

AHLATCI DOĞAL GAZ DAĞITIM ENERJİ ve YATIRIM A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
13 ARALIK 2022

1. RAPORUN AMACI

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

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

AHLATCI DOĞAL GAZ DAĞITIM ENERJİ VE YATIRIM A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	AHLATCI DOĞAL GAZ DAĞITIM ENERJİ VE YATIRIM A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Ahlatçı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	14 - 15 - 16 Aralık 2022
Halka Arz Fiyatı	66,0 TL
Halka Arz İskonto Oranı	15,43%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Oransal Dağıtım
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	168.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	208.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	25,36%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	39.500.0000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 13,250.000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Fiyat istikrarı planlanmaktadır. (Brüt halka arz gelirinin %20'si - 30 Gün)
Taahhütler & Teşvik (İhraççı)	Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl süreyle, herhangi bir bedelli sermaye artımı yapılmamasına ve dolaşımdaki pay miktarının bu suretle artırılmamasına, bu süre boyunca şirket tarafından yeni bir satış veya halka arz yapılmasına ya da bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir karar alınmamasına, bu alınan kararlar doğrultusunda gerekli taahhütlerin verilmesine oy birliği ile karar verilmiştir.
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Borsa Kodu	AHGAZ
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Ahlatçı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.
SPK Onay Tarihi	9.12.2022

Kaynak: Ahlatçı Doğal Gaz İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş., İstanbul Ticaret Siciline 514567 sicil numarası ile kayıtlı olup, kurulmuş ve kurulacak şirketlerin; Doğal Gaz Dağıtım faaliyetlerinin yürütülmesi amacı ile 2004 yılında Enerji Yatırım Holding A.Ş. unvanıyla kurulmuştur. 2021 yılında Ahlatıcı Holding A.Ş. tarafından STFA Yatırım Holding A.Ş. ve Energiser Turkey Sarl'e ait payların tamamı satın alınmış ve 2022 yılında Şirket ünvanı Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket Ahlatıcı Holding bünyesinde faaliyet göstermektedir. Ahlatıcı Doğal Gaz 10 şehirde 30 yıl süreyle doğal gaz dağıtım lisansına sahiptir ve 1.800.000'den fazla aboneye hizmet vermektedir. Şirket'in toplam çalışan sayısı 868'dir. Çalışanların 437'si Beyaz Yaka, 431'i Mavi Yaka'dır.

Şirket'in esas faaliyet konusu doğal gaz toptan ve perakende dağıtım ve satışı yapmak için kurulmuş veya kurulacak olan bağlı ortaklıklarının sermaye ve yönetimine katılmaktır. Şirket, aynı zamanda sahip olduğu bağlı ortaklıklara operasyonel ve danışmanlık hizmetleri vermektedir.

Şirket, Aksaray, Antalya, Aydın, Denizli, Erzincan, Karaman, Konya, Nevşehir, Niğde'de doğal gaz dağıtım faaliyeti göstermektedir.

Satışlar

	2019	2020	2021	2021/06	2022/06
Doğal gaz Satışları	2.151.341.328	2.610.574.922	3.585.037.583	1.728.921.448	5.213.898.076
Münferit bağlantı bedelleri gelirleri	7.163.777	10.361.602	12.652.035	5.715.679	8.692.841
Abone bağlantı bedelleri gelirleri	22.444.642	27.443.959	34.396.849	15.904.857	20.803.241
Taşıma hizmet gelirleri	22.933.274	31.457.270	50.744.680	21.594.279	24.388.057
Diğer satış / hizmet gelirleri	18.215.330	10.147.159	17.232.717	6.315.794	9.468.275
Brüt Satışlar	2.222.098.351	2.689.984.912	3.700.063.864	1.778.452.057	5.277.250.490
Satış iade ve indirimleri	-10.798.115	-22.372	-38.848	-5.581	-5.685
Hasılat	2.211.300.236	2.689.962.540	3.700.025.016	1.778.446.476	5.277.244.805

