

### Raporun Amacı

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, Dinamik Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Naturel gaz" ve/veya Şirket) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz

### Tanımlar, Ürünler ve Özellikleri

- \* **CNG:** Sıkıştırılmış Doğal Gaz
- \* **LNG:** Sıvılaştırılmış Doğal Gaz
- \* **Dökme CNG Dolum İstasyonu:** Ortalama 5.000 m<sup>2</sup>'lik alana kurulu ve doğal gazın CNG kompresörleri ile 200 bara sıkıştırılıp CNG stok ünitelerine aktarıldığı tesisler
- \* **CNG Stok Üniteleri:** Karayolu vasıtasıyla CNG dağıtımı için kullanılan seri bağlı CNG silindirlerinden oluşan CNG Tankeri/ Paletleri
- \* **Kuyu Başı CNG:** Kuyularda atıl olarak kalan doğal gazın CNG sistemi ile değerlendirilerek Türkiye'ye kazandırılması
- \* **Şehir Gazı:** Doğal gazın ulaşmadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi
- \* **Oto CNG İstasyonu:** Araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlar

#### CNG Özellikleri

- \* Gaz fazında ve ortam sıcaklığında
- \* 200 bar dolum ve taşıma basıncı
- \* 0-200 bar aralığında operasyonel basınç
- \* Doğal gaz sayacı ile faturalandırılır

#### LNG Özellikleri

- \* Sıvı fazda -Kriyojenik (-162 °C)
- \* Müşteri sahasında gazlaştırma
- \* 2-4 bar arası operasyonel basınç
- \* Tartı ile ölçülerek kWh'a formüller üzerinden dönüşümü yapılır

### Şirket Hakkında Özet Bilgi

- \* 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-%50 ortaklığı ile kurulan Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2016 yılından itibaren Global Yatırım Holding'in iştiraki olarak taşımalı doğal gaz sektöründe (CNG: Sıkıştırılmış Doğal Gaz / LNG: Sıvılaştırılmış Doğal Gaz) faaliyet göstermektedir.
- \* Naturel gaz, dökme (Endüstriyel) CNG ve LNG alanında, 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.
- \* Oto CNG alanında ise Türkiye genelindeki Oto CNG istasyonları ile CNG kullanan araçlara yakıt tedarik etmekle beraber, dizel çekici ve kamyonların CNG'ye dönüşümü için müşterilerine özel projeler geliştirmektedir.
- \* Naturel gaz, taşımalı doğal gaz sistemini, ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşmadığı ilçe ve beldelere doğal

gaz tedarik etmek üzere de kullanmaktadır. Doğal gazın kullanılacağı ilçe ve beldelerin CNG dolum tesislerine mesafesi, yol şartları ve kullanım miktarlarına bağlı olarak Şehir Gazı operasyonu CNG veya LNG ile yapılmaktadır.

- \* Naturel gaz, ayrıca doğal gaz rezervi bulunan ancak ekonomik veya coğrafi olarak boru hatlarının bağlanması mümkün olmadığı doğal gaz kuyularında CNG sistemi vasıtası ile gazın iletim sistemine taşınması operasyonlarını da yürütmektedir.
- \* 23 Aralık 2020 tarihinde Naturel gaz, 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 birleşmiştir. Bu birleşme ile birlikte Naturel gaz, 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.

## Halka Arz Hakkında Bilgi

- \* Şirket 100.018.594 TL nominal değerli sermayesini 14.981.406 TL'ye çıkartmakta ve ortakların sahip olduğu toplamda 16.382.231 TL nominal değerli hisseler ile birlikte oluşan toplam 31.363.637 TL nominal değerli hisse halka arz edilmektedir.
- \* Halka arzın sabit fiyatla talep toplama şeklinde yapılması planlanmış olup, toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması durumunda 3.136.363 TL nominal değerli A grubu hisselerin de ek satışa konu olabilecektir.
- \* Ek satış hariç halka açıklık oranının %27,27, ek satışın gerçekleşmesi halinde %30 olarak gerçekleşmesi planlanmaktadır.
- \* Lider aracı kurum olan Vakıf Yatırım, ek satış olması halinde bu fonu, hissenin borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün içinde fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılabilecektir. Fiyat istikrarı işlemleri halka arz fiyatının üzerinde olmayacağı gibi yapıp yapılmayacağına dair garanti verilmektedir.
- \* Halka arzdan elde edilecek fonun yaklaşık %10'u şirketin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılması; halka arz gelirinin %20'si Socar Türkiye LNG Satış A.Ş'nin şirket bünyesine katılması işleminin sonucu oluşan banka borcunun kapatılması, %50'si de şirketin CNG, LNG ve Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesini genişletmesi için ekip ekipman ve taşıma ünitesi yatırımlarının yapılması, operasyonların genişletilmesi ve şirketin faaliyet alanlarında inorganik büyümesi için kullanılması planlanmaktadır.
- \* Geriye kalan %20'lik kısım şirketin uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurt dışı yatırımlarına ayrılması planlanmaktadır.
- \* Halka arz tahsisatları %60 Yurtiçi Bireysel Yatırımcı, %30 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı ve %10 da Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı olarak belirlenmiştir.

