

NATURELGAZ SANAYİ ve TİCARET A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin eşit ortaklığıyla kurulan Naturelgaz, Global Yatırım Holding'in iştiraki olarak taşımali doğal gaz sektöründe faaliyet göstermektedir. Taşımali doğal gaz sektörü, doğal gazın boru hatlarıyla ulaştırılmadığı yerlere taşıma yöntemiyle götürülmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Şirket, taşımali doğal gaz sektöründe müşterilerin ihtiyacını; sıkıştırılmış doğal gaz (CNG) veya sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) hizmetiyle karşılamaktadır.

Farklı sektörlerde üretim faaliyeti gösteren fabrikalar, enerji üretim tesisleri, oteller ve ısıtma amaçlı kullanım yapan kamu kurumları gibi müşterilerine "Dökme (Endüstriyel) CNG ve LNG" hizmetiyle doğal gaz tedarik eden Naturelgaz, ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşmadığı ilçe ve beldelere "Şehir Gazı" operasyonu ile doğal gaz tedarik etmektedir.

Türkiye genelindeki "Oto CNG" istasyonlarıyla CNG kullanan araçlara yakıt tedarik etmekle beraber, dizel çekici ve kamyonların CNG'ye dönüşümü için müşterilerine özel projeler geliştirmektedir.

Naturelgaz, doğal gaz rezervi bulunan ancak ekonomik veya coğrafi olarak boru hatlarına bağlanmasının mümkün olmadığı doğal gaz kuyularında "Kuyu CNG" sistemi vasıtasıyla gazın iletim sistemine taşınması operasyonlarını da yürütmektedir.

2011 yılında, Naturelgaz'daki Çalık Grubu paylarının %25'i STFA Grubu ve %25'i de Global Yatırım Holding tarafından satın alınmıştır. Diğer hisselerin bir kısmını almasının da etkisiyle Naturelgaz sermayesindeki payı 2012 yılında %80 seviyelerine yükselen Global Yatırım Holding, zamanla gerçekleşen sermaye artırımlarına katılan tek ortak olması nedeniyle mevcut durumda %95,5 oranında pay sahipliğiyle şirketin ana ortağı konumundadır.

Naturelgaz, Socar Türkiye LNG'nin %100 hissedarı olan 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 Naturelgaz bünyesinde 23 Aralık 2020 tarihinde birleşmiştir. Bu birleşme ile birlikte Naturelgaz, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu daha katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda LNG alanında daha aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

Şirketin elde ettiği net satış gelirlerinin ürün bazlı kırılımına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Net Satış Gelirlerinin Kırılımı (bin TL)						
	2018	% Satışlar	2019	% Satışlar	2020	% Satışlar
Doğal Gaz 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%	-	-	-	-
LNG	525	0,2%	121	-	7.871	1,7%
Hizmet Gel.	2.141	0,9%	3.394	0,8%	6.252	1,4%
Net Satışlar	250.236	100%	433.416	100%	453.389	100%

Naturelgaz'ın net satış gelirleri, doğal gaz satış gelirleri ve hizmet gelirlerinden oluşmaktadır. 2020 yılında doğal gaz satış gelirlerinin toplam net satış gelirlerindeki payı %98,6 seviyesindeyken, hizmet gelirlerinin toplam net satış gelirlerindeki payı %1,4 seviyesindedir. Şirketin doğal gaz satış gelirlerinin önemli bir bölümü "Dökme CNG" segmentinden (2020: %78,4) elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Şirketin net satış gelirleri 2018-2020 döneminde yıllık ortalama %38,9 oranında artış göstererek 453,4mn TL seviyesine ulaşmıştır. Müşteri portföyünün daha yüksek kar marjı sağlayacak şekilde optimize edilmesi, "Şehir Gazı" faaliyetlerinin geliştirilmesi ve yeni müşterilerin kazanılması; net satış gelirlerindeki bu artışı destekleyecek etki göstermiştir. Ayrıca Socar LNG birleşmesinin etkisiyle "Dökme CNG" ve LNG satışları 2020 yılında ciroya 15,8mn TL tutarında ek satış sağlamıştır.