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

Yatırımlar

Şirketin yatırım harcamaları genel olarak işlerinin geliştirilmesiyle ilgili olup, bu yatırımlar gayrimenkul, tesis, ekipman ve maddi olmayan duran varlık satın alınması şeklindedir. Dağıtım şebekesinin genişlemesiyle ekipman (borular, vanalar, sayaçlar, tali ekipmanlar), RMS, inşaat, kazı, montaj, işgücü, denetim, inceleme ve bilgi teknolojisi altyapısını geliştirilmesi şeklindeki harcama ve projeleri kapsar. Dağıtım şebekesinin bakımıyla bağlantılı bakım maliyetleri de bakım yatırım gideri olarak kaydedilmektedir. Bakım yatırım harcamaları RMS'lerinin ve dağıtım şebekesinin bakımı amacıyla periyodik olarak incelenmelerini içermekte olup, bu incelemelerin dağıtım şebekelerinin faydalı kullanım ömürlerini uzattığı kabul edilmektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Ahlatıcı Holding A.Ş.	A	33.700.000	20,00%	33.700.000	16,20%
	B	134.800.000	80,00%	121.550.000	58,44%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	52.750.000	25,36%
Toplam		168.500.000	100%	208.000.000	100%

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2019	2020	2021	2022/06
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	747.637.146	749.890.492	1.625.478.320	2.534.564.298
Nakit ve Nakit Benzerleri	200.190.641	243.633.827	269.886.357	335.946.233
Finansal Yatırımlar	-	-	-	8.351.824
Ticari Alacaklar	466.656.454	441.793.823	835.903.327	797.915.710
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-	199.908
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	466.656.454	441.793.823	835.903.327	797.715.802
Diğer Alacaklar	346.045	506.706	431.928.922	1.316.271.933
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	420.409.183	1.314.392.566
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	346.045	506.706	11.519.739	1.879.367
Türev Araçlar	29.171.742	16.355.413	-	-
Stoklar	13.591.112	12.653.896	22.000.649	32.454.914
Peşin Ödenmiş Giderler	12.772.340	14.659.933	20.481.099	26.139.327
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	4.651.248	2.224.562	1.365.020	2.803.486
Diğer Dönen Varlıklar	20.257.564	18.062.332	43.912.946	14.680.872
Duran Varlıklar	1.234.167.568	1.450.216.896	1.923.385.623	4.600.802.174
Diğer Alacaklar	1.321.987	1.368.490	1.393.874	420.812
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	989.547	989.547	1.003.606	20.795
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	332.440	378.943	390.268	400.017
Maddi Duran Varlıklar	968.502.978	1.151.759.943	1.370.648.672	4.481.769.003
Peşin Ödenmiş Giderler	23.754	23.754	-	-
Kullanım Hakkı Varlıkları	15.060.951	12.191.998	8.529.693	15.903.809
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35.239.397	45.583.014	61.713.736	66.711.701
-Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35.239.397	45.583.014	61.713.736	66.711.701
Ertelenmiş Vergi Varlığı	198.339.958	226.887.375	481.099.648	35.996.819
Diğer Duran Varlıklar	15.678.543	12.402.322	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	1.981.804.714	2.200.107.388	3.548.863.943	7.135.366.472
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.594.721.475	1.729.502.574	2.383.892.937	3.228.132.739
Kısa Vadeli Borçlanmalar	40.000.000	40.000.000	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	40.000.000	40.000.000	-	-
-Banka Kredileri	40.000.000	40.000.000	-	-
Uzun Vadeli borçlanmaların Kısa vadeli Kısımları	143.685.954	148.857.383	120.459.617	157.136.771
-İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	143.685.954	148.857.383	5.384.629	15.822.116
