

Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	25-26 Mart 2021
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Mevcut Ödenmiş Sermaye	100.018.594 TL
Halka Açıklık Oranı	%27.3 (Ek satış dahil %30)
Halka Arz Metodu	14.981.406 TL Sermaye Artırımı ve 16.382.231 TL Ortak Satışı
Ek Pay Satışı	3.136.363 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	31.363.637 TL
Ek Satış Dahil Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	34.500.000 TL
Fiyat	8,5 TL
Halka Arz Büyüklüğü	266.590.915 TL (293.250.000 TL ek satış dahil)

Kaynak: Vakıf Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI		ARZ SONRASI (Ek Satış Dahil)	
	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Global Yatırım Holding A.Ş.	95,50	95.515.009	72,70	83.636.363	70,00	80.500.000
Aksel Goldenberg	4,30	4.267.451	-	-	-	-
Kanat Emiroğlu	0,20	236.134	-	-	-	-
Halka Açık Kısım	-	-	27,30	31.363.637	30,00	34.500.000
TOPLAM	100,0	100.018.594	100,00	115.000.000	100,00	115.000.000

Kaynak: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Naturelgaz'ın çıkartılmış sermayesi 100.018.594 TL olup, bu payların 95.751.143,17 adedi A Grubu imtiyazsız paylardır. Payların 4.267.450,83 adedi ise C grubu imtiyazlı paylardır. Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş. pazarlarından birinde işlem görmeye başladığı ilk gün C grubuna tanınmış tüm imtiyazlar yürürlükten kalkacak ve C grubu paylar, kendiliğinden A Grubu imtiyazsız paylara dönüşecektir. Şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başlaması ile birlikte herhangi bir imtiyazlı pay grubu kalmayacaktır.

Şirket hissedarlarından Aksel Goldenberg, Şirket sermayesinde sahip olduğu payların tamamını halka arz esnasında satmak niyetindedir. Ancak, Şirket Esas Sözleşmesi'nde belirtildiği üzere; hissedar Aksel Goldenberg'e ait paylar C grubu imtiyazlı paylardır.

Sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek imtiyazsız A grubu payların ve Satan Ortaklar'ın satacakları imtiyazsız A grubu payların halka arzının yanısıra Aksel Goldenberg'e ait imtiyazlı C grubu payların satışının da söz konusu olması halinde halka arzda ikinci bir işlem sırası açılmasının önüne geçmek için Aksel Goldenberg'in Şirket sermayesinde sahip olduğu ve satmayı istediği tüm imtiyazlı C grubu payların nominal adedine eşit adette belirlenecek imtiyazsız A grubu paylar, hissedarlardan Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından satılacak imtiyazsız A grubu paylara eklenecek ve bu payların satışı Global Yatırım Holding A.Ş. tarafından, Global Yatırım Holding A.Ş.'ye ait imtiyazsız A grubu paylardan yapılacaktır.

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 (bu paylara denk gelen aracı kurum halka arz komisyonu düşüldükten sonra) Aksel Goldenberg'e ödeyecektir. Böylelikle Aksel Goldenberg halka arz ile birlikte Şirket'in sermayesinde sahip olduğu tüm payları satmış ve hissedarlardan çıkmış olacaktır. (Kaynak: İzahname)

Şirket ve hakim ortak Global Yatırım Holding halkı arzı takiben 180 gün dolaşımdaki pay sayısını arttırmama bulunurken, yine Global Yatırım Holding 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satış yapmama taahhüdü vermektedir.

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket"), Global Yatırım Holding'in iştiraki olarak taşımalı doğal gaz sektöründe (CNG/LNG) faaliyet göstermektedir ve 2004 yılında Çalık Grubu ve Goldenberg ailesinin %50-%50 ortaklığı ile kurulmuştur. 2011 yılında, Çalık Grubu'nun hisseleri, STFA Grubu (%25) ve Global Yatırım Holding (%25) tarafından alınmıştır. 2012 yılı itibarıyla, Global Yatırım Holding STFA Grubu'nun ve Goldenberg ailesinin belirli hisselerini de alarak şirketteki payını %80'e yükseltmiştir. Akabinde, Şirket'te gerçekleştirilen sermaye artırımlarına yalnızca Global Yatırım Holding'in katılması suretiyle, Global Yatırım Holding, Şirket'teki sermayesini artırmış olup, mevcut durumda şirketin %95,49 oranında pay sahibidir.

Şirket, ana faaliyet alanları olan Endüstriyel CNG ve Oto CNG'ye 2015 yılı itibarıyla EPDK'dan aldığı lisans doğrultusunda LNG satışını da eklemiştir.

2016 yılında, şirket operasyonel kabiliyetini daha da geliştirmiş, teknolojiden en üst düzeyde faydalanarak uzaktan okuma sistemleri ile müşterilerindeki ve tesislerindeki gaz miktarlarını anlık olarak izlemeye ve tüketimlerini uzaktan sayaç okuma ile ölçümlemeye başlamıştır.

Şirket, 2017 yılında Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve EPDK'nın koordinasyonunda, BOTAŞ ve doğal gaz dağıtım şirketleriyle yapılan projelerle ilçelere doğal gaz arzı (Şehir Gazı) yapılması için başlatılan seferberliğe katılmış, ekonomik veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan ilçe ve beldelerdeki yerel gaz dağıtım şirketlerine CNG ikmali gerçekleştirmeye başlamıştır.