## İhraç Bilgileri

İhraççı	Naturel Gaz		
Borsa Kodu	NTGAZ	<b>Toplam Halka Arz Edilecek Toplam Hisse (Ek Satış Hariç)</b>	31.363.637 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama	<b>Toplam Halka Arz Edilecek Toplam Hisse (Ek Satış Dahil)</b>	34.500.000 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	<b>Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı (%) (Ek Satış hariç)</b>	%27,27
Aracılık Türü	En iyi gayret aracılığı	<b>Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı (%) (Ek Satış dahil)</b>	%30,00
Talep Toplama Tarihleri	25–26 Mart 2021	<b>Halka Arz Büyüklüğü (TL) Ek Satış Hariç</b>	266.590.915
Halka Arz Fiyatı (TL)	8,5 TL	<b>Halka Arz Büyüklüğü (TL) Ek Satış Dahil</b>	293.250.000
<b>Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal) - sermaye artırımı</b>	14.981.406	<b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>	100.018.594
<b>Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal) - ortak satışı</b>	16.382.231	<b>Halka Arz Sonrası Sermaye</b>	115.000.000
<b>Ek Satış (nominal)</b>	3.136.363		

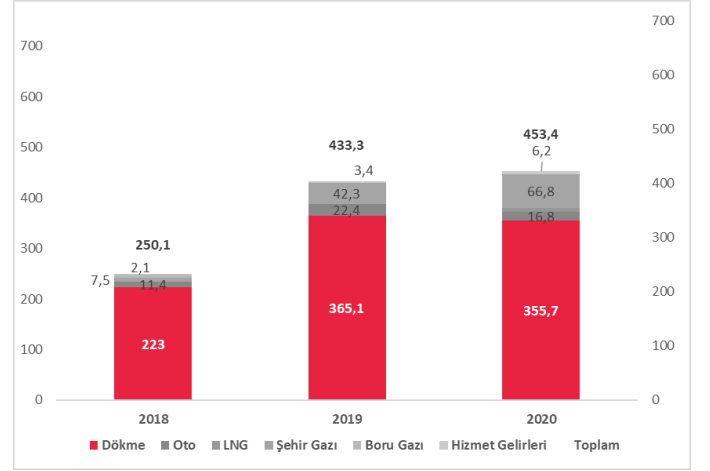
## Halk Arz Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)	Ek Satış Sonrası Sermaye	Ek Satış Sonrası Payı (%)
Global Yatırım Holding	A Grubu İmtiyazsız	95.515.009,49	95,50	83.636.363,00	72,73	80.500.000,00	70,00
Aksel Goldenberg	C Grubu İmtiyazlı	4.267.450,83	4,26	0	-	0	-
Kanat Emiroğlu	A Grubu İmtiyazsız	236.133,68	0,24	0	-	0	-
Halka Açık Kısım	-	-	-	31.363.637,00	27,27	34.500.000,00	30,00
<b>TOPLAM</b>		<b>100.018.594</b>	<b>%100,00</b>		<b>100,00</b>	<b>115.000.000,00</b>	<b>100,00</b>

