ÜNLÜ Menkul

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
'Naturelgaz'

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu
Değerlendirme Raporu

24 Mart 2021

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.
Ahi Evran Caddesi Polaris Plaza No: 21 K: 1 34398 Maslak - Sarıyer - İstanbul - Türkiye
T: +90 212 367 36 36 F: +90 212 346 10 40 www.unluco.com Tic. Sic. No: İstanbul-271186

İçindekiler

1. Raporun Amacı 3
2. Halka Arz Bilgileri 3
2.1 Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler 3
2.2 Halka Arza İlişkin Özet Tablo 4
3. Şirket Hakkında Özet Bilgi 4
3.1 Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. 4
3.1.1 Türkiye Faaliyetleri 5
3.1.2 Ürün Bazlı ve Bölgelere Göre Satış Dağılımları 5
3.2. Pazar Hakkında Bilgi 6
3.3 Şirket Hakkında Finansal Bilgiler 6
3.3.1 Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı 6
3.3.2 Yıllık Gelir Tablosu (2018, 2019 ve 2020) 8
3.3.3 Gerçekleşen Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (2018, 2019 ve 2020) 8
3.3.4 FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi (2018, 2019 ve 2020) 9
3.3.5 Gerçekleşen Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2018, 2019 ve 2020) 9
4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi 9
5. Sonuç – Değerleme Hakkındaki Görüşümüz 10

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Naturelgaz") Fiyat Tespit Raporu Değerlendirme Raporu

1. Raporun Amacı

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") pay ve pay benzeri menkul kıymetlerin ihracına ilişkin usul ve esasların düzenlendiği 22/06/2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrası çerçevesinde ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır. Rapor, Konsorsiyum Lideri Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("VAKIF Yatırım") ve eş lider Global Menkul Değerler A.Ş.'nin ("GLOBAL Menkul") "En İyi Gayret Aracılığı" yoluyla arz edeceği Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Naturelgaz) paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("VAKIF Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu yöntem, içerik ve varsayımlar açısından analiz edip değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan analiz raporunda 5. kısımda bulunan Sonuç (sayfa 10) değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler; izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile VAKIF Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

İşbu rapor yalnızca ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.'nin fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü ve değerlendirmeleri olup yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri, teklif veya tavsiye niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararlarının halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

2. Halka Arz Bilgileri

2.1 Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz satış yöntemi "**Sabit Fiyat ile Talep Toplama**" ile gerçekleştirilecek olup, konsorsiyum liderleri VAKIF Yatırım ve eş lider GLOBAL Menkul ve diğer katılımcı kuruluşlar "En İyi Gayret Aracılığı" ile görev alacaktır.

Halka arz edilecek A grubu imtiyazsız hisse senetleri – 3.136.363 TL nominal değerli olası ek satış hariç – 31.363.637 TL nominal adetten oluşmaktadır.

Halka arz fiyatı 8,50 TL olarak belirlenmiş olup, halka arz büyüklüğü ek satış dahil 293.250.000 TL'dir.

2.2 Halka Arza İlişkin Özet Tablo

Halka Arz	Halka Arz Öncesi Sermaye	100.018.594 TL	Halka Arz Fiyatı (1TL nom. pay için)	8,50 TL
	• **Ortak Satışı**	16.382.231 TL (nom.)	139,3 milyon TL	
	• Sermaye Artırımı	14.981.406 TL (nom.)	127,3 milyon TL	
	• **Ek Satış**	3.136.363 TL (nom.)	26,7 milyon TL	
	Halka Arz Sonrası Sermaye	115.000.000 TL	Arz Büyüklüğü (ek satış dahil)	266,6 mn TL (293,3 mn TL)
	Halka Açıklık Oranı (ek satış dahil)	%27,27 (%30)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	977,5 milyon TL
Talep Toplama	25 – 26 Mart 2021			
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama			

Kaynak: VAKIF Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Naturelgaz İzahname

3. Şirket Hakkında Özet Bilgi[1]

3.1 Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş., 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin ortaklığı ile kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu taşımalı doğal gaz ürünleridir. Endüstriyel alanda CNG (sıkıştırılmış doğal gaz) ve LNG (sıvılaştırılmış doğal gaz) ürünleri ile faaliyet gösterirken, CNG ürününü ise şehirlerarası yük taşımacılığı ve şehir içi yolcu taşıması yapan otobüs, kamyon gibi ağır vasıtalara tedarik etmektedir.

