

Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") **Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.** ("Naturel Gaz" veya "Şirket") için 04.03.2021 tarihinde hazırladığı ve 19.03.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Hak Sahibi Ortaklar
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	100.018.594 TL
SPK Onay Tarihi	18.03.2021
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (lider) ve Konsorsiyum Üyeleri
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Talep Toplama Tarihleri	25 - 26 Mart 2021
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	31.363.637 TL / Grubu A (imtiyazsız) - 14.981.406 TL (Yeni Pay İhracı/Sermaye Artırımı) - 16.382.231 TL (Ortak Satışı)
Şirket Hedef Piyasa Değeri	1.121,3 milyon TL
Halka Arz İskontosu	%24,2
İskonto Sonrası Piyasa Değeri	849,9 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	977,5 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	115.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%27,27
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	3.136.363 / A Grubu (imtiyazsız)
Ek Satış Sonrası Halka Arz Edilen Paylar	34.500.000 TL
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%30,00
Halka Arz Büyüklüğü - Ek satış dahil	266.590.915 TL (127,3 mn TL Şirket; 139,2mn TL Hak Sahibi Ortak) 293.250.000 TL (127,3 mn TL Şirket; 165,9mn TL Hak Sahibi Ortak)
Borsa Kodu / Pazar	NTGAZ/ Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	1/2 Nisan 2021
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmaktadır / Vakıf Yatırım Menkul Değerler (30 gün)
Şirket ve Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	-İhracı 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 bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacaktır. Ayrıca ortaklar Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süre ile elinde bulundurdukları payları halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa'da satmayacaklarını taahhüt etmektedirler.
Fon Kullanım Yeri	-İşletme sermayesinin finansmanı : %10 -Socar LNG hisse devrine ilişkin borç kapama - %20

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiksel şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

	-Altyapı yatırımları (ekipman, yeni tesis, taşıma ünitesi vb.) ve yurt içi inorganik büyüme - %50 -Yurtdışı yatırımları - %20
Tahsisat	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılara : %60 (18.818.182 TL nominal) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılara : %30 (9.409.091 TL nominal) Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılara : %10 (3.136.364 TL nominal)
Talepte Bulunma Şekli	Yurtiçi bireysel yatırımcılar talep ettikleri pay adedine ilişkin Talep bedelini nakden/hesaben ödeyebilecekler, ya da blokaj yöntemi ile teminat göstererek talepte bulunabileceklerdir. Talepler izahnamede ilan edilen konsorsiyum üyeleri tarafından toplanacaktır. Yurtiçi kurumsal yatırımcıların talepleri izahnamede ilan edilen konsorsiyum üyeşeri tarafından toplanacaktır. Yabancı kurumsal yatırımcıların talebi ise sadece Vakıf Yatırım ve konsorsiyum eş lideri Global Menkul tarafından toplanacaktır.
Azami Talep Tutarı	Yatırımcılar için herhangi bir lot sınırlaması yoktur.
Dağıtım Şekli	Talepte bulunan yurtiçi bireysel yatırımcılara ilk aşamada 1'er adet pay verilecek, daha sonra kalan tahsisat miktarının kalan pay talep miktarına bölünmesi ile "arzın talebi karşılama oranı" bulunacak ve oransal dağıtım yapılacaktır. Bulunan Arzın Talebi Karşılama Oranı her bir yatırımcıya ait kişisel talep ile çarpılacak ve paylar dağıtılacaktır. Yurtiçi ve Yurtdışı kurumsal yatırımcılara dağıtıma Vakıf Yatırım ve ihraççı karar verecektir. Mükerrer talep kontrolü yapılmayacaktır.
Dağıtım Zamanı	Vakıf Yatırım, talep toplama süresinin bitimini izleyen en geç 1 (bir) iş günü içerisinde dağıtım listelerini, her bir tahsis grubu için ayrı ayrı kesinleştirerek Şirket'e ve Halka Arz Edenler'e verecektir. Şirket ve Halka Arz Edenler, dağıtım listelerini en geç kendisine teslim edilen gün içerisinde onaylayacak ve onayı Vakıf Yatırım'a bildirecektir. Kaydi paylar azami dağıtım listesinin kesinleştiğinin konsorsiyum üyelerine bildirimini takip eden 2 (iki) iş günü içerisinde pay bedellerinin ödenmesi şartı ile teslim edilecektir.
Ödeme	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar, Dağıtım listelerinin açıklandığı gün saat 12:00'a kadar dağıtım listesine göre almayı hak ettikleri payın bedelini nakden ödeyebilirler. Bu durumda, teminata alınan kıymetler ve/veya dövizler üzerindeki bloke aynı gün kaldırılır. Dağıtım listelerinin açıklandığı gün saat 12:00'a kadar dağıtım listesine göre almayı hak ettikleri payın bedelini kısmen nakden ödeyebilirler. Bu durumda, bedeli ödenmeyen kısmın tahsil edilebilmesi için teminata alınan kıymetler yatırımcının belirteceği sıra ile bozdurulacaktır Yurtiçi ve yurtdışı kurumsal yatırımcılar pay bedellerini talep anında ödemeyebilir. Dağıtım listesinin açıklanmasını takiben ikinci iş günü saat 12:00'ye kadar talepte buldukları konsorsiyum üyesine nakden ödeyecektir.