Şirket, 2018 yılında, boru hattına olan uzaklığı sebebi ile değerlendirilmeyen doğal gaz kuyularına CNG sistemi ile değer katarak sisteme entegre etmek üzere operasyonel hizmet vermeye başlamıştır.

Türkiye'de başarı ile yürütülen iş modelinin yurt dışında da uygulanması için Şirket, 2018 yılında Kamerun'un Douala kentinde gaz üretim lisansına sahip olan ve 2013 yılından bu yana gaz üretim ve dağıtım faaliyeti yürüten Gaz du Cameroun (GdC) ile bir iyi niyet anlaşması imzalamıştır. Anlaşma dahilinde Kamerun'dan sonra diğer Afrika ülkelerinde de proje geliştirme çalışmaları yürütülmesi planlanmaktadır.

2020 yılı Şubat ayında imzalanan hisse satın alma sözleşmesi kapsamında şirket, Socar Türkiye LNG Satış A.Ş.'nin hisselerinin tamamını almak üzere anlaşmaya varmıştır. Bu devir alma ile birlikte şirket bünyesine 2 adet yeni Endüstriyel CNG dolum tesisi ile 8 adet Oto CNG istasyonunun katılması ve şirketin stratejik hedefleri doğrultusunda sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) alanında aktif olarak faaliyet gösterilmeye başlanması hedeflenmektedir.

Şirket, hem endüstriyel alanda hem de araçlara CNG tedariki gerçekleştirmektedir. CNG sistemi, boru hattının ulaşmadığı veya ulaşmasının ekonomik açıdan uygun olmadığı bölgelerdeki doğal gaz arzını karşılamak için kullanılmaktadır. Bu sistemde doğal gaz, boru hattından çekilerek özel kompresörler ile şirketin dolum tesislerinde 200 bar basınca kadar sıkıştırılmakta ve CNG stok ünitelerinin (paletlerin) içine yerleştirilmiş tüplere doldurularak CNG taşıma üniteleri ile müşteri sahalarına taşınmaktadır. Müşteri sahasında kurulmuş olan basınç düşürücü sistem vasıtası ile 2 - 8 bar aralığında müşteri kullanımına sunulmaktadır.

Şirket, Türkiye'de alanında en güçlü altyapıya sahip firma olup, 50.754 adet CNG silindiri, 296 adet CNG tankeri, 80 araçlık çekici filosu ve 47 adet endüstriyel CNG kompresörü ile müşterilerine CNG hizmeti vermektedir.

Şirketin EPDK'dan aldığı 26 adet lisansı bulunmaktadır. Bu lisansların 13'ü CNG satış, 9'u Oto CNG, 2'si CNG İletim-Dağıtım, 2'si ise Spot İthalat şeklindedir. 2005-2017 arasında çeşitli tarihlerde alınan lisansların bitiş süresi 2035-2047 arasında değişmektedir. Lisans süreleri şirket açısından bir risk yaratmamakta olup, EPDK tarafından belirlenen şartları sağlayan tüm şirketlere verilmektedir.

Şirketin Temel İş Kolları:

- Dökme CNG ve LNG:** Şirket, satış gelirlerinin en büyük kısmını elde ettiği Endüstriyel CNG ve LNG alanlarında, boru hatları bitişine kurduğu kendi doğalgaz sıkıştırma tesislerinde CNG haline getirdiği doğalgazı ve LNG ithalat terminallerinden tedarik ettiği LNG'yi CNG taşıma üniteleri ve LNG tankerleri ile boru hattı ulaşımı olmayan 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. Şirketin müşteri portföyünde en büyük ağırlığa sahip olan sektörler asfalt ve çay imalatı olurken, bu

sektörlerin yapısı gereği tüketimin ikinci ve üçüncü çeyreklerde yapılması şirketin satış gelirlerinde mevsimselliğe neden olmaktadır. Mevsimsellik sebebiyle ortaya çıkan verimsizliğin önüne geçmek amacıyla şirket 12 aylık müşterilere ve kışın tüketimi artan sektörler odaklanma stratejisini benimsemiştir.