### Satışlar ve Pazar Payı

- \* Ana istasyon sayısı ve toplu satış hacmi bakımından Türkiye'nin en büyük taşımali doğal gaz şirketi olan Naturel gaz 2014 yılında Çaykur Çay İşletmeleri fabrikalarında kullanılan yakıt sisteminin CNG'ye dönüştürülmesiyle birlikte Türkiye'nin en büyük CNG kontratlarından birine imza attı.
- \* 2016 yılında Dökme CNG altyapısı, Türkiye'nin CNG ihtiyacının % 60'ını karşılayacak seviyeye getiren Şirket, yeni SCADA sistemiyle operasyonel kapasitesini bir sonraki adıma taşıyarak modernize etti ve satış hacmini yaklaşık 140 mcm/yıl'a çıkarttı.
- \* Naturel gaz'ın Dökme CNG müşteri portföyünde büyük müşteri gruplarında; Malt üretim tesisleri, Cips üretim tesisleri, çay fabrikaları (Çaykur ve Lipton), inşaat malzemesi üreticileri, maden suyu fabrikaları, otoyol ve asfalt müteahhitleri, kamu kurumları (KGM, DSİ, Belediyeler...) yer almaktadır.
- \* Şirket 2020 yılı itibarıyla yeni iş girişimleri başlatıp, Oto CNG, Şehir Gazı ve Kuyu CNG operasyonları gibi yeni iş kollarında faaliyet göstermeye başlamıştır. Bu çerçevede 2021 yılında Petrol Ofisi ile iş birliğine gidilerek 2 yıl içerisinde 12 yeni Oto CNG istasyonu açılması konusunda da mutabakata varılmıştır.
- \* Bu girişimler ile Naturel gaz'ın 2020 yılı toplam satış hacmi 173,4 mn Sm<sup>3</sup> olurken toplam net satış gelirleri ise 453,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. Bu performansı ile Şirket'in 2020 yılı sonu itibarıyla Türkiye'deki CNG iş kolundaki pazar payı %72, taşımali gaz (CNG+LNG) pazar payı ise %25 olarak gerçekleşmiştir.

### Ürünler Bazında Satışlar (mn TL)



- \* Şirket 2019 yılından itibaren fiyatlandırma politikasında değişikliğe gitmiş ve uzun süreli sözleşmeler ile gerek kur ve gerekse de gaz alım fiyatlarındaki değişiklikleri belirli bir formül ile müşteriye yansıtmaya başlamıştır. Bunun sonucu olarak 2019 yılından itibaren satış gelirleri önemli ölçüde artmış ve bu durum karlılığa da pozitif yansımıştır.

### Şirket'in Temel Verileri

	2010	2016	2019	2020
Satış Hacimleri (mcm)	13,0	138,3	167,1	173,4
Gelirler (mn TL)	14,8	172,3	433,4	453,4
FAVÖK (mn TL)	2,4	24,0	98,9	96,2
Net Borç (mn TL)	2,3	160,5	84,2	105,0
İş Kolları	Dökme CNG	Dökme CNG Oto CNG	Dökme CNG Oto CNG Şehir Gazı Kuyu CNG	Dökme CNG Oto CNG Şehir Gazı Kuyu CNG LNG (Socar LNG Birleşmesi)

### Finansal Analiz

- \* Şirket satışlarını son 3 yılda ortalama %35 büyütürken 2020 yılında 453,3 mn TL seviyesine getirmiştir. Bu büyümenin en büyük sebebi Şirket'in 2019 yılında değiştirmiş olduğu fiyat politikası ile artık alım kaynaklı kur değişimlerini de fiyatına yansıtma imkanı bulmasıdır.
- \* Bu durum Şirket'in brüt kar marjının %48 seviyesine çıkartarak 119,3 milyon TL olmasını sağlamıştır. Buna bağlı olarak Şirket FAVOK marjını da %15,5 seviyesinden %21,8 seviyesine yükselterek 2020 yılında 96,1 mn TL olarak gerçekleştirmiştir.
- \* Aynı şekilde, Şirket bu yapı değişikliği ile 2019 ve 2020 yıllarında kara geçmiş ve sırasıyla 29,7 mn TL ve 90,1 mn TL kar açıklamıştır. 2020 yılındaki 90,1 mn TL karın 55 mn TL'lik kısmı 2020 Aralık ayında gerçekleşen SOCAR Türkiye'nin LNG operasyonunun devralınmasından doğan değer artış fonundan kaynaklanmaktadır.
- \* Şirket'in yıllar itibariyle nakit döngüsünü 2017 yılındaki 29 gün seviyelerinden 21 güne indirerek işletme sermayesi ihtiyacını

azaltabilmiştir. Bunun sağlanmasında ticari borçların ödeme günlerinin uzaması etkili olmuştur. 2017 yılında ticari borçlar ortalama 24 günde ödenirken, 2020 yılında geldiğinde ödeme vadesinin ortalama 49 güne çıktığı görülmektedir. Bu durum işletmenin sermaye ihtiyacını baskılamış ve pozitif nakit akımı oluşturmuştur.

