

# Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**  
23 Mart 2021

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Vakıf Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Naturel Gaz" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

NATURELGAZ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
<b>İhraççı</b>	Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
<b>Halka Arz Eden Pay Sahibi</b>	Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Hak Sahibi Ortaklar
<b>Halka Arz Tarihleri</b>	25-26 Mart 2021
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	8,50 TL
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Sabit Fiyatla Talep Toplama
<b>Halka Arz Şekli</b>	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
<b>Aracılık Türü</b>	En İyi Gayret Aracılığı
<b>Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye</b>	100.018.594 TL
<b>Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye</b>	115.000.000 TL
<b>Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı</b>	27,27% (Ek satış ile birlikte 30%)
<b>Halka Arz Edilen Hisse Adedi</b>	31.363.637 TL/Lot (14.981.406 TL Sermaye Artırımı, 16.382.231 TL Ortak Satışı)
<b>Ek Satış Hakkı</b>	Vardır. (3.136.363 TL/Lot)
<b>Fiyat İstikrarı İşlemleri</b>	Planlanmaktadır (30 gün)
<b>Tahsis Grupları ve Pay Oranları</b>	Yurtiçi Bireysel Yatırımcı: 60% Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı: 30% Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı: 10%
<b>Borsa Kodu</b>	NTGAZ
<b>İşlem Göreceği Pazar</b>	Yıldız Pazar
<b>Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş</b>	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ve Konsorsiyum Üyeleri
<b>SPK Onay Tarihi</b>	18.3.2021

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, taşımalı doğal gaz sektöründe faaliyet göstermektedir.

Taşımalı doğal gaz sektörü, boru hatlarıyla doğal gazın ulaşamadığı noktalara doğal gazın taşıma yöntemiyle ulaştırılmasıdır.

Şirket, CNG (sıkıştırılmış doğal gaz) ve LNG (sıvılaştırılmış doğal gaz) hizmeti vermek suretiyle müşteri taleplerini karşılamaktadır.

Şirketin EPDK'dan 2005-2017 yılları arasında temin ettiği 26 adet lisansı bulunmaktadır. Lisansların bitiş tarihleri 2035-2047 yıllarıdır.

Şirket, Türkiye'de CNG alanında pazar lideridir. CNG alanında şirketin pazar payı, 2020 yılı itibariyle Türkiye'de yüzde 72,4 seviyesindedir.

Oto CNG dahil olmak üzere CNG ve LNG alanlarında şirketin toplam pazar payı, yüzde 24,8 seviyesindedir.

Şirketin BOTAS'tan yapılan gaz alımları TL bazlı olduğu ve indirimli fiyattan tedarik sağlandığı için şirket gaz alım satımı kaynaklı kur ve fiyat risklerine maruz kalmamaktadır.

Şirketin başlıca iş kolları, Dökme CNG ve LNG, Şehir Gazı, Oto CNG ve Kuyu CNG olarak ayrılmaktadır.

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 yüzde 78,5'ini oluşturmuştur. Dökme LNG satışları ise şirketin net satışları içerisinde yüzde 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 yüzde 62,7'dir. Şehir gazı iş kolundan kaynaklanan satışlar, şirketin 2020 yılı satış gelirlerinin yüzde 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.

Şirketin faaliyet kollarına göre satış hacimleri ve pazar payları aşağıdaki gibidir:

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

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirketin iş kollarına göre 2018-2020 yılları arasındaki satış gelirleri ve gelirlerin dağılımı aşağıdaki gibidir:

Ürün	2018 (bin TL)	2018 Yılı İçerisindeki Pay	2019 (bin TL)	2019 Yılı İçerisindeki Pay	2020 (bin TL)	2020 Yılı İçerisindeki Pay
<b>Dökme CNG</b>	222.961	89,10%	365.138	84,20%	355.627	78,40%
<b>Oto CNG</b>	11.432	4,60%	22.422	5,20%	16.828	3,70%
<b>Şehir Gazı CNG</b>	7.529	3,00%	42.341	9,80%	66.811	14,70%
<b>Boru Gazı LNG</b>	5.648	2,30%	-	-	-	-
<b>Hizmet Gelirleri</b>	2.141	0,90%	3.394	0,80%	6.252	1,40%
<b>Net Satışlar</b>	250.236	100%	433.416	100%	453.389	100%