- **Şehir Gazı:** Şirket, 2017 yılından itibaren Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı ve EPDK'nın koordinasyonunda, taşınabilir doğal gaz sistemini ilçelere ve beldelere doğal gaz tedarik etmek üzere de kullanmaktadır. Şirket, ekonomik veya coğrafi kısıtlamalar nedeniyle doğal gaz boru hattına erişimi olmayan yaklaşık 1.100.000 nüfusun yaşadığı 51 ilçeye ve beldeye CNG vasıtasıyla doğalgaza ulaşım şansı sunmaktadır. Şirketin bu alanda müşterileri gaz dağıtım şirketleri olup perakende müşteriler ile herhangi bir iş ilişkisi bulunmamaktadır. CNG ve LNG vasıtasıyla temin edilen şehir gazı pazarı dikkate alındığında şirketin pazar payı %62,7 seviyesindedir.
- **Oto CNG:** Oto CNG araçlara CNG satışı amacı ile kurulmuş olan istasyonlardan çekici, kamyon ve otobüslere taşıma yapılmaksızın dispenser üzerinden CNG satışıdır. Şirket, 2011 yılında başladığı Oto CNG alanında pazar geliştirme faaliyetlerine ve yatırımlarına devam etmektedir. Mevcut durumda, halihazırda şirket bünyesinde bulunan 3 adet Oto CNG istasyonuna ek olarak Socar LNG birleşmesi ile 6 adet daha Oto CNG İstasyonuna sahip olmuştur. Bunun yanında şirket geçtiğimiz şubat ayında Petrol Ofisi ile bir iş birliğini hayata geçirmiştir. Buna göre Petrol Ofisi'nin 12 istasyonunda Naturel gaz markası altında Oto CNG satışı yapılacaktır. Projenin hayata geçmesi ile birlikte Naturel gaz Oto CNG istasyonlarının sayısının 21'e yükselmesi beklenmektedir.
- **Kuyu CNG:** Kuyularda atıl olarak kalan doğal gazın CNG sistemi ile değerlendirilerek Türkiye'ye kazandırılması işlemi gerçekleştirilmektedir. Şirket, 2018 yılından itibaren, bu alanda yürütülen projeler ile boru hattına olan uzaklığı sebebiyle değerlendirilmeyen doğal gaz kuyularında CNG sistemi ile müşterilerine operasyonel hizmet sağlamaktadır. Şirket, doğal gaz rezervi bulunan ancak ekonomik veya coğrafi olarak boru hatlarının bağlanmasının mümkün olmadığı kuyularda CNG sistemi vasıtası ile gazın iletim sistemine taşınması operasyonlarını yürütmektedir. Şirket Kuyu CNG pazarına girerken yurt dışı pazarlara açılma imkanlarını göz önünde bulundurmıştır (*Kaynak: İzahname*)

İşletmenin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında Bilgi

Global Sektör Görünümü

Dünya enerji piyasalarında son dönemde öne çıkan iki unsur küresel ısınma ve yenilenebilir enerji kaynaklarına dönüş olmuştur. Yenilenebilir enerjinin teşvik edildiği ortamda anlık ihtiyacı karşılamadaki yeterliliği ve görece temiz bir yakıt olması sebebiyle doğal gaz öne çıkmaktadır. 2019 yılında dünya çapında birincil enerji gereksiniminin %33,1'i petrol, %24,2'si doğal gaz, %27'si ise kömürden elde edilmiştir. Yine 2019 yılında toplam enerji tüketiminde bölgesel olarak Asya-Pasifik bölgesi %44,1 ile başı çekerken, Kuzey Amerika %20 pay ile ikinci sırada gelmektedir.

Metan ve etan başta olmak üzere çeşitli hidrokarbonlardan oluşan doğal gaz; havadan hafif, yanıcı, renksiz ve kokusuz bir gazdır. Yeraltında yoğunlukla petrol ile birlikte bulunan doğal gaz boru hatları ile veya sıvılaştırılmış tankerlerle taşınmaktadır. 2019 sonu itibarıyla dünya toplam ispatlanmış doğal gaz rezervi 198,8 trilyon metreküp seviyesindedir. Bu rezervin %19,1'i Rusya topraklarında bulunmaktadır. Rusya'yı sırasıyla %16,1 ile İran ve %12,4 ile Katar takip etmektedir.

2019 yılında dünya toplam doğal gaz ticareti 984,4 milyar metreküp olup, bunun %50,7'si boru hatları vasıtasıyla, kalanı ise LNG yöntemiyle taşınmıştır. Geçmişe bakıldığında toplam ticaret içinde LNG payının yıldan yıla arttığı görülmektedir. 2000 yılında toplam ticaret içindeki payı %26,6 olan LNG'nin 2019 yılındaki payı %49,3 olarak gerçekleşmiştir. LNG ticaretinin yaygınlaşması sayesinde doğal gazın boru hattı ulaşımı olmayan ülkelere ulaşımı kolaylaşırken, boru hattı ulaşımı olan ülkelere de ticari şartlara göre uygun fiyatla doğal gaz temin etme imkânı doğmuştur.

2019 yılı itibarıyla en büyük doğal gaz ihracatçısı ülke 256,6 milyar metreküplük hacimle Rusya olurken, Rusya'yı toplam 136,6 milyar metreküp ile Orta Doğu bölgesi takip etmektedir. Bölgesel bazda en büyük ithalatçı ise 353,3 milyar metreküp ile Avrupa olarak göze çarpmaktadır. Avrupa bölgesel bazda ithalatının %53'ünü Rusya'dan yapmıştır.

Üretim alanındaki gelişmeler sonucunda doğal gaz daha kolay bulunabilen ve üretilen bir emtia haline gelmiştir. Doğal gaz fiyatlarının 2012'deki 350-550\$/bin m³ seviyelerinden 2019'da 100-220\$/bin m³ seviyelerine düşmesinin doğal gaz kullanımını yaygınlaşmasında önemli bir etmen olması beklenebilir.