- \* Şirket'in likidite oranlarına baktığımızda yıllar itibariyle bir iyileşme olduğu gözlenmektedir. Şirket 2017 yılında 0,57 olan Cari Oran rasyosu 2020 yılında 0,91 seviyesine çıkarabilmiştir. Bunda Şirket'in 2019 yılından itibaren fiyatlama politikasını değiştirerek daha karlı olmasının etkisi ve alacaklarını tahsil etme sürecinde sıkıntı yaşamaması etkindir.
- \* Şirket'in net borçluluk tutarı 2020 yılı sonu itibariyle 105 mn TL olup bu borcun %52'si USD bazlı olup kalanı TL'dir. Ayrıca Socar LNG birleşmesi sürecinde kullanılan yaklaşık 30 milyon TL'lik finansman, 2020 yılındaki toplam borç bakiyesinin artmasına neden olmuştur. Halka arzdan elde edilecek gelir ile bu borcun kapatılması planlanmaktadır.

Karlılık Analizler	2017	2018	2019	2020
Brüt Kar Marjı	10,9%	21,9%	26,4%	26,3%
Faaliyet Kar Marjı	-5,5%	5,4%	16,2%	15,0%
Net Kar Marjı	-14,3%	-12,8%	6,9%	19,9%
FAVOK (EBITDA) Marjı	0,0%	15,5%	22,8%	21,2%

### Geleceğe Yönelik Beklentiler

- \* Şirket'in taşıma doğal gaz sektöründe büyüme alanları üç alana yayılmış durumdadır. Dökme Gaz dışında oransal olarak yüksek büyümenin sağlanabileceği alanlar olarak Oto CNG, Şehir Gazı dağıtımı ve yurtdışı operasyonlarını belirlemiştir.
- \* Oto CNG başta çevre regülasyonları olmak üzere karbon salınımı düşük olması nedenleriyle Avrupa ülkelerinde gittikçe daha çok tercih edilebilir hale gelmektedir. Her ne kadar pandemi etkisi ile 2020 yılında Oto CNG satış hacmi düşmüş olsa da önümüzdeki dönemde özellikle otobüs, çekici ve TIR'ların çevre regülasyonları nedeniyle CNG'ye dönüştürüleceği öngörülmektedir.
- \* Bu taleplere hizmet verebilmek amacıyla Şirket, Petrol Ofisi ile 10 Şubat 2021 tarihinde bir protokol imzalamış ve bu protokol ile önceden belirlenen 12 Petrol Ofisi istasyonunda, kendi marka ve lisansları ile Oto CNG satışı satış yapma hakkını elde etmiştir. Bu işbirliği ile Şirket mevcut Oto CNG istasyon sayısını 21'e çıkarmış olacaktır.

- \* Şirket, Şehir Gazı operasyonu ile taşınabilir doğal gaz sistemini, ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere kullanmaktadır. Bu alanda 2020 yılı sonu itibariyle %63 Pazar payına sahip olan Şirket, bu alana ikinci bir faz çalışması ile 5 yıl içerisinde 397 noktaya şehir gazı operasyonu kurmayı ve 1,2 milyon kişiye ulaşarak mevcut satış hacmini 2 katına çıkarmayı planlamaktadır.
- \* Şirket'in belirlediği diğer bir büyüme alanında yurtdışı operasyonlarıdır. Güçlü büyüme rakamları ve yetersiz altyapı ve elektrik üretimi nedeniyle Kamerun, Nijerya, Çad ve Gana başta olmak üzere Afrika ülkeleri CNG ürünü için son derece iyi bir potansiyel olarak görülmektedir. Ülkeler yerel olarak üretilen enerjiyi almayı taahhüt etmektedir. Bu da CNG'den elektrik üretmeyi son derece uygun kılmakta ve Şirket'e de bu gazı taşıyarak önemli fırsatlar sunmaktadır.