2018 yılında doğal gaz satış gelirleri içinde %3 paya sahip olan "Şehir Gazı" satışları, portföye eklenen yeni ilçelerin katkısıyla 2020 yılı itibarıyla %14,7 seviyesinde yükselmiştir. Aktif durumdaki ikmal noktası sayısı 2019 yılı sonunda 42 iken 2020 yılı sonunda 51'e çıkmış olup dağıtım şirketlerinin abone almaya devam etmesiyle birlikte artmaktadır.

Şirketin operasyonel karlılık göstergeleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Karlılık Göstergeleri (bin TL)			
	2018	2019	2020
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
Değişim Y/Y		108,4%	4,5%
Brüt Kar Marjı	21,9%	26,4%	26,3%
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
Değişim Y/Y		155,1%	-2,8%
FAVÖK Marjı	15,5%	22,8%	21,2%
Net Kar	-31.943	29.799	90.199
Değişim Y/Y		a.d.	202,7%
Net Kar Marjı	-12,8%	6,9%	19,9%

2020 itibarıyla brüt kar marjı %26,3 oranında gerçekleşmiştir. 2020 FAVÖK rakamı 96,2mn TL olarak gerçekleşen şirketin FAVÖK marjı ise %21,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Naturelgaz, 2020'de 90,2mn TL tutarında net kar elde etmiştir (2019: 29,8mn TL net kar). Böylelikle 2019 yılında %6,9 seviyesinde bulunan net kar marjı 2020 yılında %19,9 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin finansal tablo dönemleri itibarıyla borçluluk durumu ile söz konusu borçların FAVÖK'e olan oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Net Borç (bin TL) ve Net Borç / FAVÖK Oranı (x)			
	2018	2019	2020
Net Borç	110.953	84.232	105.041
Net Borç / FAVÖK	2,9x	0,9x	1,1x

Şirketin, 2018 yılında 2,9x olan Net Borç/FAVÖK oranı 2019 yılında hem operasyonel karlılıktaki artışın hem de net borçtaki düşüşün etkisiyle 0,9x seviyelerine gelmiştir. Socar LNG satın almasında kullanılan kredilerle birlikte net borçta artış görülmüş ve 2020'de Net Borç/FAVÖK oranı 1,1x olarak gerçekleşmiştir.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	TL	%	TL	%	TL	%
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009	95,5%	83.636.363	72,7%	80.500.000	70,0%
Aksel Goldenberg	4.267.451	4,3%	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	236.134	0,2%	-	-	-	-
Halka Açık Kısım			31.363.637	27,3%	34.500.000	30,0%
Toplam	100.018.594	100,0%	115.000.000	100,0%	115.000.000	100,0%

Şirketin halka arz öncesi çıkarılmış sermayesi 100.018.594,00 TL seviyesindedir. Söz konusu halka arzla Naturelgaz'ın sermayesi nominal 14.981.406,00 TL artırılabilecek ve mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 16.146.097,32 TL nominal değerli paylar ve mevcut pay sahiplerinden Kanat EMİROĞLU'nun sahip olduğu 236.133,68 TL nominal değerli paylar satışa sunulacaktır. Böylelikle; toplamda 31.363.637,00 TL nominal değerli payların halka arzı yapılacaktır. Yapılacak halka arz sonucunda Naturelgaz'ın çıkarılmış sermayesi 115.000.000,00 TL seviyesine ulaşacak, halka açıklık oranı ise %27,3 olacaktır. Toplanan kesin talebin, satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde ek satış olarak mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 3.136.363,00 nominal değerli payların dağıtıma tabi tutulması planlanmaktadır. Ek satışın tamamının gerçekleşmesi halinde; toplamda 34.500.000,00 TL nominal değerli payların halka arzı gerçekleşmiş olacaktır. Ek satış dahil şirketin halka açıklık oranı ise %30,00 olacaktır.