Şirket, 13 endüstriyel dolum tesisi, 56.650 adet CNG silindir, 341 adet CNG tankeri, 22 araçlık çekici filosu ve 67 adet endüstriyel CNG kompresörüyle hizmet vermektedir. Buna ek olarak, Socar LNG A.Ş.'nin 23.12.2020 tarihinde şirket bünyesine katılmasıyla birlikte Naturelgaz 6 LNG kara tankeri, 44 adet LNG stok tankı ve 94 adet buharlaştırıcı ile LNG ürününün tedariğini de yaparak, taşımalı doğal gaz sektöründeki ürün yelpazesini genişletmiştir. Şirket, 2020 yılını 173,4 milyon metreküp doğal gaz dağıtımıyla kapatmıştır.

[1]Source: VAKIF Yatırım, Naturelgaz

3.1.1 Türkiye Faaliyetleri

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş., farklı sektörlerde faaliyet gösteren fabrikalara, otellere, asfalt üretim tesislerine ve enerji üretim tesislerine endüstriyel (dökme) CNG ve LNG tedarik etmektedir. Şirket, Türkiye genelindeki Oto CNG istasyonları ile CNG kullanan araçlara yakıt tedarik etmektedir. Şirket aynı zamanda, taşımalı doğal gaz sistemiyle, ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı yerlere doğal gaz tedarik etmektedir. Şirket, CNG veya LNG ile doğal gazın kullanılacağı ilçe ve beldelere Şehir Gazı alanında hizmeti vermektedir.

3.1.2 Ürün Bazlı ve Bölgelere Göre Satış Dağılımları

Ürünler	2018		2019		2020	
	TL	%	TL	%	TL	%
Endüstriyel (Dökme)	222.960.724	89,1	365.137.526	84,2	355.710.105	78,5
Oto CNG (sıkıştırılmış doğal gaz)	11.432.417	4,6	22.422.364	5,2	16.827.937	3,7
LNG (sıvılaştırılmış doğal gaz)	524.703	0,2	121.059	0,0	7.871.249	1,7
Şehir Gazı	7.529.395	3,0	42.341.450	9,8	66.811.392	14,7
Boru Gazı	5.647.632	2,2	-	-	-	-
Hizmetler	2.140.718	0,9	3.393.883	0,8	6.168.249	1,4
TOPLAM	**250.235.590**	**100**	**433.416.282**	**100**	**453.388.932**	**100**

Kaynak: Naturelgaz İzahname

COĞRAFİ BÖLGE	2018 Yılı	2019 Yılı	2020 Yılı
	(%)	(%)	(%)
Karadeniz	34	34	30
İç Anadolu	18	19	20
Ege	16	17	19
Akdeniz	15	12	11
Marmara	10	13	10
Doğu Anadolu	5	6	9
Diğer	2	0	2
TOPLAM	**100**	**100**	**100**

Kaynak: Naturelgaz İzahname

3.2. Pazar Hakkında Bilgi

2020 yılında Aralık ayına kadar yayınlanan aylık EPDK raporlarına göre 2020 sonu itibariyle CNG ve LNG ürünlerinden oluşan ve Dökme Gaz, Şehir Gazı ve Oto CNG'yi içeren doğal gaz pazarının büyüklüğünü 695,3 milyon sm3 olarak gerçekleşmiştir. Bu pazarın 236,1 milyon sm3 ile %34'ünü CNG ürünü oluşturmaktadır. Fakat 695,3 milyon sm3 olan doğal gaz üretimi Türkiye'nin toplam tüketiminin yaklaşık olarak sadece %1'ini karşılamaktadır ve bu yüzden Türkiye doğal gaz ihtiyacını Rusya'dan, İran'dan, Cezayir'den ve Azerbaycan'dan ithalat ile karşılamaktadır. Türkiye, boru hattı bağlantısı bulunmadığı ülkelerden doğal gazı LNG olarak almaktadır. 2019 yılı itibariyle Türkiye'de BOTAŞ ana iletim hatlarının toplam uzunluğu 18.3 km'dir ve 81 ilde 550 ilçeye ulaşmaktadır. Türkiye'de sektörel dağılıma bakınca en çok doğal gaz tüketimi sırasıyla konut sektörüne, sonra dönüşüm sektörüne, sanayi sektörüne, hizmet sektörüne ve enerji sektörüne aittir.

