

'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.

'Ahlatıcı Doğal Gaz Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Ahlatıcı Doğal Gaz") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket'in esas faaliyet konusu doğal gaz toptan ve perakende dağıtım ve satışını yapmaktır. Şirket, sahip olduğu bağlı ortaklıkları gaz şebekesi altyapısına yatırım yapmakta ve faaliyet yetkisine sahip olduğu şehirlerdeki abonelerine gaz dağıtım hizmeti sağlamaktadır.

Şirket'in gaz dağıtım bölgeleri; Aydın, Denizli, Antalya, Konya, Aksaray, Nevşehir, Niğde, Ereğli, Erzincan ve Karaman'dır.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Şirket'in 2021 yılsonu itibarıyla dağıtım şirketlerinin şebeke ve abone penetrasyonları aşağıda yer almaktadır:

Şirket	Şebeke Penetrasyonu (Konut ve Ticari İşletme)	Abone Penetrasyonu (Konut ve Ticari İşletme)
Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş	%78,0	%76,1
Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş	%66,4	%79,9
Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş	%77,3	%86,9
Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş	%62,7	%39,1
Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş	%78,1	%85,6
Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş	%80,4	%81,9
Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş	%77,2	%86,2
Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş	%80,8	%90,1
Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş	%54,6	%51,4

Kaynak: Şirket

2019, 2020, 2021 ile 2021/06 ve 2022/06 dönemleri itibarıyla Ahlatıcı Doğal Gaz'ın satış hacmi aşağıdaki gibidir:

Satış Hacmi (m ³)	2019	2020	2021	2021/6	2022/6
Konut	976	1.074	1.170	701	882
Konut Dışı	222	212	237	133	199
Serbest	388	357	435	199	247
Taşıma	1.368	1.774	2.250	1.017	777
Toplam	2.954	3.417	4.092	2.051	2.105

Kaynak: Şirket

Özet Finansallar:

Aşağıdaki tabloda Şirket'in 2019-2021 ve 2021/6 – 2022/6 dönemine ait özet finansallar gösterilmektedir:

mn TL	2019	2020	2021	2021/6	2022/6
Brüt Kar	222,1	320,0	484,7	278,0	454,4
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>10,0</i>	<i>11,9</i>	<i>13,1</i>	<i>15,6</i>	<i>8,6</i>
FVÖK	152,2	239,3	353,1	209,7	405,1
<i>FVÖK Marjı (%)</i>	<i>6,9</i>	<i>8,9</i>	<i>9,5</i>	<i>11,8</i>	<i>7,7</i>
FAVÖK	221,8	318,1	449,9	254,9	480,4
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>10,0</i>	<i>11,8</i>	<i>12,2</i>	<i>14,3</i>	<i>9,1</i>
Net Finansal Borç	410,4	343,6	664,4	-	622,9
Net Finansal Borç/FAVÖK	1,85x	1,08x	1,48x	-	0,92x*

Kaynak: Şirket

*Son bir yıllık FAVÖK rakamı kullanılarak hesaplanmıştır.

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket, sermaye artışından elde edilecek halka arz gelirlerini aşağıdaki şekilde kullanacağını belirtmiştir:

- %80-90'ına karşılık gelen tutar doğalgaz dağıtım sektöründe faaliyet göstermekte olan şirketin doğrudan bağlı ortaklığı ve/veya iştiraki olarak bünyeye dâhil edilebilecek satın almalar, enerji sektöründeki diğer yatırımlar ve finansal sektörde faaliyet gösteren şirket alımları için kullanılacaktır.
- %10-20'sine karşılık gelen tutar gaz dağıtım faaliyetleri çerçevesinde planlanan yenileme ve genişletme alt yapı yatırımları için kullanılması planlanmaktadır.