Türkiye Doğal Gaz Sektörü

Türkiye'de önemli bir bölümü TPAO tarafından yapılan doğal gaz üretimi 2020 yılının Ocak-Kasım döneminde 410 mn metreküp olmuştur. Bu üretim hacmi iç talebin oldukça altında olup sadece %1 civarında bir oranını karşılamaktadır. Türkiye'de doğal gaz rezervlerinin düşük olması sebebiyle doğal gaz ihtiyacı ithalat yoluyla karşılanmaktadır. Yine 2020 yılının Ocak-Kasım döneminde Türkiye'de doğal gaz tüketimi geçen yılın aynı dönemine göre %5,7 artarak 42 milyar metreküp olarak gerçekleşmiştir. Toplam tüketilen gazın %98,6'sı boru gazı, %1'i LNG, %0,4'ü CNG, %0,04'ü Oto CNG yöntemiyle temin edilmiştir.

Türkiye'de 2019 sonu verileriyle BOTAŞ ana iletim hatları toplam uzunluğu 18.311 km olup, toplam 81 il ve 550 ilçeye doğal gaz arzı sağlanmaktadır.

Türkiye doğal gaz ithalatını boru hatları ve LNG vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Boru hattı yoluyla doğal gaz ithalatı için Türkiye'nin 3 farklı ülke ile doğal gaz alım anlaşması bulunmaktadır. Bu ülkeler Rusya, İran ve Azerbaycan olarak sıralanmaktadır. Boru hattı bağlantısı bulunmayan ülkelere ise ithalat LNG şeklinde yapılmaktadır. Yapılan uzun dönemli anlaşmalarla beraber BOTAŞ 1994 yılından itibaren Cezayir'den, 1990 yılından itibaren de Nijerya'dan LNG alımına başlamıştır.

2020 Ocak-Kasım döneminde doğal gaz ithalatının büyük kısmı (%32,7) Rusya'dan yapılırken, Rusya'yı sırasıyla Azerbaycan (%24,6), Cezayir (%12) ve İran (%10,1) izlemektedir.

Türkiye'de Sıkılaştırılmış Doğal Gaz (CNG)

CNG lisansı sahibi şirketler, kuyu başı, ulusal iletim şebekesi veya şehir içi dağıtım sisteminden tedarikçilerden satın aldıkları doğal gazın sıkıştırılmasını, basınçlı kaplara doldurulmasını ve satışını gerçekleştirmektedir. Lisans sahipleri şirketler sıkıştırılmış haldeki doğal gazın özel vasıtalarla taşınmasını ve iletim şebekelerinin ulaşamadığı yerlerde basıncının düşürülerek satılmasını sağlamaktadır. CNG, boru hatlarının ulaşmadığı yerlerde sanayide ve hizmet sektöründe kullanılabilirken, aynı zamanda motorlu araçlarda yakıt olarak da kullanılabilir.

2020 yılının Kasım ayına kadar yayımlanan EPDK raporları ve şirketin şifahi olarak piyasadan elde ettiği verilere göre, Türkiye doğal gaz piyasasında tüketimin sadece %0,5'i CNG şeklindedir. Lisans sahipleri tarafından 2020 yılında nihai tüketiciye 235,2 mn metreküp CNG satışı gerçekleştirilmiştir. Bu satış hacmi 2019 yılına göre %3,9 düşüşe işaret ederken, son 10 yıl bileşik büyüme oranı yıllık %17,7'dir.

Ocak-Kasım ayı EPDK raporları ve şirketin elde ettiği verilere göre 2020 yılında Türkiye'de gerçekleştirilen toplam CNG satışının %72,4'ünü Naturel gaz yaparken, Socar LNG'nin payı %9,7 seviyesindedir. 2020 Aralık ayı itibarıyla Naturel gaz-Socar LNG birleşmesi tamamlanmış olup bu vesile ile Naturel gaz'ın pazardaki hakimiyetini arttıracığı öngörülmektedir.

Dünyada ve Türkiye'de Oto CNG

Doğal gazın dünyanın en temiz yanar hidrokarbonu olması sebebiyle ortaya çıkardığı ekonomik ve çevresel avantajlar dikkate alındığında araç yakıtı olarak doğal gaz talebinin yıldan yıla arttığı gözlemlenmektedir. NGV Global verilerine göre, 2019 sonu itibarıyla dünya üzerinde doğal gazla çalışan araç sayısı 28,5 mn iken, CNG istasyonu sayısı 33,4 bin düzeyindedir. Dünya çapında doğal gazlı araçların %71,7'i Asya-Pasifik bölgesindeyken, bu bölgeyi %19,2 ile Latin Amerika takip etmektedir. Avrupa bölgesinde ise doğal gazlı araç sayısının artış trendinde olduğu gözlemlenmektedir. Çevresel ve ekonomik faktörlerin yanı sıra AB çevre düzenlemeleri çerçevesinde Avrupa'da doğal gazlı araç sayısının 2030 yılında halihazırdaki 1,3mn'dan 12,6mn seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler

- Doğal gaz dağıtım şirketlerinin EPDK tarafından belirlenen sistem kullanım bedelleri tarifesinde ve doğal gaz dağıtım şirketlerinin müşterilerini sınıflandırmak üzere belirlenen tüketim miktarı eşliğinde şirket aleyhine gerçekleştirilecek herhangi bir değişiklik şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir.
- Şirketin faaliyetleri, kapsamlı kanun ve yönetmeliklere tabidir ve bu kanun ve yönetmeliklerde meydana gelen olumsuz değişiklikler, şirketin faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirketin kamu müşterilerine uyguladığı fiyatın aylık değişimi diğer tür müşterilerinden farklı olarak TÜİK tarafından aylık olarak açıklanan ilgili endekse bağlıdır. Bu endekste meydana gelecek beklenmedik düşüşler şirketin ihale esnasında tahmini gaz alım maliyetlerine göre verdiği fiyatlar üzerinden hesaplanan kar eldesini düşürebilir.