3.3 Şirket Hakkında Finansal Bilgiler

Şirket'in net satış geliri 2019 yılında, 2018 yılına göre yaklaşık 2 kat arttırmış ve 433,4 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2020 yılında ise 2019 yılına göre %4,6 arttırarak 453,4 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in 2018 yılında %21,9 olan brüt kar marjı, 2020'de %26,3 olmuştur. Şirket aynı zamanda, 2018 yılında 38,8 milyon TL FAVÖK ile %15,5'lik bir marja, 2019 yılında 99 milyon TL FAVÖK ile %22,8'lik bir marja ve 2020 yılında ise 96,2 milyon TL FAVÖK ile %21,2'lik bir marja ulaşmıştır.

(milyon TL)	**2018**	**2019**	**2020**
Nakit ve nakit benzerleri	5	11	9
Diğer dönen varlıklar	45	66	109
Maddi duran varlıklar	191	182	259
Diğer duran varlıklar	16	15	25
Toplam Varlıklar	**257**	**274**	**402**
Finansal yükümlülükler	116	95	114
Diğer yükümlülükler	32	40	55
Özkaynaklar	109	139	233
Toplam Kaynaklar	**257**	**274**	**402**

Kaynak: Naturelgaz İzahname

3.3.1 Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Şirket'in 100.018.594 TL'lik sermayesi, çıkarılmış sermayenin %95,74'üne tekabül eden 95.751.143,17 TL nominal değerli 95.751.143,17 adet A grubu imtiyazsız ve %4,27'sine tekabül eden 4.267.450,83 TL nominal değerli 4.267.450,83 adet C grubu imtiyazlı paylara ayrılmıştır.

Şirket'in Halka arzı, Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait toplam 16.146.097,32 TL nominal değerli 16.146.097,32 adet pay ve Kanat Emiroğlu'na ait 236.133,68 TL nominal değerli 236.133,68 adet payın satışı ve Şirket sermayesinin 100.018.594 TL'den 115.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 14.981.406 TL nominal değerli 14.981.406 adet payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Aksel Goldenberg'in Şirket sermayesinde sahip olduğu imtiyazlı C grubu payların tamamı, nominal adedine eşit adette belirlenecek imtiyazsız A grubu paylar olarak, hissedarlardan Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından satılacak imtiyazsız A grubu paylara eklenecektir.

Şirket'in 100.018.594 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, 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.

Şirket'in güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Unvanı	Halka Arz'dan Önce		Pay Grubu	Halka Arz'dan Sonra		Pay Grubu	Halka Arz'dan Sonra (ek satış olursa)	
	TL	%		TL	%		TL	%
Global Yatırım Holding A.Ş.	95.515.009,49	95,50	A Grubu imtiyazsız	83.636.363	72,73	A Grubu imtiyazsız	80.500.000	70
Aksel Goldenberg	4.267.450,83	4,27	C Grubu imtiyazlı	0	-	A Grubu imtiyazsız	0	-
Kanat Emiroğlu	236.133,68	0,24	A Grubu imtiyazsız	0	-	A Grubu imtiyazsız	0	-
Halka Açık Kısım	-	-	A Grubu imtiyazsız	31.363.637	27,27	A Grubu imtiyazsız	34.500.000	30
TOPLAM	**100.018.594**	**100**		**115.000.000**	**100**	**Tamamı A Grubu imtiyazsız**	**115.000.000**	**100**