-Banka Kredileri	139.520.009	142.838.812	1.476.763	11.248.684
-Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.165.945	6.018.571	3.907.866	4.573.432
İlişkili Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	115.074.988	141.314.655
-Diğer Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	115.074.988	141.314.655
Ticari Borçlar	534.499.159	494.530.830	886.977.144	900.947.906
-İlişkili Taraflardan Ticari Borçlar	12.467	319.959	7.370.552	20.864.081
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	534.486.692	494.210.871	879.606.592	880.083.825
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	11.885.880	8.128.938	11.285.880	14.257.165
Diğer Borçlar	819.088.441	987.806.005	1.271.269.739	1.990.791.422
-İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar	511	356	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar	819.087.930	987.805.649	1.271.269.739	1.990.791.422
Ertelenmiş Gelirler	33.230.487	41.391.035	54.727.686	64.537.449
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5.912.059	93.394	5.170.049	73.971.662
Kısa Vadeli Karşılıklar	6.419.495	8.694.449	7.881.319	14.231.228
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	4.010.782	5.645.039	5.583.165	7.540.034
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	2.408.713	3.049.410	2.298.154	6.691.194
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	26.121.503	12.259.136
Uzun Vadeli Yükümlülükler	920.385.706	970.853.558	1.509.093.744	1.608.155.898
Uzun Vadeli Borçlanmalar	426.913.758	398.369.283	813.828.260	810.045.762
-İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	426.913.758	398.369.283	12.000.670	45.225.271
-Banka Kredileri	415.190.493	389.700.721	5.249.438	29.349.051
-Kiralama İşlemlerinden borçlar	11.723.265	8.668.562	6.751.232	15.831.220
İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	801.827.590	764.820.491
-Diğer Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	801.827.590	764.820.491
Diğer Borçlar	100.000	100.000	-	1.257.294
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	100.000	100.000	-	1.257.295
Ertelenmiş Gelirler	476.671.005	557.206.283	676.039.065	774.378.196
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.331.643	9.697.155	15.446.129	20.338.447
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	7.331.643	9.697.155	15.446.129	20.338.447
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	9.369.300	5.480.837	3.780.290	2.136.199
Özkaynaklar	-533.302.467	-500.248.744	-344.122.738	2.299.077.834
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	-498.031.048	-469.247.579	-330.873.652	2.090.067.893
Ödenmiş Sermaye	168.500.000	168.500.000	168.500.000	168.500.000
Sermaye düzeltme farkları	49.355	49.355	49.355	49.355
Paylara ilişkin primler	3.245.000	3.245.000	3.245.000	3.245.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	14.499.479	16.975.488	11.826.046	11.826.046
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-1.505.900	-1.391.456	-2.100.679	1.990.812.049
Tanımlanmış fayda planlarının yeniden hesaplanması sonucu oluşan birikmiş zararlar	-1.505.900	-1.391.456	-2.100.679	-1.999.134
Yeniden değerlendirme ölçüm kazançları	-	-	-	1.992.811.183
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-8.596.803	-8.322.153	-	-
Riskten korunma kayıpları	-8.596.803	-8.322.153	-	-
Geçmiş yıllar zararları	-666.035.249	-676.698.188	-643.154.371	-512.393.374
Net dönem karı/ zararı	-8.186.930	28.394.375	130.760.997	428.028.817
Kontrol gücü olmayan paylar	-35.271.419	-31.001.165	-13.249.086	209.009.941
TOPLAM KAYNAKLAR VE ÖZKAYNAKLAR	1.981.804.714	2.200.107.388	3.548.863.943	7.135.366.472

