVÖK2 Marjı	14,0%	22,6%	21,1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		210.583	55.085.696
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>13.432.537</b>	<b>70.219.372</b>	<b>123.122.485</b>
Finansman Gelirleri	158.334	273.762	1.428.210
Finansman Giderleri (-)	-55.155.222	-32.881.058	-34.833.013
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>-41.564.351</b>	<b>37.612.076</b>	<b>89.717.682</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	9.621.121	-7.813.280	481.003
Dönem Vergi Gideri		-3.070.048	
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	9.621.121	-4.743.232	481.003
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>-31.943.230</b>	<b>29.798.796</b>	<b>90.198.685</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Vakıf Yatırım, Naturelgaz'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Naturelgaz özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Vakıf Yatırım tarafından Naturelgaz'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören uygun bir benzer şirket bulunmadığı değerlendirilmiş ve yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına çalışmada yer verilmemiştir. Uluslararası benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin 24 Şubat 2021 tarihi itibarıyla ortalama Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Vakıf Yatırım, Şirket'in son 12 aydaki performansının da etkilerini çalışmaya yansıtma adına çalışmada benzer şirketlerin yalnızca son 12 aylık çarpanlarını kullanmıştır.

## Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

- Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan analizinde Naturelgaz ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş şirketlerin 24 Şubat 2021 tarihli değerler ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak hesaplamada kullanılmıştır. Naturelgaz için 10,93 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.

Şirketler	Ülke	FD/FAVÖK *
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
<b>Medyan</b>		<b>10,93x</b>
<b>Naturelgaz FD/FAVÖK Çarpanı</b>		<b>10,93x</b>

Kaynak: Naturelgaz Fiyat Tespit Raporu

\* Son 12 Aylık FD/FAVÖK değerleridir.

Yurt Dışı Çarpan Analizi	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	10,93
FAVÖK (mn TL)	96,2
Firma Değeri (TL)	1.051,5
Net Borç	105,0
Piyasa Değeri	946,4
<b>Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>9,46</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodu, 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket'in ileriye dönük satış tahminlerinin hesaplanmasında "yukarıdan aşağı yaklaşımı (Top-Down approach)" kullanılarak ilk önce Türkiye CNG Pazarına istinaden tahminler oluşturulmuştur. Türkiye CNG Pazarına ilişkin ileriye dönük tahminler oluşturulurken projeksiyon dönemindeki ortalama büyüme oranının, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak TCMB'nin uzun dönemdeki GSYH büyüme rakamı olan %6'ya yakınsayacağı varsayılmıştır. Bu bağlamda yapılan çalışmada 2021-2030 döneminde toplam CNG pazarının bileşik büyüme oranının %6,0 olacağı varsayılmış olup aynı dönem için Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG pazarlarının yıllık bileşik büyüme oranları ise sırasıyla %6,1, %6,3, %3,9 ve %0,2 olacağı öngörülmüştür. Şirket'in 2021-2030 dönemi için Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve LNG (sıvılaştırılmış doğal gaz) yıllık gelirlerinin ortalama büyümelerinin sırasıyla %11,6 , %17,8 , %9,5 , %9,0 olacağı varsayılmıştır.
- **Satışların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri:** İleriye yönelik hasılat tahminlerinde kullanılan satış fiyatı varsayımlarında ana unsur olarak Şirket'in gaz maliyeti öne çıkmaktadır. Gaz maliyeti hesaplanmasında BOTAŞ'tan doğal gaz alımı maliyetlerinin ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri yansıtılarak Şirket'in doğal gaz maliyeti hesaplanmıştır. BOTAŞ doğal gaz alım maliyetleri hesaplanırken hem sektör dinamiklerini hem de kurlardaki etkileri de çalışmaya yansıtılmak adına geçmiş ve mevcut dönemlere ait BOTAŞ, Dünya Bankası ve IMF verileri dikkate alınmıştır. ÖTV için tahmin aralığında bir değişiklik öngörülmektedir. Ulaşım, yakıt, bakım ve onarım giderleri gibi maliyet kalemleri ileriki dönemlere yönelik projeksiyonları oluşturulurken bu giderlerin geçmiş yıllar ciroya oranları dikkate alınmıştır. Personel, kira ve sigorta giderleri gibi sabit maliyetler için enflasyon ve kur tahminlerindeki artışlar dikkate alınmıştır. Yeni tesislerin açılması ile mevcuttaki tesislere uzak olan müşteriler için harcanan lojistik giderlerinin azaltılması planlanmaktadır. Aralık 2020'de Socar LNG birleşmesinin tamamlanmasıyla beraber Naturel Gaz bünyesinde 2 adet yeni endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet oto CNG istasyonu daha katılmış olup, bunların yanında ayrıca çok sayıda LNG tankerleri, tankları ve ekipmanları da Şirket'e kazandırılmıştır. Socar LNG devralınmasıyla beraber gelecek olan hacim artışı ile CNG ve LNG doğal gaz alım maliyetleri kaleminde yükseliş öngörülmekte olup özellikle 2021 yılında bir önceki yıla göre satışlara paralel olarak satışların maliyetlerinde artış yaşanacağı öngörülmektedir. Türkiye genelinde hayata geçirilen Periyodik Bakım Projesi ile birlikte çekici, dorse ile CNG ve LNG taşıma ünitelerinin bakım maliyetlerinde azalma beklenmektedir. Şirket'in planladığı teknik ve operasyonel iyileşmeler ve enflasyondaki beklentilerin düşmesi ile birlikte maliyet kalemlerinde satışlara oranla kademeli olarak iyileşme yaşanacağı öngörülmekte olup tarafımızca makul görülmektedir.