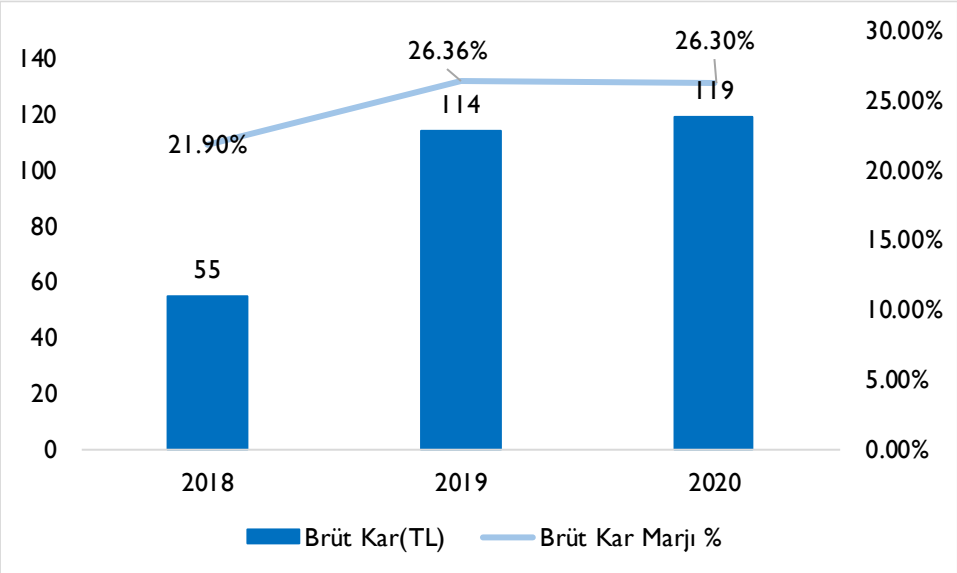
Kaynak: Naturelgaz İzahname

3.3.2 Yıllık Gelir Tablosu (2018, 2019 ve 2020)

(milyon TL)	2018	2019	2020
Gelirler	250	433	453
Satış Maliyeti	(195)	(319)	(334)
Brüt Kar	55	114	119
Faaliyet Giderleri	(41)	(44)	(51)
Faaliyet Karı/(Zararı)	13	70	68
Yatırım Faaliyetleri	0	0	55
Net Finansal Giderler	(55)	(33)	(33)
Vergi	10	(8)	0
Dönem Net Karı/(Zararı)	**(32)**	**30**	**90**