- Şirket, geçerli kanun ve yönetmeliklere uymadığı veya uyamadığı takdirde, idari para cezalarına maruz kalabilir veya CNG iletim dağıtım, CNG satış, Oto CNG ve İthalat (spot) lisanslarını kaybedebilir veya bu lisanslar sürelerinin sonunda yenilenmeyebilir. Bu durum, Şirket'in faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket, çeşitli düzenleyici kurumlar tarafından gerçekleştirilen denetimlere tabi olmuştur ve olmaya devam edecektir. Bu denetimlerde tespit edilen aykırılıklar, şirketin faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- 2016 - 2018 yıllarında yürürlükte olan doğal gaz tedarik anlaşmalarından dolayı geriye dönük bir fiyat farkı ödenmesi riski bulunmaktadır. Yurtdışı tedarikçi, Türkiye'deki ithalatçıların alım fiyatları ile ilgili, 1 Ocak 2017 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere fiyat revizyonu talep etmiş, fiyat formülündeki %10,25'lik indirimini iptal etmiştir. İthalatçıların yurtdışı tedarikçinin bu talebine karşı uluslararası tahkim mahkemesinde açmış oldukları davalar yurtdışı tedarikçi lehine sonuçlanmıştır. Bu kararlar henüz uygulamaya koyulmuş olmasa da, Şirket'in 01 Ocak 2017 - 31 Mart 2018 tarihleri arasında alım yaptığı gaz miktarına tekabül eden bedel için yaklaşık 2.500.000 USD fiyat farkı doğma riski bulunmaktadır.
- Tedarik şekline göre, farklı kurum ve kuruluşlara verilmesi gereken banka teminat mektuplarının geçersiz duruma gelmesi, şirketin faaliyetlerinin ifasını zorlaştırabilir veya imkansız hale getirebilir. Bu durum şirketin finansal durumunu olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirketin kullandığı orta ve uzun vadeli kredileri sağlayan bankaların zor duruma düşerek, kredileri vadesinden önce geri çağırması durumunda, Şirket nakit akışı sorunu yaşayabilir.
- Şirketin alım satımını yaptığı gaz miktarında kasti veya kontrol dışı kaçaklar söz konusu olması nedeniyle şirket maddi kayba uğrayabilir.
- Rekabet Kurumu tarafından şirketin piyasadaki konumunu kötüye kullandığına dair şirket aleyhine bulunabileceği bir tespit, şirketin ceza almasına veya faaliyetlerini kısıtlamasına neden olabilir.
- Şirket tahsilat riskinin artması ve tahsilatlarında önemli ve sürekli gecikmeler olması durumunda, şirket faaliyetlerinin sürdürülebilirliği riske girebilir. (Kaynak: İzahname)

Şirketin faaliyetleri ve içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

- Şirketin doğal gaz ikmal faaliyetini gerçekleştirebilmesi için gereken doğal gaz tedarikinin büyük ölçüde yabancı ülkelerden ithalat yolu ile sağlanması ve şirketin doğal gaz tedariki ve iletimi açısından büyük ölçüde BOTAŞ'a dayanması birtakım riskleri ve belirsizlikleri beraberinde getirmektedir.
- Şirketin doğal gaz tedarik altyapısı operasyonel, teknik ve elektrik kaynaklı arızalara maruz kalabilir.
- Şirketin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi şirketin faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Yatırım harcamaları için ihtiyaç duyulan ekipmanların ve malzemelerin maliyetindeki ve işgücü maliyetindeki artışlar, şirketin faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket, faaliyet giderlerinde sağladığı verimliliği sürdürmeyebilir ve bu durum Şirket'in finansal durumunu olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirketin performansı, yönetim ekibine ve diğer kalifiye personeline dayanmakta olup, şirketin yönetim kademesindeki personelini veya diğer kalifiye personelini şirkette istihdam etmeye devam edememesi veya yeni kalifiye çalışanları istihdam edememesi şirketin faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirketin bilgi teknolojisi sistemlerindeki herhangi bir arıza veya kesinti veya söz konusu sistemlere izinsiz girişler, şirketin satış, faturalama ve diğer operasyonel faaliyetlerine önemli ölçüde etki edebilir ve bu durum, şirketin faaliyetlerini, finansal durumunu, operasyonel sonuçlarını ve itibarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Depremler, afetler ve olağanüstü riskler şirketin operasyonel altyapısına ve genel olarak Türk ekonomisine zarar verebilir.
- Şirket, faaliyetleri, finansal durumu ve beklentileri üzerinde olumsuz etkiye sahip olabilecek çevre, sağlık ve güvenlik riskleri ile karşı karşıya kalabilir.
- Şirket, fikri mülkiyet haklarını başarılı bir şekilde koruyamayabilir ve bu durum, şirketin marka değerini ve faaliyetlerini, finansal durumunu, operasyonel sonuçlarını ve itibarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Finansal raporlama standartlarındaki herhangi bir değişiklik, Şirket'in finansal durumunu, operasyonel sonuçlarını olumsuz etkileyebilir.
- Doğal gaz talebinde yaşanabilecek bir azalma şirketin ve şirketin doğal gaz satış ve dağıtım faaliyetlerinin büyümesini ve geleceğe yönelik beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir.
- Şirket stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanamaması şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir.
- Şirket'in hasılatı ve kar marjı dönemsel dalgalanmalara tabidir. Şirket genellikle yılın birinci çeyreğinde; yılın ikinci, üçüncü ve dördüncü çeyreğine, kıyasla daha az hasılat ve kar marjları elde etmektedir. Dönemsellik, Şirket'in hizmet