- **İşletme Sermayesi:** Ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç devir sürelerinin önümüzdeki 10 yıl boyunca ortalama olarak sırasıyla 54 gün, 13 gün ve 48 gün seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket'in önümüzdeki 10 yıllık dönem içinde ortalama olarak hasılatın %4'ü kadar yatırım harcaması öngörülmektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Vakıf Yatırım, İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık faizi baz alınmıştır. Hesaplama, 6 aylık ortalama faizler ile 25 Şubat 2021 tarihi itibarıyla geriye yönelik veriler kullanılmıştır. 10 yıllık tahvil faizinin ilgili tarih itibarıyla getirisi %13,15, son 6 aylık ortalama getirisi ise %13,27'dir. Vakıf Yatırım, değerlendirme çalışmasında son 6 aylık ortalama olan %13,27 oranını baz almış olup tarafımızca makuldür. Bununla birlikte Türkiye Cumhuriyet tahvillerinin faizleri değerlendirme raporu sonrasında yukarı yönlü bir seyir izlemiş olup 24 Mart 2021 itibarıyla 10 yıllık tahvil faizi %17,77 olmuştur.
  - **Sermaye piyasası risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Şirket için hesaplanan 0,52x kaldıraçlı beta yerine muhafazakar bir yaklaşımla Şirket'in betası 1,0x olarak baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti:** 2021-2030 dönemi için %19,3, uç değer için %17,3 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in son açıklanan finansalları üzerinden uzun ve kısa vadeli yerli ve yabancı para bazlı borçları için uygulanan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması alınarak %18-19 civarı tahmin edilmiştir. Buna bağlı olarak uzun vadeli dönemde Şirket'in risksiz faiz oranı üzerinden 2021-2030 dönemi için +590 baz puan, uç değer için +490 baz puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmıştır.
  - **Özkaynak Oranı:** %69,59 olarak kullanılan özkaynak oranı, tarafımızca finansal borçlar ve özkaynak içerisindeki payının alınmasıyla %46,46 olarak hesaplanan değerden yüksek olması sebebiyle tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %16,93 olarak hesaplanmıştır.
  - **Kurumlar Vergisi:** 2021-2030 dönemi için %20,0 baz alınmıştır.
  - **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):** "Özsermaye Oranı X Özsermaye Maliyeti + Borçlanma Oranı X Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti" formülü ile hesaplanması yapılmıştır. Şirket'in hem yurt dışında hem de yurt içindeki büyüme hedefleri çerçevesinde uzun vadeli yatırım planları göz önünde bulundurulduğunda, uzun dönemde daha yüksek borçluluk oranının oluşabileceği, bunun da AOSM'de ve Şirket özsermaye değerinde olumlu etki yaratacağı değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, değerlendirme çalışmasında 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. Böylelikle AOSM'nin 2021-2030 dönemi için %17,3 civarında, uç değer hesabında ise %15,2 civarında olacağı öngörülmüştür.
  - **Uç değer Büyüme Oranı:** Ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak %5 olarak kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
- Sonuçta Naturel Gaz'ın halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri hesaplanırken İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerine eşit ağırlık verilmiş olup tespit edilen özsermaye değeri 1.121,3 mn TL'dir. Bu özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatı ise 11,21 TL olarak hesaplanmıştır.

