

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

 **NATURELGAZ**



 BİR GLOBAL
İŞTİRAKİDİR

İçindekiler	Sayfa
Şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Halka Arz Özeti	6
Kullanılan Değerleme Yöntemleri	9
Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş	12
Finansal Tablolar	13
Uyarı Notu	15

Şirket Hakkında

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş., taşımali doğal gaz sektöründe (CNG/ LNG) faaliyet göstermektedir. Şirket, endüstriyel alanda CNG ve LNG ürünleri tedarik etmekte olup, aynı zamanda araçlara CNG ürünü tedarigi gerçekleştirmektedir. CNG ve LNG sistemleri, boru hattının ulaşmadığı veya ulaşmasının ekonomik açıdan uygun olmadığı bölgelerdeki doğal gaz arzını karşılamak için kullanılmaktadır.

Şirket, 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-%50 ortaklığı ile kurulmuştur. 2011 yılında, Çalık Grubu'nun hisseleri, STFA Grubu (%25) ve Global Yatırım Holding (%25) tarafından alınmıştır. 2012 yılı itibarıyla, Global Yatırım Holding STFA Grubu'nun ve Goldenberg ailesinin belirli hisselerini de alarak payını %80'e yükseltmiştir. Akabinde, Şirket'te gerçekleştirilen sermaye artırımlarına yalnızca Global Yatırım Holding'in katılması ve Şirket'in Socar Turkey LNG Satış A.Ş. ve Naturel Doğal Gaz Yatırımları A.Ş. ile Şirket bünyesinde birleşmesi sonucunda Şirket'te yapılan sermaye artırımını ile birlikte artırılan payların birleşme işlemi gereğince Global Yatırım Holding A.Ş.'ye verilmesi suretiyle, Global Yatırım Holding, Şirket'teki sermayesini artırmış olup, mevcut durumda Şirket'in %95,50 oranında pay sahibidir.

CNG sistemi: Bu sistemde doğal gaz, boru hattından çekilerek özel kompresörler ile Şirket'in dolum tesislerinde 200 bar basınca kadar sıkıştırılmakta ve CNG stok ünitelerinin (paletlerin) içine yerleştirilmiş tüplere doldurularak CNG taşıma üniteleri ile müşteri sahalarına taşınmaktadır. Müşteri sahasında kurulmuş olan basınç düşürücü sistem vasıtası ile 2-8 bar aralığında müşteri kullanımına sunulmaktadır.

LNG sistemi: Doğal gaz, atmosfer basıncında -162°C'a kadar soğutulduğunda yoğunlaşarak sıvı faza geçmekte ve "Sıvı Doğal Gaz" (LNG -Liquified Natural Gas) olarak adlandırılmaktadır. LNG, sıvı fazda bir yakittir, sıvı fazında taşınmakta ve depolanmaktadır. Tüketime ise gaz fazında sunulmaktadır. Doğal gazın boru hatlarıyla taşınmasının teknik ve ekonomik anlamda mümkün olmadığı yerlere, gemi ve kara tankerleriyle doğal gaz tedarigi sağlanmaktadır.

Şirket, CNG ürününde; 13 adet endüstriyel CNG dolum 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 ürününde; 6 LNG Kara Tankeri, 44 adet LNG stok tankı ve 94 adet buharlaştırıcı ile müşterilerine LNG tedarik etmektedir.

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 konularını etkileyen faktörler şunlardır: Doğal gaza olan talep; EPDK tarafından yayınlanan regülasyonlar; Kamu kurumlarının alt yapı yatırımları, azalan hızına rağmen boru hattı yatırımları, pandeminin seyri; Türkiye'de orijinal ekipman üreticileri (OEM) tarafından yapılacak CNG'li araç üretimleridir.

Şirket'in iş kolları

Dökme (Endüstriyel) CNG: Sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, oteller, ısınma ihtiyacı olan kurumlar gibi doğal gaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi faaliyetleridir. 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 doğal gaz tedarik etmektedir. 2021 yılı itibari ile toplam 303 adet müşteri sahasında Şirket'e ait basınç düşürme sistemi yatırımları bulunmaktadır.

Dökme (Endüstriyel) LNG: Dökme CNG ile aynı iş kollarında kullanılmaktadır ve doğal gaz ihtiyacı olup boru hattına ulaşımı olmayan tüketicilere LNG tankerleri ile doğal gazın iletimi, müşteri işletmesine kurulan stok tankları ve evaporatör (gazlaştırıcı) marifetiyle doğal gazın kullanıma sunulması faaliyetleridir. İzahname tarihi itibarıyla 17 adet müşteri sahasında Şirket'e ait LNG stok tankı, evaporatör ve diğer LNG ekipmanı yatırımı bulunmaktadır.