### Finansal Tablo Özeti

#### Gelir Tablosu

	2017	2018	2019	2020
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>213.807.988</b>	<b>250.235.590</b>	<b>433.416.282</b>	<b>453.388.932</b>
Satışların Maliyeti (-)	(190.440.264)	(195.410.738)	(319.149.563)	(334.013.584)
<b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>	<b>23.367.724</b>	<b>54.824.852</b>	<b>114.266.719</b>	<b>119.375.348</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(8.398.054)	(10.865.042)	(12.114.419)	(11.262.456)
Pazarlama Giderleri(-)	(22.626.560)	(26.788.731)	(31.332.101)	(39.488.502)
Diğer Faaliyet Gelirleri	394.608	685.597	1.054.183	1.224.143
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(4.429.014)	(4.424.139)	(1.865.593)	(1.811.744)
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>(11.691.296)</b>	<b>13.432.537</b>	<b>70.008.789</b>	<b>68.036.789</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		-	210.583	55.085.696
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(1.469.481)	-	-	-
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>(13.160.296)</b>	<b>13.432.537</b>	<b>70.219.372</b>	<b>123.122.485</b>
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	183.311	158.334	273.762	1.428.210
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	(24.683.604)	(55.155.222)	(32.881.058)	(34.833.013)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>	<b>(37.661.070)</b>	<b>(41.564.351)</b>	<b>37.612.076</b>	<b>89.717.682</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	7.009.372	9.621.121	(7.813.280)	481.003
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>(30.651.698)</b>	<b>(31.943.230)</b>	<b>29.798.796</b>	<b>90.198.685</b>

#### Bilanço

	2017	2018	2019	2020
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>37.581.473</b>	<b>50.016.394</b>	<b>76.942.334</b>	<b>117.486.522</b>
Nakit ve Nakit Benzeri	5.272.536	5.300.520	10.515.131	8.808.168
Finansal Yatırımlar	-	-	-	250.000
Ticari Alacaklar	24.045.420	30.218.718	48.908.905	71.947.195
Diğer Alacaklar	204.022	849.519	767.610	12.136.167
Stoklar	7.049.603	10.366.836	11.273.213	12.062.516
Diğer Dönen Varlıklar	1.009.892	3.280.801	5.477.475	12.282.476
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>144.049.660</b>	<b>207.483.256</b>	<b>196.999.055</b>	<b>284.078.787</b>
Finansal Yatırımlar	412.408	412.408	412.408	412.408
Maddi Duran Varlıklar	116.676.143	190.995.688	181.698.986	258.520.574
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	5.474.470	19.539.120
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.616.271	5.332.946	4.134.881	5.436.291
Peşin Ödenmiş Giderler	2.794.496	1.206.356	485.684	170.394
Ertelenmiş Vergi Varlığı	17.550.342	9.535.858	4.792.626	-
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>181.631.133</b>	<b>257.499.650</b>	<b>273.941.389</b>	<b>401.565.309</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>66.079.095</b>	<b>75.156.228</b>	<b>79.658.428</b>	<b>129.404.839</b>
Kısa Vadeli Borçlar	15.491.337	10.098.463	3.148.489	29.285.664
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	31.007.763	33.291.526	33.845.992	39.089.428
Kiralama İşlerinden Borçlar			2.940.295	12.816.238
Ticari Borçlar	12.886.393	20.403.999	34.671.829	45.575.456
Diğer Borçlar	6.693.602	11.362.240	5.051.823	2.638.053
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>79.270.615</b>	<b>73.462.808</b>	<b>55.603.551</b>	<b>38.731.152</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	78.703.321	72.864.017	51.949.679	27.748.954
Kiralama İşlerinden Borçlar	-	-	2.862.368	5.159.082
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	4.545.584
Uzun Vadeli Karşılıklar	567.294	598.791	791.504	1.277.532
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>145.349.710</b>	<b>148.619.036</b>	<b>135.261.979</b>	<b>168.135.991</b>
<b>Özsermaye</b>	<b>36.281.423</b>	<b>108.880.614</b>	<b>138.679.410</b>	<b>233.429.318</b>
Ödenmiş Sermaye	66.000.000	100.000.000	100.000.000	100.018.594
Diğer Kapsamlı Gelirler	3.998.446	74.540.867	74.540.867	79.580.593
Geçmiş Yıl Kar / Zararları	(3.065.325)	(33.717.023)	(65.660.253)	(35.861.457)
Net Dönem Karı	(30.651.698)	(31.943.230)	29.798.796	90.198.685
<b>TOPLAM SERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>181.631.133</b>	<b>257.499.650</b>	<b>273.941.389</b>	<b>401.565.309</b>

