



# Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Analizi

## Mart 2021

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") aracılık ettiği Naturel Gaz ve Serum Sanayi A.Ş. ("Naturel Gaz" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler'in hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	25-26 Mart 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	1-2 Nisan 2021
Halka Arz Büyüklüğü	266.590.915 TL (127,3 mn TL Şirket; 139,2mn TL Hak Sahibi Ortak)
- Ek Satış Halinde	293.250.000 TL (127,3 mn TL Şirket; 165,9mn TL Hak Sahibi Ortak)
Hisse Kodu	NTGAZ
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	27,70%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.018.594 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	115.000.000 TL
Halka Arz Miktarı/Şekli	31.363.637 TL Nominal Değeri Paylar (14.981.406 TL Sermaye Artırımı ve 16.382.231 TL Ortak Satışı) - 3.136.363 Ek Satış
Ek Satış Sonrası Halka Arz Edilen Paylar	34.500.000 TL
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	30,00%
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	İhracçı Şirket ve Ortakları işlem görme tarihinden itibaren 180 gün boyunca dolaşımdaki pay miktarını artıracak herhangi bir işlem yapmayacak; bedelli sermaye artırımı gerçekleştirmeyecek ve bu yönde karar almayacak; yeni elinde bulundukları payları halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa'da satmayacaklarını taahhüt etmektedirler.

## Şirket Bilgileri

2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-%50 ortaklığı ile kurulan Şirket, Global Yatırım Holding'in iştiraki olarak taşınmalı doğal gaz sektöründe (CNG/LNG) faaliyet göstermektedir. Global Yatırım Holding, Şirket'te %95,50 oranında pay sahibidir. Şirket, endüstriyel alanda CNG ve LNG ürünleri tedarik etmekte olup, aynı zamanda araçlara CNG ürünü tedariki gerçekleştirmektedir. CNG ve LNG sistemleri, boru hattının ulaşmadığı veya ulaşmasının ekonomik açıdan uygun olmadığı bölgelerdeki doğal gaz arzını karşılamak için kullanılmaktadır. CNG sistemi: Bu sistemde doğal gaz, boru hattından çekilerek özel kompresörler ile Şirket'in dolun 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 yakıttır, 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 tedariki sağlanmaktadır. Şirket, Türkiye'de özellikle CNG ürünü alanında en güçlü altyapıya sahip firma olup: CNG ürününde; 13 adet endüstriyel CNG dolun tesisi, 56.650 adet CNG silindiri, 341 adet CNG tankeri, 22 araçlık çekici filosu ve 67 adet endüstriyel CNG kompresörü ile müşterilerine CNG hizmeti vermekte olup, 9 adet Oto CNG istasyonundan CNG'li araçlara yakıt tedarik etmektedir. LNG ürününde; 6 LNG Kara Tankeri, 44 adet LNG stok tanki ve 94 adet buharlaştırıcı ile müşterilerine LNG tedarik etmektedir.

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 bağlanmasının mümkün olmadığı kuyularda CNG sistemi vasıtası ile gazın iletim sistemine taşınması operasyonlarını yürütmektedir. 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, bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolun tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmış olup,

Şirket, 2020 yılında Ekim ayına kadar yayınlanan aylık EPDK raporlarından faydalanarak ve Şirket'in piyasa bilgileri ile 2020 sonu itibarıyla CNG ve LNG ürünlerinden oluşan ve Dökme Gaz, Şehir Gazı ve Oto CNG'yi içeren doğal gaz pazarının büyüklüğünü 691,7 milyon sm<sup>3</sup> tahmin etmekte olup, 233,6 milyon sm<sup>3</sup> ile CNG bu pazarın %33,8'ini oluşturmaktadır.

Şirket, satış hacmi bakımından Türkiye'de CNG alanında Pazar Lideri konumunda olup, 2020 yılında 170,2 milyon sm<sup>3</sup> CNG ve 3,2 milyon m<sup>3</sup> LNG satışı gerçekleştirmiştir. Şirket, 2020 yılında Ekim ayına kadar yayınlanan aylık EPDK raporlarından faydalanarak ve Şirket'in piyasa bilgileri ile Şirket'in 2020 yılında, Oto CNG dahil toplam CNG ve LNG pazarındaki payının %25,1 olarak gerçekleştiğini tahmin etmektedir. Bu tahminler doğrultusunda Şirket'in CNG ürünündeki payının 2020 yılı sonunda %72,9 olduğu hesaplanmaktadır.