Şehir Gazı: Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG ve LNG ürünü ile doğal gazın taşınarak iletimi faaliyetleridir. Doğal gazın kullanılacağı ilçe ve beldelerin CNG dolum tesislerine mesafesi, yol şartları ve kullanım miktarlarına bağlı olmak üzere Şehir Gazı operasyonu CNG veya LNG ile yapılmaktadır. Ürün cinsine, Bölge Doğal Gaz Dağıtım şirketleri karar vermekte ve ihaleye çıkarak yüklenici firmayı seçmektedir. Her iki ürünün de ilgili ihale için uygun olduğunun düşünülmesi durumunda Bölge Doğal Gaz Şirketleri her iki ürünü de ihale şartnamesine koyabilmektedir.

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 de kullanmaktadır. Şirket, 2020 yıl sonu itibarıyla ekonomik veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan yaklaşık 1,1 milyon kişinin yaşadığı 51 ilçe ve beldeyi taşıma sistemi kullanarak CNG ile ikmal etmiştir.

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

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.

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 faaliyetleridir.

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.

Halka Arz Özeti

- Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ödenmiş sermayesi 100.018.594,00 TL olup, şirketin en büyük ortağı Global Yatırım Holding A.Ş. 95.515.009,49 TL (%95,50) paya sahiptir. Sermaye artırım ve ortak satışı yoluyla halka arz edilen A grubu payların nominal değeri 31.363.637,00 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %27,7 olacaktır.
- Şirket'in 100.018.594TL olan çıkarılmış sermayesi, 14.981.406,00TL artırılarak 115.000.000TL'ye çıkarılmaktadır. Şirket'in ana ortağı Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 16.146.097,32 TL nominal değerli 16.146.097,32 adet pay ve pay sahibi Kanat Emiroğlu'na ait 236.133,68 TL nominal değerli 236.133,68 adet A grubu pay halka arz edilmektedir.
- Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam halka arz edilen payların %10'una tekabül eden 3.136.363,00TL nominal değerli 3.136.363,00 adet payın, dağıtım tabii tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışa konu bu payların mevcut çıkarılmış sermayeye oranı %3,14 iken, bu oran sermaye artışı sonrasında %2,73 olacaktır. Ek Satışa Konu Paylar'ın tamamının ek satış kapsamında satılması halinde halka arz edilecek payların nominal değeri toplam 34.500.000TL, temsil ettikleri çıkarılmış sermaye oranı %30 olacaktır.

İhraççı	Naturelgaz Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Büyüklüğü	Mevcut Ödenmiş Sermaye: 100.018.594TL nominal Sermaye Artırımı: 14.981.406TL nominal Ortak Satış: 16.382.231 TL nominal Ek Satış: 3.136.363TL nominal Toplam Halka Arz Edilecek Paylar (Ek Satış Hariç): 31.363.637TL nominal Toplam Halka Arz Edilecek Paylar (Ek Satış Dahil): 34.500.000TL nominal
Halka Açıklık Oranı	%27,27 (Ek satış olması durumunda %30,00)
Talep Toplama Tarihi	25-26 Mart 2021
Halka Arz Fiyatı	8,50TL
Konsorsiyum Liderleri	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Lider), Global Menkul Değerler A.Ş. (Eş lider)
Arz Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Satmama Taahhüdü	Global Yatırım Holding A.Ş. ve Şirket; 180 gün boyunca dolaşımdaki pay miktarını artırmama Global Yatırım Holding A.Ş.; 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan satmama

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermayede ki Payı (TL)	Sermayede ki Payı (%)	Sermayede ki Payı (TL)	Sermayede ki Payı (%)	Sermayede ki Payı (TL)	Sermayede ki Payı (%)
Global Yatırım Holding A.Ş.	95,515,009	95.50%	83,636,363	72.73%	80,500,000	70.00%
Aksel Goldenberg	4,267,451	4.27%	0	0.00%		0.00%
Kanat Emiroğlu	236,134	0.24%	0	0.00%		0.00%
Halka Açık			31,363,637	27.27%	34,500,000	30.00%
Sermaye Artışı			14,981,406	13.03%	14,981,406	13.03%
Ortak Satışı			16,382,231	14.25%	19,518,594	16.97%
Toplam	100,018,594	100.0%	115,000,000	100.0%	115,000,000	100.0%