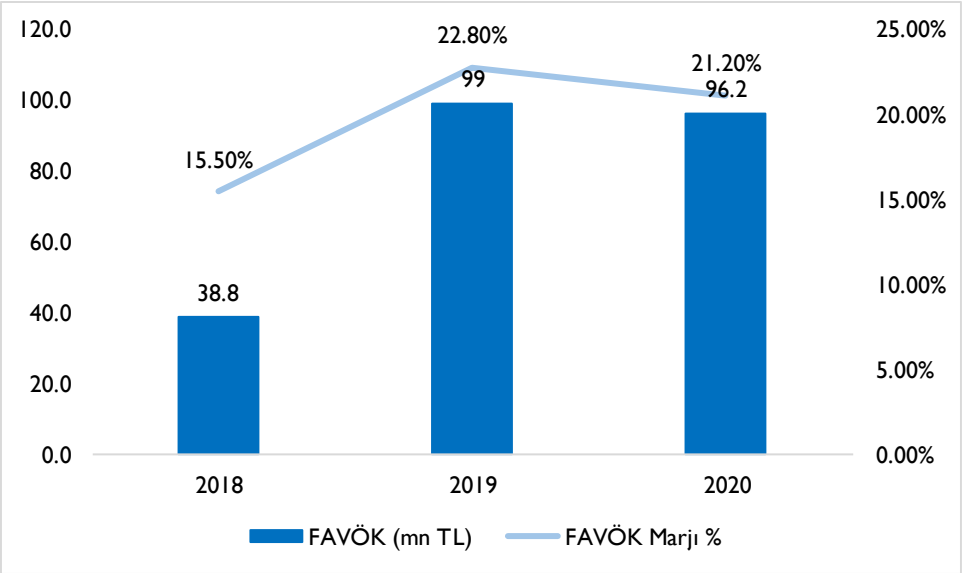
Kaynak: Naturelgaz İzahname

3.3.3 Gerçekleşen Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (2018, 2019 ve 2020)



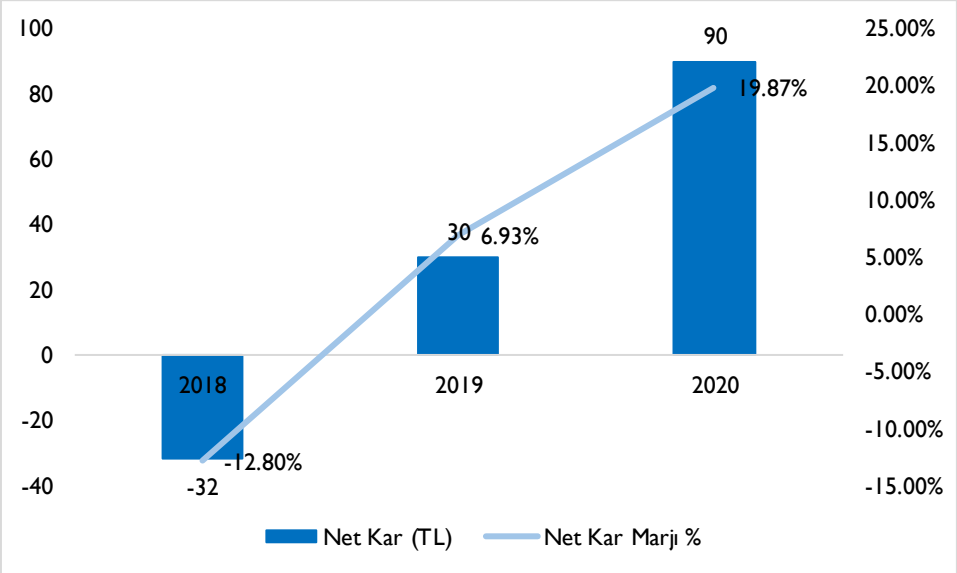
Kaynak: Naturelgaz İzahname

3.3.4 FAVÖK ve FAVÖK Marjı Gelişimi (2018, 2019 ve 2020)



Kaynak: Naturelgaz İzahname

3.3.5 Gerçekleşen Net Kar ve Net Kar Marjı Gelişimi (2018, 2019 ve 2020)



Kaynak: VAK Naturelgaz İzahname

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş değerleme çalışmasında İNA ve FD/FAVÖK çarpan analiz yöntemleri kullanılmıştır. İNA yöntemi kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.296,2 milyon TL, FD/FAVÖK çarpan analizi kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri ise 946,4 milyon TL'dir. Her iki değerlemeye %50 ağırlık verilmesi ile halka arz öncesi değer ise 1.121,3 milyon TL olarak

belirlenmiştir. Buna göre birim pay fiyatı 11,21 TL olarak tespit edilirken halka arz fiyatı ise %24,2 oranındaki iskonto sonrasında 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu ve Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
İNA	50	1.296,2
Çarpan Analizi (FD/FAVÖK)	50	946,4
Değerleme Sonucu Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)		1.121,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		11,21
Halka Arz İskontosu (%)		24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (mn TL)		849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)		**8,5**

Kaynak: VAKIF Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5. Sonuç – Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan finansal bilgilerin ve değerleme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yapılırken tek bir yönteme bağlı kalmak yerine İNA ve çarpan analizi ile birden fazla yöntemin kullanılmış olmasının önemli olduğunu düşünüyoruz. Ancak çarpan analizinde FD/FAVÖK'ün yanında seçilebilecek diğer çarpanların işaret ettiği sonuçların da değerlemeye yansıtılması daha sağlıklı olurdu.
- Faaliyete henüz geçmemiş olan operasyonların değerlemeye yansıtılmamasını doğru buluyoruz.
- Borsa İstanbul'da işlem gören enerji şirketlerinin gerek yapısal farklılıkları gerekse sektörün farklı alanlarında faaliyet göstermelerinden dolayı hesaplamalara dahil edilmemiş olmalarının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen 8,50 TL'lik halka arz fiyatını makul buluyoruz.

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği göz önüne alınmalıdır.

Bu raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK Mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerini de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz. Bu rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.