### Değerleme Çalışması Özeti

- \* Vakıf Yatırım değerlendirme çalışmasını İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) ve Çarpan Analizi olmak üzere iki değerlendirme yöntemi kullanarak yapmıştır.
- \* Her iki değerlendirme yöntemine %50 ağırlık vererek bulunan sonuç üzerinden iskonto uygulanarak halka arz fiyatına ulaşılmıştır.
- \* İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde Şirket için 2030 yılına kadar bir nakit akımları analizi yapılmıştır. Bu analiz için Şirket'in 10 yıllık satış projeksiyonları yapılmış ve bu projeksiyonlarda satışların TL bazında ilk iki yılda yıllık ortalama %22 oranında büyüyeceği ve sonraki yıllarda ise ortalama %12 büyüme kaydedeceği öngörülmektedir.
- \* FAVOK ve Brüt Kar Marjındaki iyileşmenin önümüzdeki iki yılda devam etmesi ve 2020 yılında %21 olarak gerçekleşen FAVOK marjının %25'e çıkacağı öngörülmektedir.
- \* Bu iyileşmeler çerçevesinde Şirket'in FAVOK rakamlarının 2022 yılına kadar ortalama %32 büyüyerek 166 mn TL'ye çıkacağı öngörülmektedir.
- \* Bu projeksiyonlar ile hesaplanan INA analizinde Şirket'in idame yatırımları dışında önemli bir yatırım harcamalarının olmayacağı ve nakit döngüsünde büyük bir değişim olmayacağı varsayılmıştır.
- \* İndirgeme hesabı gün olarak yapılmış ve nakit akımları değerlemenin yapıldığı tarih olan 24 Şubat 2021 tarihine indirgenmiştir.
- \* Nakit akımlarının indirgemesinde AOSM hesabı kullanılmış ve Şirket'in projeksiyon dönemindeki borç ve sermaye yapısı gözetilerek bir AOSM oranı hesaplanmıştır. Risksiz faiz oranı olarak değerlemenin yapıldığı tarihten geriye altı aylık ortalama 10 yıllık tahvil getirileri kullanılmıştır. Uç değer hesaplamasında da artık büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.
- \* Bu varsayımlar ışığında hazırlanan özet INA Analizi aşağıda verilmektedir. Bu veriler çerçevesinde Şirket'in Piyasa Değeri net borç düşüldükten sonra 1.296 mn TL olarak belirlenmektedir.

### İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

Mn TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	453	573,8	674,8	756,9	849,5	952	1068,6	1197,5	1338,2	1493,2	1663,7
SMM	334	412,8	470,8	526,6	590,1	659,6	738,8	826,3	922,5	1028,8	1144,6
Brüt Kar	119,4	161	204	230,3	259,4	292,4	329,8	371,2	415,7	464,4	519,1
Faaliyet Giderleri	50,8	59,7	68,9	77	85,7	95,4	106	117,8	130,4	144,3	159,9
Faaliyet Karı	68,6	101,3	135,1	153,3	173,7	197	223,8	253,4	285,3	320,1	359,2
Amortisman	27,6	29,4	31,5	33,7	36	38,6	41,4	44,3	47,3	50,5	54,2
<b>FAVOK</b>	<b>96,2</b>	<b>130,6</b>	<b>166,5</b>	<b>187</b>	<b>209,6</b>	<b>235,5</b>	<b>265,1</b>	<b>297,6</b>	<b>332,6</b>	<b>370,5</b>	<b>413,4</b>
<b>Serbest Nakit Akımı</b>											
FAVOK	96,2	130,6	166,5	187,0	209,6	235,5	265,1	297,6	332,6	370,5	413,4
Vergi (-)		22,3	27	30,7	34,7	39,4	44,7	50,7	57,1	64	71,8
Yatırım Harcamaları (-)		28,7	32,1	34,1	36,1	40,5	42,7	44,9	46,8	50,4	56,2
Net İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)		30,6	7,9	3	4,3	2,5	7,2	5,4	7,7	9,7	8,9
<b>Net Nakit Akımı</b>		<b>49,0</b>	<b>99,5</b>	<b>119,2</b>	<b>134,5</b>	<b>153,1</b>	<b>170,5</b>	<b>196,6</b>	<b>221,0</b>	<b>246,4</b>	<b>276,5</b>
İskonto Oranı		17,6%	17,6%	17,5%	17,4%	17,4%	17,3%	17,2%	17,2%	17,1%	17,0%
NBD		652,3									
Artık Büyüme Oranı		5%									
Artık Değer		3028									
Artık Değerin Bugünkü Değeri		749									
<b>Toplam Firma Değeri</b>		<b>1401,30</b>									
Net Borç (-)		105,0									
<b>Piyasa Değeri</b>		<b>1296,3</b>									