Pay başına halka arz fiyatı 8,50 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 266.590.915 TL olacaktır, ek satış halinde halka arz büyüklüğü ise 293.250.000 TL olacaktır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Naturelgaz'ın halka arzı sermaye artırımları ve ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecektir. Bu nedenle; sermaye artırımından elde edilecek gelir şirket tasarrufunda olacak, ancak ortak satışından elde edilecek gelir halka arz eden pay sahibinin tasarrufunda olacaktır. Dolayısıyla; şirketin mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'nin ve Kanat EMİROĞLU'nun mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması sonucunda şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir. Şirket, sermaye artışı yoluyla elde edeceği halka arz gelirini kurumsal kimliğin güçlendirmesi hedefiyle aşağıda detayları belirtilen dört ana alanda kullanmayı planlamaktadır.

Sermaye artırımından elde edilecek fonun;

- %10'unun şirketin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında,
 - %20'sinin Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin satın alınması işlemi sonucu oluşan banka borcunun kapatılmasında,
 - %50'sinin CNG, LNG ve Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesinin genişletilmesinde ve inorganik büyüme için yatırım yapılmasında,
 - %20'sinin ise yurt dışında yatırım yapılmasında,
- kullanılması planlanmaktadır.

Belirlenen fon kullanım oranları şirket menfaatleri doğrultusunda değişiklik gösterebilir.

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Naturelgaz)
Fiyat Aralığı	8,50 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	100.018.594
Halka Arz Büyüklüğü	Ortak Satışı: 16.382.231 TL Nominal Değerli Paylar
	Ek Satış: 3.136.363 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	27.27% (Ek Satış Sonrası %30.0)
Ek Satışın Halka Arza Oranı	10,0%
Halka Arz Büyüklüğü	266.590.915 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	293.250.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - 18.818.182 TL nominal değerdeki %60 kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - 9.409.091 TL nominal değerdeki %30 kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - 3.136.364 TL nominal değerdeki %10 kısmı
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	977.500.000 TL
Talep Toplama Tarihi	25 - 26 Mart 2021

“Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı” şeklinde gerçekleşecek olan halka arzda, “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış” yöntemiyle satış gerçekleştirilecektir. Aracılık Yöntemi olarak “En İyi Gayret Aracılığı” belirlenmiştir.

Halka arz edilen payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün süreyle ek satıştan elde edilen fonun fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler için kullanılması planlanmaktadır. Vakıf Yatırım Men. Değ. A.Ş.’nin fiyat istikrarı işlemlerini kesin olarak yerine getireceğine ilişkin taahhüdü bulunmamaktadır.

Değerlendirme

Vakıf Yatırım Men. Değ. A.Ş.’nin Hazırlamış ve KAP’ta Yayınlamış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Naturelgaz’ın halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla, Vakıf Yatırım Men. Değ. A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda; şirketin değerlemesi için sektörün ve şirketin belirli özellikleri göz önünde bulundurularak pazar yaklaşımı kapsamında **Çarpan Analizi** yönteminin ve gelir yaklaşımı kapsamında **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi** yönteminin kullanılması uygun görülmüştür. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Böylelikle Naturelgaz’ın hedef öz sermaye değeri; benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan şirket değerine ve indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Şirket değerlemesi kapsamında, şirket tarafından sağlanan 2018-2019-2020 yılları için düzenlenen bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolar kullanılmıştır.

Socar LNG ve Naturel Doğal Gaz hisse devir işlemleri 2020 yılsonu itibarıyla tamamlandığı için değerlendirme çalışmalarında Socar LNG’nin de katkısı değerlendirilmiş olup aynı şekilde bir birleşme sonucu bilanço üzerinde oluşan maliyetin finansman etkisi ve önümüzdeki dönemlerde getireceği operasyonel maliyetler de dikkate alınmıştır.

Kamerun'da faaliyet gösteren Gaz du Cameroun ile doğal gaz ve CNG dağıtımını yapmak üzere iyi niyet sözleşmesi imzalanmıştı. Covid-19 salgını nedeniyle henüz bu operasyonların başlamamış olması nedeniyle değerlemeye herhangi bir katkısı öngörülmemiştir.

Şirketin ikinci en önemli operasyon kolu olan “Şehir Gazı” operasyonlarının, özellikle yeni imzalanan anlaşmalar ve ilçelerdeki büyümeler de dikkate alınarak genişleyecek öngörülmüş olup boru hatlarının genişlemesinin potansiyel olumsuz etkileri de göz önünde bulundurulmuştur.

Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde şirket değeri; şirketin faaliyet gösterdiği sektördeki yurt içi ve yurt dışı benzer halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanlarıyla, şirket için hesaplanan çarpanların karşılaştırılmasıyla belirlenmektedir. Bu yöntem için; Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD), Fiyat / Kazanç (F / K), Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) ve Firma Değeri / Net Satışlar (FD / Satışlar) çarpanları incelenmiştir.

Enflasyon ve teknolojik değişimlerin defter ve piyasa değerleri üzerinde önemli farklılık göstermesi nedeniyle ve daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırılmasına uygun bir yöntem olduğu görüşüyle Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD) değeri çarpanına çalışmada yer verilmemiştir.

Dışsal etkilere olan hassasiyetinin fazla olması ve yoğunlukla endüstri yaşam eğrisinde olgunluk dönemindeki şirketleri karşılaştırmak için kullanılması nedeniyle büyüme ve gelişme dönemindeki şirketler için doğrudan Fiyat / Kazanç (F / K) karşılaştırmanın doğru olmayacağı görüşüyle Fiyat / Kazanç (F / K) bazlı bir değerlendirme analizine gidilmemiştir.

Maliyet tarafındaki veya BOTAŞ fiyatlaması mekanizmasındaki değişikliklerin, şirketin satış gelirinde fiktif dalgalanmalar yaratabileceği düşüncesiyle ve ülke bazında değişkenlik gösterebilecek regülasyon ve rekabet koşullarının analizinde kullanılan şirketlerin satış gelirleri üzerindeki fiktif etkiler yaratabileceği görüşüyle Firma Değeri / Net Satışlar (FD / Satışlar) çarpanı değer tespitinde dikkate alınmamıştır.

Benzer şirketlerle karşılaştırmayı olumsuz yönde etkileyebilecek dışsal etkenlerden arındırılmış olması ve nakit akımlarını yansıtan bir gösterge olarak FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle genel kabul görmüş bir çarpan olan Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK), aynı zamanda nakit akımı bazlı değerlendirme çalışmalarının da sağlaması olarak kullanılmaktadır. Bu nedenlerle benzer şirketlerle yapılan karşılaştırmada uygun bir ölçüt olduğu öngörülerek çarpan analizinde sadece Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurt içinde, Naturelgaz'ın ana faaliyet konusu olan CNG taşıması, dağıtımını veya ticareti faaliyetlerini yürüten halka açık statüde bir şirket bulunmamaktadır. Naturelgaz'ın benzer şirketi olarak değerlendirilebilecek AYGAZ, LPG ticareti ana iş kolunda faaliyet göstermesine rağmen halka açık olmayan iştiraki aracılığıyla LNG satışı ve iletimi faaliyetleri de gerçekleştirmektedir. AYGAZ'ın, 10,2mlr TL seviyesinde bulunan 2019 hasılatı içinde LNG ticaretinden elde ettiği ciro 180mn seviyesinde TL olup, toplam hasılat içinde %1,8 paya sahiptir. AYGAZ'ın söz konusu LNG ticaretinden elde ettiği hasılat payı Naturelgaz'ın gelirlerinin oldukça altında kalmaktadır. Dolayısıyla AYGAZ'ın satışları içinde LNG satışının önemli bir yer tutmaması nedeniyle çarpan analizine dahil edilmemiştir.

Daha geniş bir perspektifle enerji sektöründe faaliyet gösteren ve halka açık olan Ak Enerji, Aksu Enerji, Aksa Enerji, Ayen Enerji, Bomonti Elektrik, Enerjisa Enerji, Odaş Elektrik ve Zorlu Enerji şirketleri incelenmiştir. Bu şirketler Enerjisa Enerji ve Zorlu Enerji dışında genel olarak elektrik üretimi tarafında faaliyet göstermektedir. Söz konusu şirketler, doğal gaz pazarında sınırlı bir ticari faaliyette bulunması veya enerji sektörünün farklı bir alanında faaliyet göstermesi nedeniyle; farklı dinamiklerden, düzenlemelerden ve regülasyonlardan etkilenmektedir. Ayrıca halka açık enerji şirketlerinin bilanço yapıları incelendiğinde; Naturelgaz'a kıyasla görece daha yüksek borç oranlarına sahip olmaları sebebiyle FD / FAVÖK analiziyle Naturelgaz ile karşılaştırma açısından uygun olmadığı değerlendirilmiştir.