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu	2019	2020	2021	2021/09	2022/09
Hasılat	2.211.300.236	2.689.962.540	3.700.025.016	1.778.446.476	5.277.244.805
Satışların Maliyeti	-1.989.145.780	-2.369.955.987	-3.215.316.577	-1.500.427.519	-4.822.862.027
Brüt Kar	222.154.456	320.006.553	484.708.439	278.018.957	454.382.779
Genel Yönetim Giderleri	-65.170.587	-74.364.059	-123.673.618	-65.074.428	-47.152.622
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-4.832.027	-6.343.058	-7.933.902	-3.268.424	-2.156.545
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	40.312.802	39.535.984	60.795.200	26.547.508	48.179.353
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-9.042.761	-6.504.209	-18.551.395	-5.151.841	-13.837.586
Esas Faaliyet Karı / Zararı	183.421.883	272.331.211	395.344.724	231.071.773	439.415.379
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	102.242	1.046.133	1.538.353		661.264.173
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-83.112	-15.420	-133.330	-140.439	-489
Finansman Geliri	8.488.280	7.677.515	81.015.806	18.725.171	47.326.056
Finansman Giderleri	-189.669.874	-233.238.663	-529.496.600	-204.001.350	-805.212.103
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	2.259.419	47.800.776	-51.731.047	45.655.155	342.793.016
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / Gideri	-5.425.974	-7.949.905	206.500.343	-12.901.246	22.314.269
Ana Ortaklık Payları	-8.186.930	28.394.375	130.760.997	38.930.250	428.028.817

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Halka arz gerekçeleri:

- Şirket'in sağlıklı ve sürdürülebilir büyümesine, işletme sermayesinin güçlendirilmesine kaynak sağlanması,
- Şirket'in yurt içi ve yurt dışı enerji piyasalarında bilinirliğinin, tanınırlığının ve saygınlığının artırılması,
- Sermayesinin daha da güçlendirilmesi,
- Sürdürülebilir kurumsal yapının güçlendirilmesi ve raporlama standartlarının geliştirilmesi,
- Halka arz ile birlikte kurumsal yapının güçlendirilmesi ve Şirket'e karşı olan algının iyileşmesi ile birlikte finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılacak tahvil ve benzeri diğer sermaye piyasası araçlarının ihracı,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel yatırımcılar ve iş ortaklıkları nezdinde mevcut olan güvenilirliğin artarak devam ettirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü şekilde uygulanabilmesi,
- Paylarımızın borsada işlem görmesi ile piyasa değerinin güncel olarak takip edilebilmesi,

Halka arz sermaye artırımları ve mevcut ortakların pay satışı yoluyla gerçekleşecektir. Toplam halka arz büyüklüğü 3.481.500.000 TL olup, şirket, sermaye artırımları yoluyla halka arzdan 2.607.000.000 TL brüt, 2.568.761.153 TL net gelir elde edecektir.

Halka Arzdan Elde Edilecek Net Gelir

2.568.761.153

%80-90'ına karşılık gelen tutar doğalgaz dağıtım sektöründe faaliyet göstermekte olan şirketin doğrudan bağlı ortaklığı ve/veya iştiraki olarak bünyeye dahil edilebilecek satın almaları için,

%10-20'sine karşılık gelen tutar konsolide mali tablolarımıza dahil olan, doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarımızın gaz dağıtım faaliyetleri çerçevesinde planladıkları yenileme ve genişleme alt yapı yatırımları için kullanılmasına,

%80-%90

%10-20%

Toplam**100%***Kaynak: Ahlatıcı Doğalgaz Fonun Kullanım Yeri Raporu*

- **Satın Alma ve Benzeri Yatırımlar Yapılması:**

Şirket mali yapısı ve kurumsal yönetimi ile sektörün öncü ve büyüme potansiyeli olan kurumlarından biridir. Doğalgaz dağıtım sektöründe ilerleyen dönemlerde ortaya çıkacak satın alma fırsatlarının değerlendirilmesi ile, doğalgaz dağıtım faaliyetlerinde bulunan diğer şirketlerin, Ahlatıcı Doğalgaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.'nin doğrudan bağlı ortaklığı ve/veya iştiraki olarak satın alınması planlanmaktadır. Ayrıca, şirket enerji sektörünün diğer kollarında faaliyet göstermekte olan güneş enerji santralleri vb. santrallerin satın alınması ve/veya iştirak şeklinde yatırımlar yapmayı da planlamaktadır. Bunların haricinde, Şirket ileride oluşabilecek fırsatları değerlendirmek adına finansal sektörde faaliyet gösteren şirket alımlarında da bulunabilecektir. Bu çerçevede halka arzdan elde edilen gelirin %80-90'ının enerji sektöründeki satın almalar, yine enerji sektöründeki benzeri yatırımlar ve finansal sektörde faaliyet gösteren şirket alımlarında kullanılması planlanmaktadır.