Kaynak: Şirket İzahname, Garanti BBVA Yatırım

- Şirket hissedarlarından Aksel Goldenberg, Şirket sermayesinde sahip olduğu payların tamamını halka arz esnasında satmak niyetindedir. Ancak; hissedar Aksel Goldenberg'e ait paylar C grubu imtiyazlı paylardır. Sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek imtiyazsız A grubu payların ve Satan Ortaklar'ın satacakları imtiyazsız A grubu payların halka arzının yanısıra Aksel Goldenberg'e ait imtiyazlı C grubu payların satışının da söz konusu olması halinde halka arzda ikinci bir işlem sırası açılmasının önüne geçmek için Aksel Goldenberg'in Şirket sermayesinde sahip olduğu ve satmayı istediği tüm imtiyazlı C grubu payların nominal adedine eşit adette belirlenecek imtiyazsız A grubu paylar, hissedarlardan Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından satılacak imtiyazsız A grubu paylara eklenecek ve bu payların satışı Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından, Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait imtiyazsız A grubu paylardan yapılacaktır.
- Aksel Goldenberg ile Şirket hissedarlarından Global Yatırım Holding A.Ş. arasında 10.08.2020 tarihinde imzalanan Sözleşme uyarınca; Aksel Goldenberg Şirket paylarının Borsa İstanbul pazarlarından birinde işlem görmeye başladığı ilk gün, sahibi olduğu C grubu imtiyazlı payları halka arz fiyatı üzerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye borsa dışında devredecek, Global Yatırım Holding A.Ş. de bu paylara denk gelen net halka arz gelirini (bu paylara denk gelen aracı kurum halka arz komisyonu düşüldükten sonra) Aksel Goldenberg'e ödeyecektir. Böylelikle Aksel Goldenberg halka arz ile birlikte Şirket'in sermayesinde sahip olduğu tüm payları satmış ve hissedarlıktan çıkmış olacaktır.

- Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından, Şirket hisselerinin Borsa İstanbul pazarlarından birinde işlem görmeye başladığı ilk gün Aksel Goldenberg'ten iktisap edilen C Grubu imtiyazlı paylar, başka herhangi bir işleme gerek olmaksızın kendiliğinden A Grubu imtiyazsız paylara dönüşecek ve böylece Naturelgaz'ın sermayesinde imtiyazlı pay kalmayacaktır.

Halka Arz Gelirinin 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.
- Şirket, Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması sebebiyle herhangi bir gelir elde etmeyecek olup, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek Yeni Paylar'ın halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir.
- Şirket, sermaye artışı sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerini aşağıdaki alanlarda kullanacaktır:

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması	10
Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin Şirket bünyesine katılması işlemini sonucu oluşan ek banka borcunun kapatılması	20
Şirket'in CNG, LNG ve Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesini genişletmesi için ekipman ve taşıma ünitesi yatırımlarının yapılması, mevcut Endüstriyel CNG tesis altyapısının güçlendirmesi, yeni Endüstriyel CNG tesisleri açılması, Oto CNG istasyon sayısının artırılması ve Kuyu CNG operasyonlarının geliştirilmesi. Ek olarak, Şirket'in CNG, LNG ve Oto CNG alanlarında yurt içinde inorganik büyümesi için yatırım yapılması	50
Şirket'in uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurt dışında yatırım yapılması	20
Toplam	100

Kaynak: Şirket İzahname, Garanti BBVA Yatırım

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş için yapılan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) ve Piyasa Çarpanları Analiz yöntemleri kullanılmıştır. Hedef öz sermaye değeri hesaplanmasında her iki yöneteme, İNA tarafından hesaplanan değere %50 ve çarpan bazlı değerlemeye %50 ağırlık eşit ağırlık verilmiştir. İNA değerlemesinde projeksiyon dönemi 2021-2030 yılları olarak alınmış olup ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve bu nakit akımlar ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugünkü değerine indirgenmiştir.
- İNA gelir projeksiyonlarında, her bir faaliyet kolu için önümüzdeki 10 yıllık gelir projeksiyonları ayrı ayrı hesaplanmıştır. Buna göre, 2021-2030 döneminde Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve LNG operasyonlarından gelirlerin YBBO’ları sırasıyla %11,6, %17,8,% 9,5 ve %9,0 olacağı öngörülmüştür.
- Naturelgaz, LNG iş kolunda da faaliyetlerini artırmak istemektedir. Bu doğrultuda, şirket, Socar LNG ve Socar LNG’nin %100 hissedarı Naturel Doğal Gaz’ın 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 dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmıştır. Hisse devir işlemi 2020 yılı sonunda tamamlandığı için Socar LNG’nin katkısı değerlemeye yansıtılmıştır.
- 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 şehrin bir tarafına CNG ile doğalgaz dağıtımını yapmak üzere bir iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Covid-19 pandemisi ve seyahat kısıtlamaları sebebi ile projeye henüz başlanmamış olması nedeniyle değerlemeye dahil edilmemiştir.
- Şirketin satışlarının maliyeti içinde en önemli kalem doğal gaz alım maliyetidir. Şirket’in birim doğal gaz maliyeti BOTAŞ’tan alım maliyetine ÖTV ve sistem kullanım maliyetleri eklenerek hesaplanmıştır. Ulaşım giderleri, yakıt giderleri ve bakım onarım giderleri gibi maliyet kalemlerinin projeksiyonları oluşturulurken, bu maliyet kalemlerinin geçmiş yıllardaki ciroya oranları dikkate alınmıştır. Personel gideri, kira gideri ve sigorta giderleri gibi sabit maliyetler içinse ileriki dönemler için oluşturulan enflasyon ve kur tahminlerindeki artışlar dikkate alınmıştır.