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	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.	95.515.009	95,5	83.636.363	72,7	80.500.000	70
Aksel Goldenberg	4.267.451	4,3	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	236.134	0,2	-	-	-	-
<b>Halka Açık Kısmı</b>	-	-	<b>31.363.637</b>	<b>27,3</b>	<b>34.500.000</b>	<b>30</b>
<b>Toplam</b>	<b>100.018.594</b>	<b>100%</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
<b>VARLIKLAR</b>	<b>257.499</b>	<b>273.941</b>	<b>401.566</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	50.016	76.942	117.487
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.301	10.515	8.808
Finansal Yatırımlar	-	-	250
Ticari Alacaklar	30.219	48.909	71.947
Diğer Alacaklar	850	768	12.136
Stoklar	10.367	11.273	12.063
Peşin Ödenmiş Giderler	3.209	5.369	4.847
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	7.227
Diğer Dönen varlık	72	109	208
<b>Duran Varlıklar</b>	207.483	196.999	284.079
Finansal Yatırımlar	412	412	412
Maddi Duran Varlıklar	190.996	181.699	258.521
Kullanım Hakkı Varlıklar	-	5.474	19.539
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.333	4.135	5.436
Peşin Ödenmiş Giderler	1.206	486	170
Ertelenmiş Vergi Valığı	9.536	4793	-
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>257.500</b>	<b>273.941</b>	<b>401.565</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	75.156	79.658	129.405
Kısa Vadeli Borçlanmalar	10.098	3.148	29.286
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	33.292	33.846	39.089
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	2.940	12.816
Ticari Borçlar	20.404	34.672	45.575
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	294	355	450
Diğer Borçlar	8.315	2.416	927
Ertlenmiş Gelirler	10	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	1.527	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.734	746	1.211
Diğer kısa Vadeli Yükümlülükler	9	8	51
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	73.463	55.604	38.224
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864	51.950	27.749
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	-	2.862	5.159
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	4.038
Uzun Vadeli Karşılıklar	599	792	1.278
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>108.881</b>	<b>138.679</b>	<b>233.936</b>
Ödenmiş Sermaye	100.000	100.000	100.019
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Gelir ve Giderler	74.541	74.541	79.581
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-33.717	-65.660	-35.861
Net Dönem Karı (Zararı)	-31.943	29.799	90.199

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (bin TL)	2018	2019	2020
<b>Net Satışlar</b>	<b>250.236</b>	<b>433.416</b>	<b>453.389</b>
Satışların Maliyeti	-195.411	-319.150	-333.014
<b>Brüt Kar</b>	<b>54.825</b>	<b>114.267</b>	<b>119.375</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.865	-12.114	-11.262
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-26.789	-31.332	-39.489
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>17.171</b>	<b>70.820</b>	<b>68.624</b>
Amortizman ve İtfa Payları	21.613	28.119	27.550
<b>FAVÖK</b>	<b>38.784</b>	<b>98.939</b>	<b>96.175</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	686	1.054	1.224
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-4.424	-1.866	-1.812
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>13.433</b>	<b>70.009</b>	<b>68.037</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	211	55.086
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0
<b>Finansman Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>13.433</b>	<b>70.219</b>	<b>123.122</b>
Finansal Gelirleri	158	274	1.428
Finansal Giderleri (-)	-55.155	-32.881	-34.833
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zararı</b>	<b>-41.564</b>	<b>37.612</b>	<b>89.718</b>
Dönem Vergi Gideri (-)	0	-3.070	0
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	9.621	-4.743	481
<b>Net Dönem karı</b>	<b>-31.943</b>	<b>29.799</b>	<b>90.199</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4.3. Borçluluk Rasyoları

Borçluluk Rasyoları	2018	2019	2020
Finansal Yükümlülükler	116.254.006	94.746.823	114.099.366
Eksi - Hazır Değerler	5.300.520	10.515.131	9.058.168
<b>Net Borç</b>	<b>110.953.486</b>	<b>84.231.692</b>	<b>105.041.198</b>
Toplam Özkaynak	108.880.614	138.679.410	233.429.318
<b>Net Borç/Toplam Özkaynaklar</b>	<b>102%</b>	<b>61%</b>	<b>45%</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
<b>Net Borç/FAVÖK</b>	<b>2,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>1,1x</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 4.4. Karlılık Analizi

Karlılık Oranları	2018	2019	2020
Net Satışlar	250.236	433.416	453.389
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>21,90%</b>	<b>26,40%</b>	<b>26,30%</b>
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>15,50%</b>	<b>22,80%</b>	<b>21,20%</b>
Net Kar	-31.943	29.799	90.199
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>-12,80%</b>	<b>6,90%</b>	<b>19,90%</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 5. HALKA ARZDAN KULLANILACAK FONUN KULLANIM YERİ

Naturelgaz, 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 planlamaktadır.