Dökme CNG ve LNG iş kolu, şirketin satış gelirlerinde en büyük paya sahiptir. Şirket sanayi kuruluşları, fabrikalar, asfalt şantiyeleri, kamu binaları, madenler, üniversiteler gibi kurum ve kuruluşlara CNG taşıma üniteleri veya LNG tankerleri vasıtasıyla doğal gaz iletimi sağlamaktadır. Dökme CNG satışları, 2020 yılında şirketin net satışlarının %78,5'ini oluşturmuştur. Dökme LNG satışları ise şirketin net satışları içerisinde %1,7'lik paya sahiptir.

Şirket, gelecekte Socar LNG birleşmesi ile sağladığı ürün çeşitliliği avantajını kullanarak endüstriyel müşterilerine CNG ürünlerinin yanında LNG ürünlerini de alternatif olarak sunabilmeyi ve Dökme LNG alanında büyümeyi hedeflemektedir.

Şehir gazı iş kolunda ise yine CNG taşıma üniteleri vasıtasıyla doğal gaz iletimi sağlanırken şirketin müşterileri doğal gaz dağıtım firmalarıdır. Perakende müşterilerinden kaynaklanan riski şehir gazı satışları taşımamaktadır. Şirketin şehir gazı içerisindeki CNG ürünlerindeki pazar payı yüzde 86,3 seviyesindedir. LNG ürünü dahil edildiğinde ise pazar payı %62,7'dir. Şehir gazı iş kolundan kaynaklanan satışlar, şirketin 2020 yılı satış gelirlerinin %14,7'sini oluşturmuştur.

Şirket, Oto CNG iş kolunda faaliyet göstermeye 2011 yılında başlamıştır. İstasyonlar aracılığıyla çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın CNG satışı yapan şirket, Socar LNG ile yapılan birleşme sonucunda şirket 6 adet daha Oto CNG istasyonunu bünyesine katarak toplam 9 istasyon sahibi olmuştur. Şirketin Oto CNG satış hacmi 2017 yılından 2020 yılına dek 1,4 milyon metreküpten 5,6 milyon metreküpe yükselmiştir. Oto CNG iş kolu, 2020 yılında şirketin net satış gelirlerinin yüzde 3,7'sini oluşturmaktadır.

Kuyu CNG iş kolunda ise boru hatlarına erişimi olmayan kuyularda atıl olarak kalan doğal gaz, CNG haline getirilip boru hatlarına aktarılmaktadır. Şirketin Kuyu CNG iş kolunda faaliyet göstermesinin en önemli sebebi, şirketin stratejik hedefleri arasında olan yurt dışı pazarlarına giriş konusunda kuyu CNG iş kolunun kilit rol oynayacak olmasıdır.

Şirket, Kuyu CNG alanında kaydettiği ilerlemeyle birlikte çok gelişmemiş boru hatları bulunan Afrika pazarında büyümeyi hedeflemektedir. Şirket, 2018 yılında Kamerun'da doğal gaz dağıtım faaliyetlerini yürüten Gaz du Cameroun adlı şirketle iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Afrika pazarına giriş ile birlikte şirketin yurt içine bağımlılığının azaltılması ve operasyonel karlılığının desteklenmesi hedeflenmektedir.

Ürün	Pazar Satış Hacmi (Mn Metreküp)	Şirket Satış Hacmi (Mn Metreküp)	Pazar Payı	Şirket İçi Hacim Dağılımı
Dökme CNG	191	141	73,80%	81,30%
Dökme LNG	453	3,2	0,70%	1,80%
Şehir Gazı CNG	27,4	23,6	86,30%	13,60%
Şehir Gazı LNG	10,3	0	0,00%	0,00%
Oto CNG	16,8	5,6	33,50%	3,20%