verdiği önemli sektörlerin yaz aylarında faaliyet göstermesinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, Şirket'in hasılatı ve kar marjı, bu aylarda havanın mevsim normalleri dışında yağışlı geçmesi durumunda doğal gaz talebinin düşmesi sebebiyle, olumsuz yönde etkilenebilir.

- Şirketin doğal gaz tedarik faaliyetleri, ölçüm hataları başta olmak üzere bir takım operasyonel risk ve tehlikelere tabidir.
- Şirketin bazı operasyonel faaliyetleri üçüncü kişilerden hizmet alınmasını gerektirmekte olup, söz konusu üçüncü kişilerin sözleşmeye dayalı yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumu şirketin finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve itibarını olumsuz şekilde etkileyebilir.
- Şirket, işinin olağan akışı gereğince önemli yatırım harcamaları yapmak durumunda kalabilir.
- Şirket operasyonel faaliyetlerinin özü itibarıyla, bir takım risk ve tehlikelere, kaza veya aksamalara maruz kalabilir.
- BOTAŞ iletim şebekesinin ve dağıtım ağının giderek yayılması Naturel gaz'ın taşınabilir doğal gaz piyasasındaki büyüme projeksiyonlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- BOTAŞ'ın LNG ve CNG'ye uyguladığı tarifelerinde CNG aleyhine değişimler şirketin satış performansını etkileyerek finansal durumunu zorlaştırabilir.
- Toptan piyasadaki doğal gaz fiyatlarının BOTAŞ tarifesinden yüksek olduğu bir dönemde, BOTAŞ'tan gaz tedariki yapılamaması, şirketin beklenen karlılığını olumsuz etkileyebilir.
- Doğal gazın yerine başka enerji kaynaklarının kullanılmaya başlanması, şirketin sektörünü daraltabilir ve mali kayıplara yol açabilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arz gerekçeleri

- Şirketin değerinin ortaya çıkması
- Şirketin sürdürülebilir büyümesine katkı sağlanması
- Tanınırlık ve bilinirliğin pekiştirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması
- Kurumsal kimliğin güçlendirilmesi (Kaynak: İzahname)

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

1. **Halka arz gelirlerinin %10'u ile**, şirketin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
2. **Halka arz gelirlerinin %20'si ile**, Socar Turkey LNG Satış A.Ş.'nin şirket bünyesine katılması işleminin sonucu oluşan banka borcunun kapatılması (31 Aralık 2020 itibarıyla 29.285.664 TL),
3. **Halka arz gelirlerinin %50'si ile**, şirketin CNG, LNG ve Oto CNG alanlarındaki mevcut kapasitesini genişletmesi için ekipman ve taşıma ünitesi yatırımlarının yapılması, mevcut Endüstriyel CNG tesis altyapısının güçlendirmesi, yeni Endüstriyel CNG tesisleri açılması, Oto CNG istasyon sayısının artırılması ve Kuyu CNG operasyonlarının geliştirilmesi
4. **Halka arz gelirlerinin %20'si ile**, şirketin uzun dönemli büyüme hedefleri doğrultusunda yurtdışında yatırım yapılması planlanmaktadır. (Kaynak: İzahname)