- **Konsolide Mali Tablolara Dahil Gaz Dağıtım Şirketlerinin Yatırım Harcamaları:**

Şirket'in konsolide mali tablolarına dahil doğrudan, dolaylı bağlı ortaklığı konumundaki gaz dağıtım şirketleri Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) aldıkları lisanslar çerçevesinde 10 ayrı bölgede gaz dağıtım faaliyetinde bulunmaktadır. Söz konusu şirketlerin faaliyette bulundukları bölgelerde alt yapı yatırımlarını artırarak daha geniş bir nüfusa ulaşma ve gelirlerini artırma potansiyelleri bulunmaktadır. Kaldı ki söz konusu şirketler EPDK'ya alt yapı yatırımları yapma taahhütlerinde bulunmaktadır. Bu çerçevede halka arzdan elde edilen gelirin %10-20'lik kısmının söz konusu şirketlerin finansman ihtiyaçlarında kullanılması planlanmaktadır. Şirket, halka arzdan elde edilecek net gelirle yukarıda izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı ve/veya kullanamadığı ölçüde, Şirket menfaatlerini gözeterek kategoriler arasında geçiş yapabilecektir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Vakıflar Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %80, çarpan analizine %20 ağırlık verilmiştir. Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanmasında kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen temel değerlendirme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Vakıf Yatırım İNA projeksiyonunu 2022 – 2038 yılları için hesaplamıştır. Bunun nedeni, Şirket'in bünyesindeki doğal gaz dağıtım şirketlerinin lisans dönemlerinin sonuna kadar nakit akışları tahmin edilmesinden kaynaklanmaktadır. Buna ek olarak Enerya Enerji A.Ş.'nin solo nakit akışları tahmin edilmiş ve söz konusu bağlı ortaklıkların tahmini nakit akışları gerekli düzeltmeye tabi tutularak Ahlatıcı Doğal Gaz'ın konsolide nakit akışlarına ulaşılmıştır.

İNA analiz projeksiyonunda 2022 yılı için %148,4 artışla 9.191 milyon TL gelir öngördü. Tüm projeksiyon yılları dikkate alındığında 2034, 2036 ve 2037 yıllarında net gelirden azalma olacağı projekte edilmiştir. Net gelirin 2038 yılı sonunda 57.185 milyon TL'ye ulaşması öngörülmektedir. 2022 yılında %8,6 olarak öngörülen FAVÖK marjı, projeksiyon dönemi boyunca %12,9 ile %5,8 arasında seyredeceği öngörülmektedir.