Bu sebeplerden dolayı halka açık yurt içi benzer bir şirket bulunmadığı değerlendirilmiş ve yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına çalışmada yer verilmemiştir.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Çarpan analizinde kullanan uluslararası benzer şirketlerin bilgileri aşağıda sunulmuştur.

Şirket (mn \$)	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK	Net Kar	FD/FAVÖK
Suchuang Gas Corporation Limited	239	220	173	24	10	8,74x
ENN Energy Holding Limited	17.124	19.607	9.397	1.270	708	13,83x
Xin Jiang Torch Gas Co. Ltd	232	222	101	24	13	8,87x
China Suntien Green Energy Corporation Limited	2.964	7.139	1.792	602	192	11,03x
Shandong Shengi Co., Ltd.	564	756	625	62	21	11,54x
Gujarat Gas Limited	4.664	4.741	1.245	266	161	17,54x
Mahanagar Gas Limited	1.539	1.333	291	116	79	11,19x
Confidence Petroleum India Limited	164	165	108	15	4	10,84x
Indraprastha Gas Limited	4.908	4.574	677	184	149	22,23x
Korea Gas Limited	2.521	24.706	19.186	2.317	-431	10,07x
Yesco Holdings Co., Ltd.	130	389	944	24	-26	14,01x
AS Latvijas Gaze	529	483	222	57	41	8,15x
Tokyo Gas Co., Ltd.	9.559	17.960	17.408	2.790	534	6,54x
Osaka Gas Co., Ltd.	7.711	13.034	13.149	1.896	626	6,63x
Medyan						10,93x

Değerleme çalışması için belirlenen benzer şirketlerin bazıları hisse senedi araştırma kuruluşlarının kapsamında olmadığından dolayı her şirket için 2021-2022-2023 FD / FAVÖK çarpanı tahminleri bulunmamaktadır. Bu kısıtlamanın etkilerini azaltmak ve şirketin son 12 aydaki performansının da etkilerini çalışmaya yansıtabilmek amacıyla değerlendirme çalışmasında benzer şirketlerin yalnızca son 12 aylık çarpanları kullanılmıştır. Bu kapsamda, Çarpan Analizi değerlendirme çalışmasında Naturelgaz'ın son 12 aylık finansal sonuçları baz alınmış olup, hesaplamalar 24 Şubat 2021 tarihinde yapılmıştır.

Benzer şirketler belirlenirken; Türkiye'ye göre coğrafi yakınlık, şirketlerin operasyonlarını yürüttüğü coğrafi koşullar ve şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliğinin yanında, şirketlerin operasyonlarının ağırlıklı olarak CNG ve LNG sektöründe yoğunlaşması göz önünde bulundurulmuştur. Benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanlarının medyan değeri hesaplanarak değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi	
FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı	10,93x
Naturelgaz FAVÖK (mn TL)	96,2
FD (mn TL)	1051,4
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç (mn TL)	105,0
Piyasa Değeri (mn TL)	946,4

Son 12 aylık veriler üzerinden yapılan değerlemede, FD / FAVÖK çarpanına göre Naturelgaz için 946,4mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yönteminde öz sermaye değeri; şirketin geleceğe yönelik finansal durumuna ilişkin yapılan projeksiyonlarda tahmini nakit akımlarının belirli bir oranda iskonto edilerek değerlendirilme tarihine indirgenmesi sonucu hesaplanmaktadır. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmaktadır.

Bu yöntem, şirketin öngörülleri, geçmiş performansı ve makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanması nedeniyle ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına göre ve yapılan tahminlerin değişmesi durumunda ulaşılan değerlerde önemli değişiklikler gözlenebilir.