## Değerleme Çalışması Özeti

- \* Çarpan Analizinde yurtdışı benzer şirketler rakamları ile yurtiçinde benzer operasyon yapısına sahip şirket olmadığı için değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.
- \* Çarpan analizinde FD/FAVOK çarpanı kullanılmış, F/K ve diğer rasyolar karşılaştırılabilir bulunmadığı için dikkate alınmamıştır.
- \* Yurtdışı benzer şirketler olarak Çin, Güney Kore gibi Uzakdoğu şirketleri ağırlıklı olarak kullanılmış ve ortalama FD/FAVOK değeri son 12 aylık veriler bazında 10,93x olarak hesaplanmıştır.
- \* Bu veriler çerçevesinde Şirket'in Firma Değeri 1051 mn TL olarak hesaplanmış ve net borç düşüldükten sonra Piyasa Değeri 946 mn TL olarak hesaplanmıştır.
- \* Yukarıdaki değerlendirme yöntemleri ışığında her iki yöntemde %50 ağırlık verilerek Şirket'in piyasa değeri 1121,3 mn TL olarak belirlenmiş ve bu değer üzerinden %24 halka arz iskontosu uygulanarak Naturel Gaz'ın halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 849,9 mn TL ve birim pay değeri de 8,5 TL olarak belirlenmiştir.

## Çarpan Analizi

mn TL	FD/FAVOK
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpan Ortalaması (Son 12 aylık)	10,93
FAVOK	96,2
<b>Firma Değeri</b>	<b>1051,2</b>
Net Borç (-)	105,0
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>946,1</b>

## Fiyalama

Final Değerleme (mn TL)	
INA Analizinden Elde Edilen Piyasa Değeri	1296,3
Çarpan Analizinden Elde Edilen Piyasa Değeri	946,1
<b>Naturel Gaz Piyasa Değeri</b>	<b>1121,2</b>
Halka Arz İskontosu	24%
<b>Halka Arz İskontosu sonrası Piyasa Değeri</b>	<b>849,9</b>
Ödenmiş Sermaye (TL)	100.018.594
<b>Hisse Birim Değeri (TL)</b>	<b>8,50</b>

## Değerlendirme ve Sonuç

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Naturel Gaz hakkında verilen bilgilerin, kapsamlı, detaylı, net ve anlaşılır olduğunu düşünmekle birlikte, değerlendirme raporuna ilişkin olarak görüşlerimizi aşağıda belirtmekteyiz.

- \* Değerleme için Çarpan Analizi ile birlikte İNA analizinin kullanılmasını uygun bulmakta ve her iki yöntemde de eşit ağırlık verilmesini makul bulmaktayız.
- \* Çarpan Analizi için yurtiçinde benzer operasyona sahip halka açık şirket olmadığını için sadece yurtdışı benzer şirketlerin kullanılmasını uygun bulmaktayız. Değerleme sırasında sadece FD/FAVOK rasyosunun kullanılmasını makul bulmaktayız.
- \* İNA analizi için kullanılan varsayımları şirketin büyüme hedefleri çerçevesinde makul bulmakla birlikte iyimser bir yaklaşım içinde olduklarını düşünmekteyiz.
- \* İNA analizi için kullanılan AOSM yönteminin ve hesaplamasını uygun bulmakla birlikte, son hafta içinde Merkez Bankası başkanının değişmesi ile birlikte yaşanan volatilité sonucu risksiz faiz oranlarının artmasının iskonto oranlarını değiştirebileceğini ve bu değişen oranların İNA değerini etkileyebileceğini belirtmek isteriz.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, uygulanan iskonto oranının ve 8,5 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

## Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma

Kültür Mah. Nispetiye Cad. Akmerkez  
No: 56/13 B3 Blok Kat: 7 34340  
Beşiktaş İSTANBUL

**Telefon:** (850) 450 36 65  
**Telefon:** (212) 353 10 54  
**Faks:** (212) 353 10 46

**E-posta:** [arastirma@dinamikmenkul.com.tr](mailto:arastirma@dinamikmenkul.com.tr)

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 raporda yer alan bilgiler Dinamik Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Dinamik Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Dinamik Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Dinamik Menkul Değerler A.Ş. bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir.*