- İşletme sermayesini tahmininde geçmiş dönem ve son 12 aydaki süreler dikkate alınmıştır. Buna göre, işletme sermayesi tahminlerinde ortalama tahsil, ortalama stok ve ortalama ticari borç devir sürelerinin önümüzdeki 10 yıl boyunca sırasıyla 54 gün, 13 gün ve 48 gün seviyelerinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Şirket'in geçmiş yıl yatırım harcamalarının hasılatı oranı ve büyüme planları dikkate alınarak, önümüzdeki 10 yıllık dönemde ortalama olarak hasılatın %4'ü kadar yatırım harcaması öngörülmektedir.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında Risksiz faiz oranı olarak %13,27 kullanılmış ve Türkiye'deki 10 yıllık tahvil oranındaki değişimler dikkate alınmıştır. Piyasa risk primi %6 olarak kullanılmıştır. Beta katsayısı, Şirket'in düşük borçluluk yapısı ve iş modeline rağmen muhafazakâr olmak adına Şirket'in en az piyasa portföyü kadar hareket edeceği varsayılmış ve Beta 1,0x olarak alınmıştır.
- Şirket'in öz sermaye maliyeti 2021 -2030 yılları arasında %19,3, borçlanma maliyetinin risksiz faiz oranı üstünden aynı dönem için +590 baz puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmıştır. 2021-2030 yılları arasındaki vergi oranı %20 olarak kullanılmıştır. Yukardaki varsayımlar ışığında 2021-2030 dönemi için AOSM % 17,3 olarak hesaplanmıştır. INA yönteminde sonsuz büyüme oranı %5,0 olarak kullanılmıştır.
- Piyasa Çarpanları yönteminde, benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FVAÖK rakamının karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve Firma Değeri/FVAÖK (FD/FVAÖK) çarpanı, çarpan analizinde kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları yönteminde, yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören uygun bir şirket bulunmadığı değerlendirilmiş ve yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına değerlemede yer verilmemiştir. Piyasa Çarpanları Analiz Yönteminde, yurt dışı karşılaştırılabilir şirketlerin yalnızca son 12 aylık çarpanları baz alınmıştır. Bu çerçevede Naturelgaz'ın son 12 aylık finansal sonuçları kullanılmıştır.
- Sonuç olarak her iki değerlendirme yöntemine eşit ağırlık verilerek, çarpan bazlı değerlemelere %50 ve İndirgenmiş nakit akımı bazlı değerlemeye %50 ağırlık verilerek ulaşılan halka arz öncesi hedef değer 1.121,3mn TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değer ise 11.21TL olarak hesaplanmıştır. **Bulunan hedef piyasa değerine %24,2 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına değer ve halka arz fiyatı 8,50TL olarak hesaplanmaktadır.**

Karlılık Göstergeleri (bin TL)	2018	2019	2020
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
Brüt Kar Marjı	21,9%	26,4%	26,3%
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
FAVÖK Marjı	15,5%	22,8%	21,2%
Net Kar	-31.943	29.799	90.199
Net Kar Marjı	-12,8%	6,9%	19,9%