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	50,016	76,942	117,487
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,301	10,515	8,808
Finansal Yatırımlar	0,000	0,000	0,250
Ticari Alacaklar	30,219	48,909	71,947
Diğer Alacaklar	0,850	0,768	12,136
Stoklar	10,367	11,273	12,063
Peşin Ödenmiş Giderler	3,209	5,369	4,847
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0,000	0,000	7,227
Diğer Dönen Varlıklar	0,072	0,109	0,208
Duran Varlıklar	207,483	196,999	284,079
Finansal Yatırımlar	0,412	0,412	0,412
Maddi Duran Varlıklar	190,996	181,699	258,521
Kullanım Hakkı Varlıkları	0,000	5,474	19,539
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5,333	4,135	5,436
Peşin Ödenmiş Giderler	1,206	0,486	0,170
Ertelenmiş Vergi Varlığı	9,536	4,793	0,000
TOPLAM VARLIKLAR	257,500	273,941	401,565
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	75,156	79,658	129,405
Kısa Vadeli Borçlanmalar	10,098	3,148	29,285
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	33,292	33,846	39,089
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0,000	2,940	12,816
Ticari Borçlar	20,404	34,672	45,575
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0,294	0,355	0,450
Diğer Borçlar	8,315	2,416	0,927
Ertelenmiş Gelirler	0,010	0,000	0,000
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0,000	1,527	0,000
Kısa Vadeli Karşılıklar	2,734	0,746	1,211
Diğer KV Yükümlülükler	0,009	0,008	0,051
Uzun Vadeli Yükümlülükler	73,463	55,604	38,224
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72,864	51,950	27,749
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0,000	2,862	5,159
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0,000	0,000	4,038
Uzun Vadeli Karşılıklar	0,599	0,792	1,278
Özkaynaklar	108,881	138,679	233,936
Ödenmiş Sermaye	100,000	100,000	100,017
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	74,541	74,541	79,581
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı	-33,717	-65,660	-35,861
Net Dönem Karı / Zararı	-31,943	29,799	90,199
TOPLAM KAYNAKLAR	257,500	273,941	401,565

Kaynak: Vakıf Yatırım

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Hasılat	250,236	433,416	453,389
Satışların Maliyeti	-195,411	-319,150	-334,014
Brüt Kar	54,825	114,267	119,375
Genel Yönetim Giderleri	-10,865	-12,114	-11,262
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-26,789	-31,332	-39,489
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0,686	1,054	1,224
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-4,424	-1,866	-1,812
Faaliyet Karı Zararı	13,433	70,009	68,037
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,000	0,211	55,086
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0,000	0,000	0,000
Finanman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	13,433	70,219	123,122
Finanman Gelirleri	0,158	0,274	1,428
Finanman Giderleri	-55,155	-32,881	-34,833
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı Zararı	-41,564	37,612	89,718
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir Gideri	9,621	-7,813	0,481
Dönem Vergi Gelir / Gideri	0,000	-3,070	0,000
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	9,621	-4,743	0,481
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / Zararı	-31,943	29,799	90,199
Azınlık Payları	0,000	0,000	0,000
Ana Ortaklık Payları	-31,943	29,799	90,199

Kaynak: Vakıf Yatırım

(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Net Satışlar	248,095	430,022	447,085
Dökme	222,961	365,138	355,627
Oto	11,432	22,422	16,828
Şehir gazı	7,529	42,341	66,811
Boru Gazı	5,648	0,000	0,000
LNG	0,525	0,121	7,817
Hizmetler	2,141	3,394	6,252
Net Satışlar	250,236	433,416	453,337

Kaynak: Vakıf Yatırım

Finansal Veriler

TL	2018	2019	2020
Brüt Kar	54.825	114.267	119.375
Değişim Y/Y		108%	4%
FAVÖK	38.784	98.939	96.175
Değişim Y/Y		155%	-3%
Net Kar	-31.943	29.799	90.199
Değişim Y/Y		a.d.	203%

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Naturel Gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile halka arzı için, Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan 19 Mart 2021 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ("İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi")

2 temel yöntem değerlendirilirken, ağırlık olarak %50 indirgenmiş nakit akımı yöntemi, %50 yurt dışı benzer şirket çarpanları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

"Piyasa Çarpanları" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, çarpan olarak "Firma Değeri / FAVÖK" (FD / FAVÖK) oranına yer verilmiştir. Değerlemede şirketlerin son 12 aylık çarpanları kullanılmıştır. Çalışmadaki çarpan değerleri 24.02.2021 itibarıyla hesaplanmıştır.

Şirketin ana faaliyet konusu CNG taşıması/dağıtımındır. Yurtiçinde halka açık statüde ana faaliyet konusu benzer olan şirket bulunmamaktadır. Naturel Gaz'ın benzer şirketi olarak nitelendirilebilecek AYGAZ'ın ana iş kolu LPG ticareti olup LNG satışlarının toplam hasılat içindeki payı %1,8 civarındadır. Dolayısıyla AYGaz, satışları içinde LNG satışının önemli bir yer tutmaması sebebiyle çarpan analizine dahil edilmemiştir.

Sektörel bazda bakıldığında raporda enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler incelenmiştir. Fakat incelenen şirketler genelde elektrik üretim ve dağıtım alanında faaliyet gösterdiği ve bir kısmı Naturel Gaz'a göre oldukça borçlu olduğu için bu şirketlerle mukayese yapılmamıştır.

Yukarıda bahsedilen sebeplerden ötürü yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına değerlendirilmediği yer verilmemiştir. Bunun yerine uluslararası benzer şirketlerin çarpanlarına değerlendirilmiştir. Benzer şirket seçimi yapılırken Türkiye'ye coğrafi yakınlık, şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliği ve operasyonlarının ağırlıklı olarak CNG ve LNG alanında yoğunlaşması dikkate alınmıştır. Çalışmada benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri kullanılarak değerlendirilmiştir.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Menşei	Piyasa Değeri (mn ABD\$)	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Suchuang Gas Corporation Limited	Çin	239	8,7	1,3
ENN Energy Holdings Limited	Çin	17.124	13,8	2,1
Xinjang Torch Gas Co	Çin	232	8,9	2,1
China Suncien Green Energy Corp	Çin	2.964	11,0	4,0
Gujarat Gas Limited	Hindistan	4.664	17,5	3,8
Mahanagar Gas Limited	Hindistan	1.539	11,2	4,6
Confidence Petroleum India Limited	Hindistan	154	10,8	1,5
Indrapraszha Gas Limited	Hindistan	4.908	22,2	6,7
Korea Gas Corporation	Güney Kore	2.521	10,1	1,2
Yaeco Holdings Co.	Güney Kore	130	14,0	0,4
AS Latvijaz Gaze	Letonya	529	8,2	2,1
Tokya Gas Co	Japonya	9.559	6,5	1,1
Osaka Gas Co	Japonya	7.711	6,6	1,0
	Medyan		10,93	1,8
Naturel Gaz FAVÖK	96,2			
31.12.2020 Net Borç	105			
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa	946,4			
Pay başına değer	9,46			

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan şirket piyasa değeri 946,4 mn TL olarak belirlenmiştir.

Gelir Yaklaşımı Yöntemi (“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi”)

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 10 yıl olup, 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, şirket için 2021 yılında %29, 2022 ve sonrasında %6,2 yıllık satış hacmi büyümesi öngörülmüştür. Ciro tarafında ise 2021 yılında büyüme belentisi %26,5 olurken, 2022 için büyüme tahmini %17,6'dır. Büyüme hızının kademeli bir düşüşle 2030 yılında %11,4 seviyesine gelmesi beklentilere yansıtılmıştır.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz faiz oranı %13,3, hisse senedi pazarı risk primi %6,0 ve beta 1.00 kabul edilmiştir. %19,3 sermaye maliyeti ve vergi öncesi borçlanma maliyeti %19,2 ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) %17,6 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	574	675	757	850	952	1069	1198	1338	1493	1664	1873
Satışlardaki Büyüme	26,5%	17,6%	12,2%	12,2%	12,1%	12,2%	12,1%	11,7%	11,6%	11,4%	12,6%
FAVÖK	131	167	187	210	236	265	298	333	371	413	466
FAVÖK Marjı	22,8%	33,0%	40,6%	39,1%	40,9%	42,1%	42,1%	42,0%	42,0%	42,0%	42,0%
Faaliyet Karı	101	135	153	174	197	224	253	285	320	359	402
Faaliyet Kar Marjı	17,6%	29,7%	35,8%	35,1%	36,9%	38,1%	38,6%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%
Vergi	22	27	31	35	39	45	51	57	64	72	80
Efektif Vergi Oranı	22,0%	22,9%	17,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	79	108	123	139	157	179	203	228	256	287	321
Yatırım Harcamaları	29	32	34	36	41	43	45	47	50	56	64
Amortisman	29	32	34	36	39	41	44	47	51	54	64
İşletme Sermayesi Değişimi	31	8	3	4	3	7	5	8	10	9	11
Serbert Nakit Akışı (SNA)	49	100	119	135	153	171	197	221	246	277	310
<i>iskonto faktörü</i>	1,1	1,3	1,6	1,9	2,2	2,5	3,0	3,5	4,0	4,7	4,0
<i>indirgenmiş değer</i>	42,8	74	75	73	71	67	66	64	61	59	77
SNA bugünkü değer			652								
Uç bugünkü değer (%5 nihai büyüme)			749								
Hedef Firma değeri			1401								
Net Borç			105								
Hedef özsermaye değeri			1296								
Tahmini Birim Pay			12,96								

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 1,3 milyar TL olup, 1 adet payın değeri ise 12,96TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç

Vakıf Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında piyasa çarpanı yöntemi ve İNA yöntemine eşit ağırlık verilerek 1121,3 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Ulaşılan değere %24,2 iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası öz sermaye değeri olarak 849,9 mn TL bulunmuştur. Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı 8,50TL olarak hesaplanmıştır.

Naturel Gaz Değerleme Sonucu (mn TL)

	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.296,2	50%	648,1
Yurt dışı Çarpanlar Analizi	946,4	50%	473,2
Toplam		100%	1.121,3
Pay Başına Değer			11,21
<i>Halka Arz İskontosu</i>			<i>24%</i>
Halka Arz Sonrası Pay Başına Değer			8,50

Kaynak: Vakıf Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Piyasa çarpanları yönteminde hesaplan çarpan için medyan ortalamasının kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz.
- Vakıf Yatırım'ın şirkete ilişkin ileriye dönük, büyüme ve marj öngörülerini, geçmiş yıllardaki performans ile uyumlu görünmektedir. Değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlemesi açısından önemli bir risk olarak sayabiliriz. Vakıf Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 8,50TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız.
- Şirketin değerlemesinde kullanılan risksiz getiri oranının son günlerde 10 yıllık faizlerdeki artış karşısında düşük kalmasını bir risk faktörü olarak sayabiliriz. Bunun yanında şirketin şehir gazı alanındaki faaliyetlerinin halihazırda boru hattı ulaşımı olmayan ilçelere boru hattı ulaşımı sağlanması ile gelir kaybı yaşama ihtimalini başka bir risk faktörü olarak görmekteyiz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") lider aracı kurum olduğu Naturel gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("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 arzı ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.