### Duyarlılık Analizi

Vakıf yatırım tarafından yapılan duyarlılık analizine göre risksiz getiri oranının %11,3 - %15,3 aralığında ve uç değer büyüme oranının (sonsuz büyüme oranı) %3,0 - %7,0 aralığındaki değişimlere göre şirket değeri 1.062,9 mn TL ile 1.690,8 mn TL aralığında, baz senaryoda ise 1.294,3 mn TL bulunmuştur.

Naturel gaz Duyarlılık Analizi						
Milyon TL	Baz Değer 1.294	Risksiz Getiri Oranı				
		11,3%	12,3%	13,3%	14,3%	15,3%
Uç Değer Büyüme Oranı	3,0%	1.299,9	1.233,6	1.172,4	1.115,6	1.062,9
	4,0%	1.369,4	1.295,7	1.228,0	1.165,5	1.107,8
	5,0%	1.453,8	1.370,4	1.294,3	1.224,7	1.160,7
	6,0%	1.558,2	1.462,0	1.375,1	1.296,1	1.224,1
	7,0%	1.690,8	1.577,0	1.475,3	1.384,0	1.301,5

Kaynak: Naturel gaz Fiyat Tespit Raporu

### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (mn TL)	Ağırlık	Şirket Değeri
İNA	50%	1.296,2
Çarpan Analizi	50%	946,4
<b>Piyasa Değeri</b>		<b>1.121,3</b>
<b>Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>11,21</b>
Halka Arz İskonto Oranı		24,20%
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>		<b>8,50</b>

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	24,21
FD/FAVÖK 2020	9,93
PD/DD 2020	3,63

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	27,84
FD/FAVÖK 2020	9,93
PD/DD 2020	2,71

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %24,20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 8,50 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.



## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Naturel gaz'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Naturel gaz özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Vakıf Yatırım tarafından Naturel gaz'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören uygun bir benzer şirket bulunmadığı değerlendirilmiş ve yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına çalışmada yer verilmemiştir. Uluslararası benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin 24 Şubat 2021 tarihi itibarıyla ortalama Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Bunların beraber yurtiçi yatırımcı bakış açısını gösterebilmek adına Sınai Endeks ve/veya imalat sektörü çarpanlarının da değerlendirilmesinde kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Naturel gaz halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı medyanı ve 24 Şubat 2021 verileri son 12 ay olarak kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanı piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan bir çarpan olmasına rağmen Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının kullanılmaması bir eksiklik olarak addediyoruz. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmış olmasını makul bulmaktayız.
- Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan analizinde Naturel gaz ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş şirketlerin 24 Şubat 2021 tarihli değerler ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak 10,93 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır.
- Ciro kanadında, Türkiye CNG Pazarına ilişkin ileriye dönük tahminler oluşturulurken projeksiyon dönemindeki ortalama büyüme oranının, ülke ekonomisinin uzun vadeli büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak TCMB'nin uzun dönemdeki GSYH büyüme rakamı olan %6'ya yakınsayacağı varsayılmıştır. Bu bağlamda yapılan çalışmada 2021-2030 döneminde toplam CNG pazarının bileşik büyüme oranının %6,0 olacağı varsayılmış olup aynı dönem için Dökme CNG, Şehir Gazı CNG, Oto CNG ve LNG pazarlarının yıllık bileşik büyüme oranları ise sırasıyla %6,1, %6,3, %3,9 ve %0,2 olacağı öngörülmüştür. Şirket'in 2021-2030 dönemi için Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve LNG (sıvılaştırılmış doğal gaz) yıllık gelirlerinin ortalama büyümelerinin sırasıyla %11,6, %17,8, %9,5, %9,0 olacağı varsayılmıştır. Naturel gaz'ın pazarın üzerinde gerçekleştireceği tahmin edilen büyüme oranlarını makul buluyoruz.
- Şirket, gelecekte planladığı altyapı yatırımları ve inorganik büyüme paralelinde öngörülen maliyet artışlarını makul görüyoruz.
- Ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç devir sürelerinin önümüzdeki 10 yıl boyunca ortalama olarak sırasıyla 54 gün, 13 gün ve 48 gün seviyelerinde gerçekleşeceği öngörüsünü makul buluyoruz.
- Şirket'in önümüzdeki 10 yıllık dönem içinde ortalama olarak hasılatın %4'ü kadar yatırım harcaması öngörülmektedir.

- Vakıf yatırım tarafından yapılan duyarlılık analizine göre risksiz getiri oranının %11,3 - %15,3 aralığında ve uç değer büyüme oranının (sonsuz büyüme oranı) %3,0 - %7,0 aralığındaki değişimlere göre şirket değeri 1.062,9 mn TL ile 1.690,8 mn TL aralığında, baz senaryoda ise 1.294,3 mn TL şirket değeri bulunmuştur. Bulunan değerleri tarafımızca makul buluyoruz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %24,20'lik iskontonun makul olduğunu, artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekle beraber raporun hazırlanma tarihinden sonra yurtiçi piyasalarda yaşanan dalgalanma neticesinde BİST Endekslerinde geri çekilme ve tahvil faizlerinde yukarı yönlü hareketler görülmüştür. Piyasa çarpanları düşerken risksiz getiri oranlarındaki yukarı yönlü hareket İNA'dan hesaplanan değerleri aşağı çekmektedir. Vakıf Yatırım'ın analizine göre risksiz getiri oranında oluşacak 100 baz puanlık bir hareket Şirket'in piyasa değerini ortalama 73 milyon TL etkilemektedir. Değerlemede kullanılan %13,3'lük 10 yıllık tahvil faizi mevcut durumda %17,67'ye yükselmiştir. 437 baz puanlık bir artış İNA'dan hesaplanan değeri yaklaşık 320 milyon TL aşağı çekecek ve 974 milyon TL'ye gerilmesine sebep olacaktır. Yurtiçi çarpanların değerlendirilmesinde kullanılmamış olmasına rağmen düştüğü de göz önünde bulundurulduğunda çarpan değerinin de %10 düşerek 851,8 milyon TL olduğu varsayımında şirket için hesaplanan halka arz öncesi piyasa değeri 913,9 milyon TL ve pay başı değer 9,14 TL olmaktadır. Pay başı talep toplama fiyatı olan 8,50'ye göre iskonto oranı %24,20'den %7'ye gerilemektedir. Değişen konjonktürün değerlemeye etkisi de göz önünde bulundurulduğunda halka arz fiyatının hala %7 iskontolu olması nedeniyle 8,50 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.