Şirket bünyesindeki her bir doğal gaz dağıtım şirketinin geçmiş yıllardaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınmış olup, Şirket'in projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranının ortalama -%1,9 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Projeksiyon döneminde amortisman giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %1,4 seviyesinde, toplam yatırım harcamalarının net satış gelirlerine oranının ortalama %4,5 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 2022 yılı için Türkiye 10 yıllık tahvil faizinin 30.11.2022 tarihli kararı itibarıyla yıl başından itibaren ortalaması %19,2 kullanılmış olup, 2023 yılı için %18,7, 2024 yılı için %18,2, 2025 yılı için %17,7, 2026 yılı için %17,2 2027 ve sonrası için ise %16,7 düzeyinde sabit tutulmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinde 6 puan borç primi ile borçlanacağı öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi boyunca özsermaye oranının 30.06.2022 baz alınıp %32,2 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır. Kurumlar vergisi oranının 2022 yılında %23, sonraki yıllar için %20 olarak dikkate alınmıştır. Ahlatıcı Doğal Gaz için "Kaldıraçlı Beta" hesaplanmıştır. Bu kapsamda 2022 yılı için geçerli olan %23 seviyesinde kurumlar vergisi oranı baz alınarak 0,83x seviyesinde kaldıraçlı beta hesaplanmış olup temkinli olmak adına İNA modelinde Beta katsayısı 1,0x olarak dikkate alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre Ahlatıcı Doğal Gaz için 12.074.004.059 TL firma değerine ulaşılmıştır. Söz konusu firma değerinden net borç pozisyonu düşülerek 11.451.119.583 TL özsermaye değeri hesaplanmaktadır. Söz konusu özsermaye değeri, 2022 yılı özsermaye maliyeti ile düzeltilerek 02.12.2022 itibarıyla 12.577.559.152 TL özsermaye değeri ulaşılmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları - TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri (net)	9.190.752.799	15.221.504.482	20.595.121.016	25.866.556.599	32.450.456.739	41.147.353.049	50.679.666.738
Büyüme	148,4%	65,6%	35,3%	25,6%	25,5%	26,8%	23,2%
FVÖK	663.638.280	1.044.100.267	1.426.292.322	1.731.122.441	2.212.539.801	3.497.081.743	4.308.075.027
Operasyonel Kar Marjı	7,2%	6,9%	6,9%	6,7%	6,8%	8,5%	8,5%
Efektif Vergi	-152.636.804	-208.820.053	-285.258.464	-346.224.488	-442.507.960	-699.416.349	-861.615.005
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar/Zarar	511.001.475	835.280.214	1.141.033.858	1.384.897.953	1.770.031.841	2.797.665.395	3.446.460.021
+ Amortisman	122.238.773	168.465.028	247.305.787	341.067.165	476.127.550	655.878.099	817.785.640
FAVÖK	785.877.053	1.212.565.295	1.673.598.109	2.072.189.606	2.688.667.351	4.152.959.842	5.125.860.667
FAVÖK Marjı	8,6%	8,0%	8,1%	8,0%	8,3%	10,1%	10,1%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	419,4%	441,3%	507,6%	438,6%	462,2%	446,5%	323,6%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-74.639.083	-99.499.976	-76.645.490	-86.767.577	-88.753.420	46.449.876	-87.602.318
Yatırım Harcamaları	-512.648.706	-743.435.142	-1.255.359.693	-1.495.893.166	-2.200.472.507	-2.928.537.559	-2.646.122.597
Satışlara Oranı	5,6%	4,9%	6,1%	5,8%	6,8%	7,1%	5,2%
Güvence Bedelleri Değişimi	102.967.776	135.821.569	176.541.170	197.492.000	266.224.329	418.710.143	532.225.739
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	298.198.401	495.631.645	386.166.612	514.331.529	400.664.633	897.266.202	2.237.951.122
İskonto Faktörü	0,83	0,75	0,62	0,52	0,44	0,38	0,31
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	246.176.175	371.101.597	240.869.459	268.628.006	176.722.164	336.658.310	704.648.111