Kaynak: İzahname

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

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 tedarigi gerçekleştirilmektedir. CNG ve LNG sistemleri, boru hattının ulaşmadığı veya ulaşmasının ekonomik açıdan uygun olmadığı bölgelerdeki doğal gaz arzını karşılamak için kullanılmaktadır.

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

CNG sistemi: Bu sistemde doğal gaz, boru hattından çekilerek özel kompresörler ile Şirket'in dolmuş tesislerinde 200 bar basınçta sıkıştırılmakta ve CNG stok ünitelerinin (paletlerin) içine yerleştirilmiş tüplere doldurularak CNG taşıma üniteleri ile müşteri sahalarına taşınmaktadır. Müşteri sahasında kurulmuş olan basınç düşürücü sistem vasıtasıyla 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 tedariği sağlanmaktadır. Şirket, Türkiye'de özellikle CNG ürünü alanında en güçlü altyapıya sahip firma olup: CNG ürününde; 13 adet endüstriyel CNG dolmuş 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 tankı 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 vasıtasıyla 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 suretiyle 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 dolmuş tesisi ile 6 adet Oto CNG istasyonu katmış olup, stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında daha aktif olarak faaliyet göstermeye başlamıştır.

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 sm³ tahmin etmekte olup, 233,6 milyon sm³ 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 sm³ CNG ve 3,2 milyon m³ 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.

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiksel şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım-satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.



4- Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır:

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
Esas Faaliyet Karı /Zararı	13.432.537	70.008.789	68.036.789
Finansman Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	13.432.537	70.219.372	122.615.388
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	(41.564.351)	37.612.076	89.210.585
DÖNEM KARI/ZARARI	(31.943.230)	89.691.588	89.691.588

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır:

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen Varlıklar	50.016.394	76.942.334	117.486.522
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
Duran Varlıklar	207.483.256	196.999.055	284.078.787
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
TOPLAM VARLIKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75.156.228	79.658.428	129.404.839
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
Uzun Vadeli Yükümlülükler	73.462.808	55.603.551	38.731.152
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Diğer Yükümlülükler	598.791	791.504	5.823.116
Özsermaye	108.880.614	138.679.410	233.429.318
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
TOPLAM KAYNAKLAR	257.499.650	273.941.389	401.565.309

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiksel şekli ve bilgiler hazırladığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

5- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

İzahname tarihi itibarıyla Naturalgaz'ın çıkarılmış sermayesi 100.018.594 TL olup Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 250.000.000 TL'dir. Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ile imzalanan 30 Mart 2015 tarihli Genel Kredi Sözleşmesi kapsamında kullanılan kredilerin teminatını teşkil etmek üzere Şirket hisselerinin %100'ü bankalar lehine rehnedilmiş iken, Şirket'in halka arz kararı almasını müteakip bankalara yapmış olduğu talep üzerine kredi geri ödeme performansı bankalarca göz önüne alınarak öncelikle 24.09.2020 tarihinde Şirket mevcut sermayesinin %12,5'ine tekabül eden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait 12.263.866,32 adet ve Kanat Emiroğlu'na ait 236.133,68 adet olmak üzere, toplam 12.500.000 TL nominal değerli 12.500.000 adet pay ve Şirket mevcut sermayesinin %7,0'sine tekabül eden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait 7.000.000 TL nominal değerli pay olmak üzere toplam 19.500.000 TL nominal değerli payın üzerinde mevcut rehin fek edilmiştir. Bankalarca ayrıca, Şirket'in sermaye artırımını sonrası ihraç edilecek 14.981.406,00 TL değerinde payın üzerine de rehin tesis edilmemesine karar verilmiştir.

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 devredebilecektir. 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 öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

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	95,50	83.636.363	72,73	80.500.000	70,00
Aksel Goldenberg	C İmtiyazlı	4.267.451	4,27	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	A İmtiyazsız	236.134	0,24	-	-	-	-
Halka Açık Kısım	A İmtiyazsız	-	-	31.363.637	27,27	34.500.000	30,00
<i>Sermaye Artırımı</i>				<i>14.981.406</i>	<i>13,03</i>	<i>14.981.406</i>	<i>13,03</i>
<i>Ortak Satışı</i>				<i>16.382.231</i>	<i>14,25</i>	<i>19.518.594</i>	<i>16,97</i>
Toplam		100.0018.594	100,00%	115.000.000	100,00	115.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

Hissedarlardan Aksel Goldenberg, Şirket hisselerinin Borsa İstanbul pazarlarından birinde işlem görmeye başladığı ilk gün, sahibi olduğu C grubu imtiyazlı payları halka arz fiyatı üzerinden Global Yatırım Holding A.Ş.'ye borsa dışında devredecek, Global Yatırım Holding A.Ş. de bu paylara denk gelen net halka arz gelirini Aksel Goldenberg'e ödeyecektir. Böylelikle Aksel Goldenberg halka arz ile birlikte Şirket'in sermayesinde sahip olduğu tüm payları satmış ve hissedarlıktan çıkmış olacaktır