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 yöntem kullanılmıştır. İNA yöntemi için şirketin geçmiş finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2022-2039 projeksiyonları kullanılmıştır. Çarpan Analizinde ise 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık döneme ait veriler dikkate alınırken, yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/Satış çarpanları eşit ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. İNA yöntemine %80, çarpan analizi yöntemine %20 ağırlık verilerek 13.151 milyon TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış pay değeri 78,05 TL olarak hesaplanmıştır. %15,43 halka arz iskontosu sonrası özsermaye değeri 11.122 milyon TL olarak

hesaplanmıştır. %15,43 halka arz iskontosunu uygulandıktan sonra pay başına halka arz fiyatı 66,00 TL olarak belirlenmiştir.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA metodunda, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. Değerleme şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2039 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)									
	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	9.191	15.222	20.595	25.867	32.450	41.147	50.680	62.379	76.466
Büyüme	148,4%	65,6%	35,3%	25,6%	25,5%	26,8%	23,2%	23,1%	22,6%
FVÖK	664	1.044	1.426	1.731	2.213	3.497	4.308	5.315	6.573
Operasyonel Kar Marjı	7,2%	6,9%	6,9%	6,7%	6,8%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%
Efektif Vergi	153	209	285	346	443	699	862	1.063	1.315
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar/Zarar	511	935	1.141	1.385	1.770	2.798	3.445	4.252	5.258
Amortisman	122	168	247	341	476	656	818	994	1.199
FAVÖK	786	1.213	1.674	2.072	2.689	4.153	5.126	6.309	7.772
FAVÖK Marjı	8,6%	8,0%	8,1%	8,0%	8,3%	10,1%	10,1%	10,1%	10,2%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	419,4%	441,3%	507,6%	438,6%	462,2%	446,5%	323,6%	291,8%	281,6%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişimi	75	99	77	87	89	46	88	120	143
Yatırım Harcamaları	513	743	1.255	1.496	2.200	2.929	2.646	2.901	3.377
Satışlara oranı	5,6%	4,9%	6,1%	5,8%	6,8%	7,1%	5,2%	4,7%	4,4%
Güvence Bedelleri Değişimi	103	136	177	197	266	419	532	621	722
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	298	496	386	514	401	897	2.238	3.086	3.945
İskonto Faktörü	0,83	0,75	0,62	0,52	0,44	0,38	0,31	0,26	0,22
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	246	371	241	269	177	337	705	811	867

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)									
	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Net Satışlar	93.121	111.875	134.733	109.843	131.133	96.857	48.894	57.185	
Büyüme	21,8%	20,1%	20,4%	18,5%	19,4%	-26,1%	-49,5%	17,0%	
FVÖK	8.078	8.979	10.927	9.455	11.563	10.742	2.283	2.737	
Operasyonel Kar Marjı	8,7%	8,0%	8,1%	8,6%	8,8%	11,1%	4,7%	4,8%	
Efektif Vergi	-	-	-	-	-	-	-	-	
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar/Zarar	1.616	1.796	2.815	1.891	2.313	2.148	457	547	
Amortisman	6.463	7.183	8.741	7.564	9.251	8.594	1.826	2.190	
Amortisman	1.421	1.663	1.925	1.592	1.845	1.744	562	619	
FAVÖK	9.499	10.641	12.852	1.104	13.409	12.487	2.845	3.356	
FAVÖK Marjı	10,2%	9,5%	9,5%	10,1%	10,2%	12,9%	5,8%	5,9%	
Yatırım Harcamaları/Amortisman	253,7%	238,6%	222,0%	235,7%	235,2%	257,0%	173,3%	166,9%	
+/- Çalışma Sermayesinde ki Değişimi	-	-	-	-	-	-	-	-	
Yatırım	170	403	279	280	285	444	1	537	
Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-	
Satışlara oranı	3,604	3,967	4,274	3,753	4,341	4,484	974	1,032	
Güvence Bedelleri Değişimi	3,9%	3,5%	3,2%	3,4%	3,3%	4,6%	2,0%	1,8%	
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	853	1.004	1.175	986	1.241	1.266	425	491	-
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-	-	-	10.651	-	7.717	10.508	-	7.940
İskonto Faktörü	5.301	6.285	7.846	17.320	8.282	15.283	12.926	2.805	7.940
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	0,18	0,15	0,13	0,11	0,09	0,09	0,06	0,05	0,04
	975	972	1.011	1.867	747	1.162	817	148	351