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları - TL	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış Gelirleri (net)	62.378.741.638	76.466.105.468	93.121.050.757	111.874.765.904	134.733.397.071
Büyüme	23,1%	22,6%	21,8%	20,1%	20,4%
FVÖK	5.314.904.646	6.572.994.978	8.078.294.355	8.978.785.492	10.926.589.759
Operasyonel Kar Marjı	8,5%	8,6%	8,7%	8,0%	8,1%
Efektif Vergi	-1.062.980.929	-1.314.598.996	-1.615.658.871	-1.795.757.098	-2.185.317.952
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar/Zarar	4.251.923.717	5.258.395.983	6.462.635.484	7.183.028.394	8.741.271.807
+ Amortisman	994.125.388	1.198.869.235	1.420.583.883	1.662.524.057	1.925.213.201
FAVÖK	6.309.030.034	7.771.864.213	9.498.878.238	10.641.309.549	12.851.802.960
FAVÖK Marjı	10,1%	10,2%	10,2%	9,5%	9,5%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	291,8%	281,6%	253,7%	238,6%	222,0%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-119.959.817	-142.694.917	-169.764.602	-402.923.108	-278.722.864
Yatırım Harcamaları	-2.900.965.646	-3.376.575.070	-3.604.337.181	-3.966.923.274	-4.273.588.961
Satışlara Oranı	4,7%	4,4%	3,9%	3,5%	3,2%
Güvence Bedelleri Değişimi	621.111.832	721.950.393	852.552.469	1.003.727.516	1.174.631.388
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	3.086.155.108	3.945.335.458	5.301.199.257	6.285.279.801	7.846.250.300
İskonto Faktörü	0,26	0,22	0,18	0,15	0,13
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	810.690.154	867.384.282	975.421.230	972.393.054	1.010.763.040

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları - TL	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Satış Gelirleri (net)	109.842.507.180	131.133.111.465	96.857.182.051	48.894.160.862	57.184.667.040	
Büyüme	-18,5%	19,4%	-26,1%	-49,5%	17,0%	
FVÖK	9.455.119.535	11.563.405.178	10.742.219.665	2.283.046.899	2.737.427.988	
Operasyonel Kar Marjı	8,6%	8,8%	11,1%	4,7%	4,8%	
Efektif Vergi	-1.891.023.907	-2.312.681.036	-2.148.443.933	-456.609.380	-547.485.598	
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar/Zarar	7.564.095.628	9.250.724.142	8.593.775.732	1.826.437.519	2.189.942.391	
+ Amortisman	1.592.238.803	1.845.473.727	1.744.496.853	562.132.531	618.544.928	
FAVÖK	11.047.358.338	13.408.878.905	12.486.716.518	2.845.179.430	3.355.972.916	
FAVÖK Marjı	10,1%	10,2%	12,9%	5,8%	5,9%	
Yatırım Harcamaları / Amortisman	235,7%	235,2%	257,0%	173,3%	166,9%	
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-279.835.014	-285.289.356	-444.352.485	-577.421.945	-537.232.530	
Yatırım Harcamaları	-3.752.726.928	-4.340.518.582	-4.483.800.004	-973.953.052	-1.032.216.049	
Satışlara Oranı	3,4%	3,3%	4,6%	2,0%	1,8%	
Güvence Bedelleri Değişimi	985.877.786	1.240.591.403	1.266.336.321	425.432.300	491.043.363	
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	10.650.568.659	0	7.717.354.642	10.508.112.783	0	7.940.218.958
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	17.319.888.962	8.281.560.046	15.282.516.029	12.925.584.026	2.804.547.162	7.940.218.958
İskonto Faktörü	0,11	0,09	0,08	0,06	0,05	0,04
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	1.867.337.252	747.274.695	1.161.736.486	816.558.709	148.282.688	351.358.647

Kaynak: Ahlatıcı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde başlıca kullanılan çarpanlardan Firma Değeri/Satışlar (FD/Satış), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri/Defter Değeri(PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları Şirket için incelenmiştir. Buna göre, çarpan analizi kapsamında incelenen bu çarpanlar arasında şirketin esas faaliyetinin doğal gaz dağıtımı olması ve bu yönüyle net satış gelirlerinin gerek operasyonel gerekse de net karlılığının ana yönlendiricisi olması nedeniyle çarpan analizi kapsamında FD/Satış çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir. Ek olarak, Şirket bünyesindeki doğal gaz dağıtım şirketlerinin Tarife Metodolojisi'ne dayalı olarak gelirlerinin öngörülebilir olması nedeniyle, Çarpan Analizi kapsamında sadece FD/Satış çarpanının kullanılmasının uygun olacağı düşünülmüştür.