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.

Kullanım Yeri	Kullanım Oranı (%)
İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşlanması	10
Banka Borcunun Kapatılması	20
Altyapı Yatırımları Yapılması ve Yurtiçi İnorganik Büyüme	50
Yurtdışında Yatırım Yapılması	20
Toplam	100

Kaynak: Naturelgaz İzahname

- **İşletme Sermayesinin Karşlanması**

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %10'unu işletme sermayesini karşılama amacıyla kullanacak.

- **Banka Borcunun Kapatılması**

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %20'siyle Socar Turkey LNG'nin şirket bünyesine katılmasıyla oluşan ek banka borcunu kapatmayı planlamaktadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla banka borcu 29.285.664 TL düzeyinde bulunmaktadır.

- **Altyapı Yatırımları Yapılması ve Yurtiçi İnorganik Büyüme**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %50'si ile altyapı yatırımlarının ve yurtiçi inorganik büyümenin finanse edilmesi hedeflenmektedir. Şirket, CNG, LNG ve Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesini artırmak için ekipman ve taşıma ünitesi yatırımları yapmayı planlamaktadır. Mevcut Endüstriye CNG tesis altyapısının güçlendirilmesi ve yeni Endüstriyel CNG tesisleri açılması, OTO CNG istasyon sayısının



artırılması il Kuyu CNG operasyonlarının geliştirilmesi hedeflenmektedir. Ek olarak CNG, LNG ve Oto CNG alanlarında yurtiçinde inorganik büyüme için yatırım yapılması hedeflenmektedir.

- **Yurtdışında Yatırım Yapılması**

Şirket halka arzdan elde edilecek gelirin %20'si ile uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurt dışında yatırım yapmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda şirket, 2018 yılında Kamerun'da doğalgaz üretim kuyuları işleten İngiliz firması ile imzaladığı Kuyu CNG ve Endüstriyel CNG operasyonları yoluyla gaz tedariki niyet mektubunu devreye almayı planlıyor. Pandemi koşulları sebebiyle 2020'de başlatılması planlanan yatırım çalışmaları durdurulmuş olup, pandeminin etkisinin hafiflemesiyle şirket çalışmalara ağırlık vermeyi planlamaktadır. Salgın koşullarının uygun olması halinde 2021'in ikinci yarısında projeye başlanması ve 2022'nin ikinci yarısında operasyonların başlaması öngörülmektedir. Şirket ayrıca Afrika dışında coğrafyalarda oluşabilecek yatırım fırsatlarını değerlendirmeyi planlamaktadır.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

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

### 6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021-2030 yıllarını kapsamaktadır. 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.

### 6.2. Çarpan 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 Naturel gaz'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 çarpanına göre 946,4 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

#### Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat

Naturel gaz Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)	1121,3
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Naturel gaz Halka Arz Sonrası Özsermaye Değeri (mn TL)	849,9
<b>Naturel gaz Halka Arz Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>	<b>8,50</b>

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, çarpan analizine %50 pay verilerek halka arz öncesi 1.121 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %24,2 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 8,5 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

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

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

#### 7. GÖRÜŞ

- Vakıf Yatırım tarafından Naturel gaz için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.
- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğunu söylemek mümkün.
- Değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- Çarpan analizi yapılırken operasyonel kar performanslarına dayanan ve piyasa tarafından daha fazla kullanılan FD/FAVÖK çarpanı üzerinden değerlendirilmiştir. Ancak PD/DD, F/K ve FD/Satışlar gibi değeri yansıtan çarpanların neden ihmal edildiğine yönelik ayrıntılı açıklamaya yer verildiğini düşünüyoruz. Ancak diğer çarpan değerlerinin de değerlendirilmesinde dikkate alınması halinde değerlendirme sonucu ulaşılan fiyatın önemli ölçüde farklılaşabileceği değerlendirilmektedir.
- Yapılan değerlendirme kapsamında şirket özsermaye değerinin ne kadar etkileneceğini göstermek amacıyla kullanılan duyarlılık analizinin yerinde bir yaklaşım olduğu kanaatindeyiz.

- İNA ve FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan birim pay değerine %24,2 iskonto uygulanarak bulunan 8.5 TL halka arz fiyatını yukarıda belirttiğimiz görüşler doğrultusunda makul olduğunu düşünüyoruz.

**Yasal Uyarı Notu:** 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.