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Payı (%)
Global Yatırım Holding A.Ş.	A İmtiyazsız	95.515.009	95,5	83.636.363	72,73	80.500.000	70
Aksel Goldenberg	C İmtiyazlı	4.267.451	4,27	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	A İmtiyazsız	236.134	0,24	-	-	-	-
<b>Halka Açık Kısım</b>	<b>A İmtiyazsız</b>	-	-	<b>31.363.637</b>	<b>27,27</b>	<b>34.500.000</b>	<b>30</b>
Sermaye Artırımı				14.981.406	13,03	14.981.406	13,03
Ortak Satışı				16.382.231	14,25	19.518.594	16,97
<b>Toplam</b>		<b>1.000.018.594</b>	<b>100,00%</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100</b>

Halka arz, Şirket hissedarlarından Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 16.146.097,32 TL nominal değerli pay ve Kanat Emiroğlu'na ait 236.133,68 TL nominal değerli payın satışı ve Şirket çıkarılmış sermayesinin 100.018.594 TL'den 115.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 14.981.406,00 TL nominal değerli payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Şirket hissedarlarından Aksel Goldenberg, Şirket sermayesinde sahip olduğu payların tamamını halka arz günü halka arz fiyatı üzerinden Global Yatırım Holding'e devredecektir. Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut Paylar'ı ile sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek payların toplam nominal değeri 31.363.637 TL olacaktır. Bu payların toplam 16.382.231 TL nominal değerli kısmı mevcut pay sahiplerine aitken, toplam 14.981.406 TL nominal değerli kısmı, sermaye artışı sonucu çıkarılacak yeni paylardan oluşmaktadır. Mevcut Paylar'ın mevcut çıkarılmış sermayeye oranı %16,38 iken; bu oran sermaye artışı sonrasında ise %14,25 olacaktır. Yeni Paylar'ın sermaye artışı sonucunda çıkarılmış sermayeye oranı %13,03 olacaktır. Toplam 31.363.637 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %27,3 olacaktır.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut pay sahiplerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 3.136.363,00 TL nominal değerli pay olmak üzere, toplam halka arz edilen payların %10'una tekabül eden 3.136.363,00 TL nominal değerli ek pay satışının yapılması planlanmaktadır. Ek Satışa Konu Paylar'ın tamamının ek satış kapsamında satılması halinde halka arz edilecek payların nominal değeri toplam 34.500.000 TL, temsil ettikleri çıkarılmış sermaye oranı %30,0 olacaktır.

## Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Naturel gaz, Şirket değerinin ortaya çıkması, şirketin sürdürülebilir büyümesine katkı sağlanması ile tanınırlık ve bilinirliğin pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve kurumsal kimliğin güçlendirilmesi amaçlarıyla halka arz planlanmaktadır. Şirket, halka arz ile halka arz eden pay sahiplerinin mevcut paylarının halka arz edilerek satışından bir gelir elde etmeyecek olup; sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından gelir elde edecektir. Sermaye artışı yoluyla toplamda 14.981.406 adet 1 TL nominal bedelli yeni pay ihraç edilecek olup, bu payların halka arzı ile şirketin kasasına 127.341.951 TL girmesi planlanmaktadır. Buna göre elde edilecek fonun kullanım yerleri aşağıdaki gibi belirtilmiştir,

İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşılanması	%10
Banka Borcunun Kapatılması	%20
Altyapı Yatırımları Yapılması ve Yurtiçi İnorganik Büyüme	%50
Yurtdışında Yatırım Yapılması	%20
<b>Toplam</b>	<b>100</b>



## FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<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	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
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>207.483.256</b>	<b>196.999.055</b>	<b>284.078.787</b>
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
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>257.499.650</b>	<b>273.941.389</b>	<b>401.565.309</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>75.156.228</b>	<b>79.658.428</b>	<b>129.404.839</b>
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
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>73.462.808</b>	<b>55.603.551</b>	<b>38.731.152</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Diğer Yükümlülükler	598.791	791.504	5.823.116
<b>Özsermaye</b>	<b>108.880.614</b>	<b>138.679.410</b>	<b>233.429.318</b>
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	89.691.588
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>257.499.650</b>	<b>273.941.389</b>	<b>401.565.309</b>

KAR veya 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
<b>Esas Faaliyet Karı /Zararı</b>	<b>13.432.537</b>	<b>70.008.789</b>	<b>68.036.789</b>
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
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>(31.943.230)</b>	<b>29.978.796</b>	<b>90.198.685</b>

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemleri kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir.

### İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA)

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021-2030 yıllarını içermektedir. Türkiye CNG pazarına yönelik ileriye dönük tahmin oluşturulurken, büyüme oranının TCMB'nin uzun dönemdeki GSYH büyüme rakamı olan %6'ya yakınsanacağı varsayılmıştır. Bu nedenle 2021-2030 yılları için toplam CNG pazarı yıllık bileşik büyüme oranı %6 seviyesinde hesaplanmıştır. Aynı projeksiyon döneminde dökme CNG, şehir gazı, oto CNG ve LNG operasyonlarından elde edilen gelirlerin yıllık bileşik büyümesi ise sırayla

%11,6, %17,8, %9,5 ve %9 seviyesinde öngörülmektedir. Sabit giderlerdeki azalmanın etkisiyle maliyet kalemlerinin satışlara oranında kademeli olarak iyileşme beklenmektedir. Satış gelirlerinin %4'ü kadar yatırım harcaması öngörülmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı Türkiye'deki 10 yıllık tahvil faizleri dikkate alınarak %13,3 alınmıştır. Hisse senedi risk primi %6 öngörülmüştür. Beta değeri, 0,52 hesaplanırsa da muhafazakar olmak adına Şirket'in en az piyasa portföyü kadar hareket edeceği varsayılmış ve 1,0 kullanılmıştır. Buna göre, özsermaye maliyeti %19,3 hesaplanmıştır. Borç maliyeti ise %19,2 alınmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %17,3 civarında hesaplanmış, sonsuz büyüme oranı da %5 alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 1.296 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

### Piyasa Çarpanları Analizi

Çarpan analizinde, doğal gaz sektöründe faaliyet gösteren uluslararası benzer şirketler seçilmiştir. Yurt içinde benzer iş kolunda faaliyet gösteren uygun şirket bulunmamasından dolayı yurt içi şirket çarpanları analizde kullanılmamıştır. Söz konusu şirketlerin doğal gaz pazarında ticari faaliyetleri bulunmaması ya da çok az bulunması ve Naturelgaz'a kıyasla daha yüksek borçluluk oranlarına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırma açısından uygun olmadığına karar verilmiştir. Hedef fiyat hesaplamasında yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) çarpanı kullanılırken, FD/Satışlar (Firma Değeri/Satışlar) çarpanına da yer verilmiştir.

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

FD/FAVÖK çarpanına göre 946,4 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

**SONUÇ**

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, indirgenmiş nakit akımına ve çarpan analizine eşit oranda pay vererek ulaşılan halka arz öncesi hedef değeri 1.121,3 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri ise 11,21 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %24,3 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına 8,50 TL'lik halka arz fiyatına ulaşılmaktadır.

Naturel Gaz Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	1.296,20	50%	648,1
Çarpan analizi	946,4	50%	473,2
	<b>Toplam</b>	100%	1.121,30
<b>Pay başına değer</b>			11,21

Halka Arz İskontosu Sonrası Değer	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)	1.121,30
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (mn TL)	<b>849,9</b>
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Fiyatı (TL)</b>	<b>8,5</b>

## GÖRÜŞ

- Naturel Gaz Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkan veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz. İNA projeksiyonunda yapılan tahminlerin risksiz faiz oranı olarak belirlenen %13,3'ü bir miktar düşük olarak değerlendirmemiz dışında makul seviyede olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa Çarpanları analizinde yurt içi karşılaştırılabilir benzer şirketlerin bulunmamasından dolayı yurtdışı benzer şirketlerin analize tabi tutulmuş olmasını doğru buluyoruz.
- Çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK çarpanının yerine F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının da FD/FAVÖK çarpanıyla birlikte değerlendirmeye tabi tutulması daha iyi olabilirdi. Bu durumda daha farklı şirket değerleri elde edilebilirdi.
- Hedef piyasa değerinin belirlenmesinde İNA'ya %50, çarpan analizlerine %50 ağırlık verilmesi sonucunda ulaşılan hedef değere, %24,2 halka arz iskontosu uygulanarak ulaşılan 8,50 TL hisse başı halka arz fiyatının yukarıdaki değerlendirmelerimiz ışığında makul olduğunu düşünüyoruz.