6- Değerleme Çalışması Hakkında

a. Değerlemede esas alınan finansal ve operasyonel veriler ve projeksiyonlar

Şirket'in operasyonel karlılığına yönelik oranlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Naturel Gaz'in FAVÖK marjı 2018 yıl sonunda %15,5, 2019 yıl sonunda %22,8, 2020 yıl sonunda %21,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Karlılık Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Net Satışlar	250.236	433.416	453.389
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
Brüt Kar Marjı %	21,9%	26,4%	26,3%
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
FAVÖK Marjı	15,5%	22,8%	21,2%
Net Kar	-31.943	29.799	90.199

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiksel şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

Net Kar Marjı -12,8% 6,9% 19,9%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Net Finansal Borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli mali borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmıştır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değerinden düşülmüştür. Naturel Gaz'ın 31 Aralık 2020 tarihli Net Finansal Borç pozisyonu, aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Finansal Borçlar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	43.389.989	39.934.776	81.191.330
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.864.017	54.812.047	32.908.036
Toplam	116.254.006	94.746.823	114.099.366

Borçluluk Analizi	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Finansal yükümlülükler	116.254.006	94.746.823	114.099.366
Eksi - Hazır Değerler	5.300.520	10.515.131	9.058.168
Net Borç	110.953.486	84.231.692	105.041.198
Toplam Özkaynak	108.880.614	138.679.410	233.429.318
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	102%	61%	45%
Net Borç/FAVÖK	2,9x	0,9x	1,1x

Şirket'in Net Borç/FAVÖK oranı 31.12.2018 tarihinde 2,9 iken, 2019 yıl sonunda 0,9, 2020 yılsonunda ise 1,1, seviyesinde gerçekleşmiştir.

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları oluşturulurken Şirket'in 2021-2030 döneminde Dökme CNG, Şehir Gazı, Oto CNG, ve LNG operasyonlarından elde edeceği gelirlerinin yıllık bileşik büyüme oranlarının sırasıyla %11,6, %17,8, %9,5 ve %9,0 olacağı öngörülmüştür. Söz konusu satış geliri büyüme tahminleri altında, %5 uç büyüme değeri ve 2021-2030 dönemi için %17,3 seviyesinde hesaplanan AOSM ile 4 Mart 2021 tarihine indirgenen verilerden çıkan sonuçtan Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki 105 milyon TL'lik net borç tutarının düşülmesi neticesinde çıkan piyasa değeri 1.296,2 milyon TL olarak tespit edilmiştir¹. Şirket'in 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değeri İNA yaklaşımı altına 12,96 TL'ye denk gelmektedir.

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yöntemine göre Naturel Gaz'ın Şirket değerlemesi sektörün ortalama FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak yapılmıştır. Çalışmanın sonucu aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

¹ https://www.vakifyatirim.com.tr/assets/file/news_19_03_2021_211.pdf

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

Kaynak : Vakıf Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 946,4 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 9,46 TL olarak hesaplanmaktadır.

7- Değerlendirmeye ve Sonuç:

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, indirgenmiş nakit akımına ve çarpan analizine %50'şer 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
İNA	1.296,2	50%	648,1
Çarpan analizi	946,4	50%	473,2
	Toplam	100%	1.121,3
	Pay başına değer		11,21

Kaynak : Vakıf Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz İskontosu Sonrası Değer	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri (mn TL)	1.121,3
Halka Arz İskontosu (%)	24,2
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri (mn TL)	849,9
Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Fiyatı (TL)	8,50

Kaynak : Vakıf Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırladığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

Sonuç:

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Yurtiçi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına dair kapsamlı tabloların paylaşılmış olması Naturel Gaz'ın potansiyeli açısından açıklayıcı bilgi seti sunduğu
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Naturel Gaz'ın faaliyetleriyle genel anlamda uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Piyasa Çarpanları Yönteminin ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle nakit akımlarının ve diğer operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- 2021-2030 dönemi için %17,3 seviyesinde hesaplanan AOSM ile %24,3 seviyesinde uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğu

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- Çarpan analizinde sadece "FD/FAVÖK" değerinin dikkate alınması, Firma Değeri / Satış (FD/S) oranlarının yanı sıra "Fiyat Kazanç (F/K)" ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)" çarpanlarının değerlendirilmesinde kullanılmaması bir eksiklik olarak göze çarpmaktadır.
- Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları analizi için seçilen şirketlerin faaliyetleri genel anlamda Naturel Gaz'ın faaliyetleri ile uyumlu görünse de değerlendirme çalışmasına alınmamıştır.

Yukarıda belirlediğimiz çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla, %24,3 seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla 8,50 TL seviyesinde tespit edilen TL hisse başına fiyat düzeyinin makul olduğu sonucuna ulaşmış bulunmaktayız.

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

ÇEKİNCE

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 raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım 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 A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

A1 Capital Kurumsal Finansman

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.