Kaynak: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Uluslararası Benzer Şirket Çarpan Analizi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	FD/FAVÖK
Suchuang Gas Corporation Limited	Çin	239	8,7
ENN Energy Holdings Limited	Çin	17.124	13,8
Xinjiang Torch Gas Co	Çin	232	8,9
China Suncien Green Energy Corp	Çin	2.964	11,0
Gujarat Gas Limited	Hindistan	4.664	17,5
Mahanagar Gas Limited	Hindistan	1.539	11,2
Confidence Petroleum India Limited	Hindistan	154	10,8
Indrapraszha Gas Limited	Hindistan	4.908	22,2
Korea Gas Corporation	Güney Kore	2.521	10,1
Yaeco Holdings Co.	Güney Kore	130	14,0
AS Latvijas Gaze	Letonya	529	8,2
Tokya Gas Co	Japonya	9.559	6,5
Osaka Gas Co	Japonya	7.711	6,6

Sektör FD/FVAÖK Çarpanı (Medyan)	10,93
Naturelgaz FAVÖK (mn TL)	96,2
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç (mn TL)	105
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4
Pay başına değer	9,46

Kaynak: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

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

Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat (TL)	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)	1.121,3
Halka Arz İskonto Oranı	24,2%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (mn TL)	849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş

- INA değerlemesinde projeksiyon döneminin 2021-2030 arasında olmasını yeterli buluyoruz. Gelir projeksiyonlarında, şirketin her bir faaliyet kolu için ayrı ayrı hesaplanmasını, Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve LNG operasyonlarından gelirlerin YBBO'larının sırasıyla %11,6, %17,8,%9,5 ve %9,0 olarak hesaplanmasını makul buluyoruz.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz faiz oranı %13,27 olarak kullanılmıştır. Hesaplama, anlık faiz oranı yerine 6 aylık ortalama gösterge faiz oranı dikkate alınmasını makul buluyoruz. Beta katsayısı olarak 1.0 olarak kullanılmasını uygun olduğunu düşünüyoruz. Net işletme sermayesi hesaplanmasında kullanılan ortalama gün sayıları, geçmiş dönemler ile karşılaştırıldığında makuldür.
- Çarpan analizi yönteminde, yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren ve BIST'te işlem gören uygun bir şirket bulunmadığı için yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına değerleme yer verilmesinin, FD/FAVÖK çarpanının esas alınmasının ve şirketlerin çarpanlarında medyan kullanılmasının, değerlemeyi daha makul yaptığını düşünüyoruz.
- **Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda (FTR) değerlendirme yöntemleri ve projeksiyonlar yeterince açıklanmıştır. Kullanılan metotlar ve sonuçları incelendiğinde 8,50TL olarak hesaplanan halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**

FİNANSAL TABLOLAR (TL)

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 Kâr	54.824.852	114.266.719	119.375.348
Genel Yönetim Giderleri (-)	(10.865.042)	(12.114.419)	(11.262.456)
Pazarlama Giderleri (-)	(26.788.731)	(31.332.101)	(39.488.502)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	685.597	1.054.183	1.224.143
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(4.424.139)	(1.865.593)	(1.811.744)
Esas faaliyet kârı	13.432.537	70.008.789	68.036.789
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	210.583	54.578.599
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/(Zararı)	13.432.537	70.219.372	122.615.388
Finansman Gelirleri	158.334	273.762	1.428.210
Finansman Giderleri (-)	(55.155.222)	(32.881.058)	(34.833.013)
Finansman Giderleri, net	(54.996.888)	(32.607.296)	(33.404.803)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı	(41.564.351)	37.612.076	89.210.585
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
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı/(Zararı)	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685
DÖNEM KÂRI	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

FİNANSAL TABLOLAR (TL)

Bilanço	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	50.016.394	76.942.334	117.486.522
Nakit ve Nakit Benzerleri ve Finansal Yatırımlar	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	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 Varlıkları	-	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 Varlıklar	257.499.650	273.941.389	401.565.309
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.156.228	79.658.428	129.404.839
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	43.389.989	39.934.776	81.191.330
Ticari Borçlar	20.403.999	34.671.829	45.575.456
Diğer Yükümlülükler	11.362.240	5.051.823	2.638.053
Uzun Vadeli Yükümlülükler	73.462.808	55.603.551	38.731.152
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Diğer Yükümlülükler	598.791	791.504	5.823.116
Özkaynaklar	108.880.614	138.679.410	233.429.318
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.018.594
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler / (Giderler)	74.540.867	74.540.867	79.580.593
Geçmiş Yıl Zararları	(33.717.023)	(65.660.253)	(35.861.457)
Net Dönem Karı	(31.943.230)	29.798.796	89.691.588
Toplam Kaynaklar	257.499.650	273.941.389	401.565.309

Kaynak: Şirket verileri, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Bu maili artık almak istemiyorsanız lütfen Konu kısmına "Üyelikten Çıkmak İstiyorum" yazarak bize geri gönderin.

Garanti BBVA Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak
No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr