



**BAŞKENTGAZ**

**Başkent Doğalgaz Dağıtım  
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ő.**

**"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ**

**Haziran 2021**



**Ziraat Yatırım**

---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER</b>	<b>3</b>
<b>II. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>4</b>
<b>III. FAALİYETLER</b>	<b>4</b>
<b>IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM</b>	<b>7</b>
<b>V. DEĞERLEME</b>	<b>9</b>
<b>VI. GÖRÜŞ</b>	<b>14</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Garanti Yatırım") lider olduğu Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Başkent Doğalgaz" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Garanti 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 İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 700.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 700.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 175.000.000 TL nominal – Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 9,72 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 1.701.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %25,00
Halka Arz Tarihi	■ 03-04 Haziran 2021
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 10-11 Haziran 2021 / Yıldız Pazar
Tahsisat Oranı	■ Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - 63.000.000 TL - %36 ■ Torunlar Grubu ve Şirket Çalışanları - 70.000.000 TL - %40 ■ Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - 31.500.000 TL- %18 ■ Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - 10.500.000 TL - %6
Halka Arz Lideri	■ Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Garanti Yatırım")
Taahhütler	■ Şirket ve Torunlar Enerji, paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün süreyle, sermaye artırımını yapılmayacağı, halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini beyan ve taahhüt etmiştir. ■ Torunlar Enerji, halka arz edilen payların borsada işlem görmesinden itibaren bir yıl süreyle, Başkentgaz'da sahip olduğu payları, halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	■ Garanti Yatırım tarafından payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yapılacaktır.

\*Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sahip olduğu 175.000.000 TL nominal değerli paylar halka arz edilmektedir.

## II. ŞİRKET BİLGİLERİ

**Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Başkent Doğalgaz Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.**

- 2007 yılında kurulan, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., ("Başkent Doğalgaz" veya "Şirket") 2013 yılında gerçekleştirilen özelleştirme ile birlikte Torunlar Enerji bünyesinde faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Şirket, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, 1.897.564 mesken abonesi, ticari, sınai ve taşıma hizmeti verilen müşterisi ile toplam müşteri sayısı bazında Türkiye'nin en büyük ikinci doğal gaz dağıtım şirkettir. EPDK tarafından düzenlenen dağıtım lisansı, Şirket'e, 31 Ağustos 2037 tarihine kadar Ankara Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde (Polatlı, Kızılcahamam ve Beypazarı ilçeleri hariç) münhasır doğal gaz dağıtım hakkını vermiştir.
- Şirket'in 610 adet çalışanı bulunmakta olup, söz konusu personele dışarıdan hizmet alımı (taşeron) şeklinde 1.000 adet personel destek vermektedir.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortaklık Yapısı				
	Halka Arz Öncesi		Halka arz Sonrası	
Ortak Unvanı	Pay (TL nominal)	Oran (%)	Pay (TL nominal)	Oran (%)
Torunlar Enerji	700.000.000	100	525.000.000	75
Halka Açık	-	-	175.000.000	25
Toplam	700.000.000	100,00%	700.000.000	100

## III. FAALİYETLER

- Şirket, toplam müşteri sayısı bazında Türkiye'nin en büyük ikinci doğal gaz dağıtım şirketi olup, EPDK (T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu) tarafından düzenlenen dağıtım lisansı, Şirket'e, 31 Ağustos 2037 tarihine kadar Ankara Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde (Polatlı, Kızılcahamam ve Beypazarı ilçeleri hariç) münhasır doğal gaz dağıtım hakkını vermiştir.
- Şirket'in doğal gaz dağıtım hattı uzunluğu 2020 yılında 12.998.632,25 kilometreye erişmiş olup; 2019 yılında 2.055.338 olan müşteri sayısı 2020 yılında 2.110.755'e ulaşmıştır.
- Şirket, 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda yaklaşık 3.504.000.000 Sm<sup>3</sup> hacminde doğal gaz dağıtımını gerçekleştirmiştir.
- 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Türkiye'nin başkenti Ankara'da 5.663.322 kişi ikamet etmekte ve Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısının ulaştığı ilçeler, Ankara'nın toplam nüfusunun yaklaşık %96,4'üne tekabül etmektedir. Ankara'nın 25 adet ilçesi bulunmaktadır. Bu 25 ilçe arasından Ankara'nın nüfus yoğunluğunun en yüksek olduğu 17 ilçe hâlihazırda Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısına bağlı bulunmakta, beş ilçe lisans alanında olup, söz konusu ilçelere 2021 yılında CNG/LNG yöntemi ile doğal gaz arzı sağlanacaktır.