	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%

Nakit akımlarının iskonto edileceği ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı hesaplaması şu varsayımlar altında gerçekleştirilmiştir:

Risksiz faiz oranı; Türkiye'deki 10 yıllık TL devlet tahvilinden hareketle yapılan hesaplamalar neticesinde, 2021-2030 dönemi boyunca %13,27 olarak sabit alınmış, uç değer hesabında ise %12,27 olacağı varsayılmıştır.

Risk primi; Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlere yönelik olarak son dönemde hazırlanan raporlar ve son dönemde gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde risk priminin genel olarak %5 - %5,5 olarak kabul edildiği görülmektedir. Buradan hareketle, değerlendirilme çalışmasında risk primi olarak 2021-2030 dönemi boyunca %6,0 olarak sabit alınmış, uç değer hesabında ise %5,0 olacağı varsayılmıştır.

Öz sermaye maliyeti; projeksiyon dönemi boyunca Beta 1,0x olarak kabul edilmiştir. Öz sermaye maliyeti, finansal varlık fiyatlandırma modeli kullanarak 2021-2030 dönemi boyunca %19,3 olarak sabit hesaplanmış, uç değer hesabında ise %17,3 olacağı varsayılmıştır.

Borçlanma maliyeti; şirketin 2021-2030 dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden +590 baz puan borç primiyle sabit borçlanacağı, uç değer hesabında ise +490 baz puan borç primiyle borçlanacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon döneminde öz sermaye ağırlığının 2021 yılında 2020 yıl sonu oranı olan %58,3'e eşit olacağı, ilerleyen dönemlerde ise şirketin geçmiş dört yıllık ortalama öz sermaye ağırlığı olan %42,8'e yaklaşacağı tahmin edilmektedir. Kurumlar vergisi %20 olarak baz alındığı takdirde; ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2021-2030 dönemi için %17,3 civarında olacağı öngörülmüştür. (uç değer hesabında ise %15,2 olacağı öngörülmüştür)

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

mn TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T*
Net Satışlar	573,8	674,8	756,9	849,5	952,0	1.068,5	1.197,5	1.338,1	1.493,2	1.663,7	1.872,6
SMM	412,8	470,8	526,6	590,1	659,6	738,8	826,3	922,5	1.028,8	1.144,6	1.289,5
Brüt Kar	161,0	204,0	230,3	259,4	292,3	329,8	371,2	415,7	464,4	519,1	582,8
Faaliyet Giderleri	59,7	68,9	77,0	85,7	95,5	106,0	117,8	130,4	144,3	159,9	181,1
Faaliyet Karı	101,2	135,1	153,3	173,6	196,8	223,7	253,4	285,3	320,0	359,3	401,6
Amortisman	29,4	31,5	33,7	36,0	38,6	41,4	44,3	47,3	50,5	54,2	64,0
FAVÖK	130,6	166,5	187,0	209,6	235,5	265,1	297,6	332,6	370,5	413,4	465,6
FAVÖK Marjı (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Vergi	-22,3	-27,0	-30,7	-34,7	-39,4	-44,7	-50,7	-57,1	-64,0	-71,9	-80,3
İşletme Sermayesi Değişimi	-30,6	-7,9	-3,0	-4,3	-2,5	-7,2	-5,4	-7,7	-9,7	-8,9	-11,0
Yatırım Harcamaları	-28,7	-32,1	-34,1	-36,1	-40,5	-42,7	-44,9	-46,8	-50,4	-56,2	-64,0
Serbest Nakit Akımları	49,1	99,5	119,3	134,5	153,1	170,4	196,7	221,0	246,5	276,5	310,3
AOSM (%)	17,6%	17,6%	17,5%	17,4%	17,4%	17,3%	17,2%	17,2%	17,1%	17,0%	15,2%
İskonto Faktörü	1,1	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5	3,0	3,5	4,0	4,7	4,0
İndirgenmiş Nakit Akımları	42,8	73,9	75,4	72,5	70,5	67,1	66,3	63,8	61,1	58,9	76,8
İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı	652,3										
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	5,0%										
Sonsuz Değer	3.028,1										
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	749,0										
Naturelgaz'ın Firma Değeri	1.401,2										
2020/12 Sonu İtibariyle Net Borç	105,0										
Naturelgaz'ın Piyasa Değeri	1.296,2										