AOSM	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T - 2039T
Risksiz Faiz Oranı	19,2%	18,7	18,2	17,7	17,2	16,7	16,7
Risk Primi Beta	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	1	1	1	1	1	1	1
Borçlanma Maliyeti	24,7%	24,2%	23,7%	23,2%	22,7%	22,2%	22,2%
Kurumlar Vergisi Oranı	25,2%	24,7%	24,2%	23,7%	23,2%	22,7%	22,7%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Özsermaye Oranı	19,4%	19,8%	19,4%	19,0%	18,6%	18,2%	18,2%
AOSM	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%
	21,10%	21,20%	20,80%	20,30%	19,90%	19,50%	19,50%

Şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı olarak 2022 yılı için Türkiye 10 yıllık TL tahvil faizinin 30.11.2022 tarihli kapanışı itibarıyla yılbaşından itibaren ortalaması olan %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 yılı ve sonrası için ise %16,7 düzeyinde sabit tutulmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır. Değerleme çalışmasında şirketin betası 1,0 olarak kabul edilmiştir.

Çarpan Analizi

Çarpan analizinde hem yurt içi hem yurt dışı benzer şirketler dikkate alınmıştır. Yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. Çarpan analizinde medyan Firma Değeri/Satış (FD/Satış) çarpanı uç değerler elenerek kullanılmıştır. Çarpan analizi sonucu 18.055 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi		
	FD/Satış Medyanı	Ağırlık
Yurt içi (Ortalama)	1,9	50%
Yurt dışı (Ortalama)	3,1	50%
Ağırlıklandırılmış FD/Satış	2,5	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 Savaş Yükümlülüğü (30.06.2022 itibarıyla) - TL	-	
Özsermaye Değeri - TL	15.444.965.718	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ:

Çarpan Analizi ve İNA hesaplamalardan çıkan değerlerin eşit ağırlıklandırılması sonucu 13.151 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **78,05 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu durumda **66,00 TL** olan halka arz fiyatına göre %15,43 iskonto oranı hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	80%	12.577.559.152
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	20%	15.444.965.718
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		13.151.040.465
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)		13.151.040.465
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.06.2022 itibarıyla)		168.500.000
Halka Arz Öncesi 1 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
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)		66,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun oldukça kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.

- Ürün fiyat gelişimi ve büyüme varsayımlarının makul olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde projeksiyon döneminde risksiz faiz oranının kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür, diğer yandan Düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranının (RMGO) projeksiyon döneminde %12,427 (vergi öncesi) seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür. Dolayısıyla, şirketin yaptığı yatırımların reel getirisinde (ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine kıyasla) projeksiyon döneminde mevcut duruma kıyasla iyileşme öngörülmüştür.

- Yurtiçi çarpan analizinde ağırlıklı olarak elektrik üretim şirketleri kullanılmıştır. Bazı şirketlerin toptan satış, dağıtım ve perakende gibi faaliyetleri olsa da değerlerinin önemli bir kısmı elektrik üretim faaliyetlerinden gelmektedir. Üretim ağırlıklı şirketlerin kullanıldığı çarpan analizinde FD/Net satışlar yerine FD/FAVÖK çarpanı kullanmanın daha makul olduğu görüşünderiz.
- Yurtdışı çarpan analizinde kullanılan şirketler de sektördeki değer zincirinin farklı yerlerinde konumlanan çok sayıda şirketten oluşmaktadır. Dolayısıyla, FD/Satışlar yerine FD/FAVÖK çarpanı kullanmanın daha makul olduğu görüşünderiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2022