Çarpan analizi yönteminde yurt içinde BIST'te işlem gören doğal gaz faaliyetiyle uğraşan şirket sayısının az olması nedeniyle sektörel olarak Şirket'e yakın olduğu düşünülen BIST Elektrik Endeksi'nde yer alan şirketler dikkate alınmıştır. Yurt dışında ise doğal gaz faaliyeti olan şirketler baz alınmıştır.

Çarpan analizinde %100 ağırlıklandırılarak FD/Satış oranı baz alınmıştır. Bu kapsamda FD/Satış yurt içi çarpanına %50, yurt dışı çarpanına %50 ağırlık verilmiştir. Bu kapsamda yapılan Çarpan Analizine göre Şirket için ağırlıklandırılmış özsermaye Değeri 15.444.965.718 TL olarak tespit edilmiştir.

FD/Satış Çarpanına Göre Değerleme	FD/Satış (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi (ortalama)	1,9x	50%
Yurt dışı (ortalama)	3,1x	50%
Ağırlıklandırılmış FD/Satış	2,5x	100%
Net Satış Gelirleri (30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık) TL	7.198.823.345	
Firma Değeri TL	18.055.749.885	
Net borç (30.06.2022 itibarıyla) TL	622.884.476	
Güvence Bedelleri (30.06.2022 itibarıyla) TL	1.987.899.691	
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (30.06.2022 itibarıyla) TL	0	
Özsermaye Değeri TL	15.444.965.718	

Kaynak: Ahlatçı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
FD/Satış Çarpanına Göre	15.444.965.718	100%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri TL	15.444.965.718	

Kaynak: Ahlatçı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

Ahlatçı Doğal Gaz - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İNA Yöntemi	12.577.559.152	80%
Çarpan Analizi	15.444.965.718	20%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri TL	13.151.040.465	

Kaynak: Ahlatçı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

Ahlatçı Doğal Gaz - Değerleme Sonucu	TL
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	13.151.040.465
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.06.2022 itibarıyla)	168.500.000
Halka Arz Öncesi TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	78,05
Halka Arz İskonto Oranı	15,43%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	11.121.834.922
Halka Arz Fiyatı (TL)	66,00

Kaynak: Ahlatçı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımı yöntemine %80, çarpan analizi yöntemine %20 ağırlık verilerek 13.151 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %15,43 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 66,0 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

7. GÖRÜŞ

Vakıf Yatırım tarafından Ahlatçı Doğal Gaz için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

Şirketin fiyat tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yönteminin kullanılmasını uygun bulmakla birlikte kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Değerleme yöntemlerine sırasıyla %80 - %20 ağırlık verilmiştir.

Şirket'in bünyesindeki doğal gaz dağıtım şirketlerinin lisans dönemlerinin sonuna kadar nakit akışları tahmin edilmesinden kaynaklı olarak projeksiyon döneminin 2022 – 2038 yılları arasında alınması uygundur.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken kullanılan 10 yıllık devlet tahvilinin bir yıllık ortalaması olan %19,2 kullanılmasını uygun bulduk.

2022 yılı için geçerli olan %23 seviyesinde kurumlar vergisi oranı baz alınarak 0,83x seviyesinde kaldıraçlı beta hesaplanmış olup temkinli olmak adına İNA modelinde Beta katsayısı 1,0x olarak dikkate alınmasını makul buluyoruz.

Çarpan Analizinde kullanılan yurt içi ve yurt dışı şirketlerin uç değerleri elemine edilirken dikkate alınan varsayımlar hususunda detaylı bilgiye ulaşamadık.

Sonuç olarak, Ahlatıcı Doğal Gaz için hesaplanan hedef değere %15,43 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 66 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

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

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