%5 uç büyüme değeri ve %17,3 civarında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranıyla günümüze indirgenen serbest nakit akışından, şirketin 2020 yıl sonu itibariyle net borcu çıkarıldığında, şirketin piyasa değeri 1,29milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme sonucu

Naturelgaz'ın halka arz edilecek paylarının birim değerinin belirlenmesi için yapılan değerleme çalışmasında; şirket hem çarpan analizi hem de indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemleriyle incelemiştir. Çarpan analizine ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50 oranında eşit ağırlık verilerek yapılan hesaplama neticesinde; halka arz iskontosu öncesinde öz sermaye değeri 1,12milyar TL olarak ve halka arz öncesi pay başına fiyat ise 11,21 TL olarak bulunmuştur.

Değerleme Sonucu		
Naturelgaz (mn TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İNA	50,0%	1.296,2
Çarpan Analizi (%100 FD/FAVÖK)	50,0%	946,4
Değerleme Sonucu		1.121,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		11,21

Bu hesaplamalar neticesinde; halka arz öncesi öz sermaye değerine %24,2 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına halka arz fiyatı 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

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

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Naturelgaz Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket ve faaliyet konusu hakkındaki bilgilere detaylı ve açıklayıcı bir şekilde yer verildiğini görüyoruz. Ayrıca, değerleme çalışmasında tercih edilen yöntemlerin nedenleriyle birlikte açıklamalarına da yer verilmiştir.
- Çarpan Analizi yönteminde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını, benzer şirketlerin karşılaştırılmasında oluşabilecek olumsuz etkenleri ortadan kaldıracaklığı görüşüyle daha hassas bir değerleme sonucu çıkarması adına yerinde buluyoruz. Yurt içinde benzer bir şirket bulunmaması nedeniyle yurt dışındaki karşılaştırılabilir şirketlerin medyan değerlerine yer verilmiş olmasını değerlemenin daha makul sonuçlanmasına olanak sağladığını düşünüyoruz.
- Şirket değerinin daha isabetli belirlenmesine ve şirketin gelecek dönemlerde elde edebileceği performansın değerlemeye dahil edilmesine olanak tanıyan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yönteminin de kullanılmasını şirket değerinin daha anlamlı hesaplanabilmesi adına yeterli görüyoruz. İNA projeksiyonunda yapılan tahminlerin ve kullanılan parametrelerin değerleme analizi için makul seviyede olduğu görüşündeyiz.

Sonuç: “Çarpanlar Analizi” yöntemine %50 oranında ve “İndirgenmiş Nakit Akımları - İNA Analizi” yöntemine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan öz sermaye değerinin ve %24,2 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına 8,50 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Bilanço

(TL)	2018	2019	2020
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
Dönen Varlıklar	50.016.394	76.942.334	117.486.522
Maddi Duran Varlıklar	190.995.688	181.698.986	258.520.574
Kullanım Hakları 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
Duran Varlıklar	207.483.256	196.999.055	284.078.787
Toplam Varlıklar	257.499.650	273.941.389	401.565.309
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	2.638.052
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.156.228	79.658.428	129.404.838
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Diğer Yükümlülükler	598.791	791.504	5.316.020
Uzun Vadeli Yükümlülükler	73.462.808	55.603.551	38.224.056
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/Zararı	-31.943.230	29.798.796	90.198.685
Özkaynaklar	108.880.614	138.679.410	233.936.415
Toplam Kaynaklar	257.499.650	273.941.389	401.565.309

Gelir Tablosu

(TL)	2018	2019	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
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 Karı	13.432.537	70.008.789	68.036.789
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	210.583	55.085.696
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-
Finansman 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
Finansman Giderleri Net	-54.996.888	-32.607.296	-33.404.803
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	-41.564.351	37.612.076	89.717.682
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / 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 Karı/(Zararı)	-31.943.230	29.798.796	90.198.685
DÖNEM KÂRI	-31.943.230	29.798.796	90.198.685

Çekince:

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.