- 
- 31 Aralık 2017 ila 31 Aralık 2020 arasında Şirket'in müşteri tabanında %10 oranında bir artış meydana gelmiş olup, bu artış özellikle, aynı dönem içinde Şirket'in dağıtım altyapısının, Şirket'in 192.529 adet yeni müşteriye erişmesini sağlayacak şekilde genişletilmiş olmasından kaynaklanmaktadır.
  - Şirket, mesken abonelerine ve ticari ve sınai müşterilerine dağıttığı doğal gazı BOTAŞ'tan ve oransal olarak çok düşük bir kısmını Kalecik ilçesinde kullanılmak üzere CNG olarak Naturelgaz'dan satın almaktadır.
  - Doğal gazın Ankara il sınırları içerisine kadar BOTAŞ tarafından taşınmasının ardından, Şirket, müşterilerine dağıtacağı doğal gazı ana basınç düşürme ve ölçüm istasyonlarında (RMS) teslim alır. Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısı, RMS'lerden ve dağıtım hattından müteşekkildir. RMS'ler, doğal gaz dağıtım altyapısının her bir bağlantı noktasında doğal gaz basıncını Şirket müşterileri için gerekli olan seviyelere indirme ve düzenleme maksadıyla kullanılmaktadır.
  - Şirket, müşterilerinin doğal gaz tüketimini elektronik ve mekanik sayaçlar vasıtasıyla ölçmektedir. Bu sayaçlar, sadece bir müşteriye özel olarak münferiden kullanılabilceği gibi, toplu sayaçlar olarak da kurulabilmektedir. Şirket, hizmet çağrılarını almak ve bunlara cevap vermek üzere işlettiği çağrı merkezi hizmetinin yanı sıra, doğal gaz sızıntılarına ve diğer acil hizmet taleplerine ilişkin acil çağrıları cevaplamak üzere 7/24 faaliyet gösteren ayrı bir "187 Doğalgaz Acil" acil durum birimi içinde çağrı merkezi hizmeti satın almaktadır.
  - Şirket, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, ödeme noktaları olarak kullandığı 16 adet Başkentgaz şubesine ve 100 adet Gazmatik noktasına sahiptir. Ayrıca Şirket, PTT Ankara il sınırları dâhilindeki 251 adet PTT şubelerini ödeme noktası olarak kullanma yetkisini haizdir. İlaveten, Şirket, PTT dışında 20 adet banka ile de, mekanik sayaç kullanan müşterilerinin bu bankaların şubelerini ödeme noktası olarak kullanmasını sağlayan sözleşmeler akdetmiştir. Öte yandan, Gazmatik noktaları, PTT ve diğer bankalar kendi işletme maliyetlerini Şirket müşterilerinden doğrudan tahsil eder. Şirket politikası olarak, Başkentgaz şubelerini kullanan müşterilerden yaptıkları işlemler için herhangi bir ücret alınmamaktadır.
  - Şirket müşterilerine doğal gazı; Şehir Giriş İstasyonları (RMS-A'lar), orta basınç dağıtım hatları, B tipi basınç düşürme istasyonları, alçak basınç dağıtım hatları, C tipi basınç düşürme istasyonları, düşük basınç dağıtım hatları, bağlantı/servis hatları ve servis parçası/kutularından oluşan dağıtım altyapısı aracılığı ile ulaştırır.
  - Şirket'in Ankara'da konumlu 14 adet RMS-A'sı bulunmakta olup, Gölbaşı (600.000 m<sup>3</sup>/h kapasiteli) ve Temelli (1.000.000 m<sup>3</sup>/h kapasiteli)'de konumlu 2 adet RMS-A, dağıtım şebekesine, RMS-B'lere ve RMS-B'ler üzerinden RMS-C'lere doğal gaz dağıtımında kullanılmaktadır.
  - 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Şirket'in dağıtım hattının %85'i, 150 yıla kadar toplam tahmini kullanım ömrüne sahip dayanıklı bir madde olan polietilenden inşa edilmiştir. Aynı tarih itibarıyla, Şirket'in dağıtım hattının kalan %15'i ise 100 yıla kadar toplam tahmini kullanım ömrüne sahip çelikten yapılmış olup, bu hatlara yüzey koruma ve diğer katodik koruma yöntemleri uygulanmıştır.
  - Şirket'in yatırım harcamaları, dağıtım şebekesinin genişletilmesiyle (hem gaz verilen, hem de gaz verilmeyen bölgelerde) alakalıdır ve ekipmanları (borular, vanalar, sayaçlar, tali ekipmanlar), Basınç Düşürme İstasyonlarını (RMS), inşaat, kazı, montaj, işgücü, denetim ve inceleme maliyetlerini ve SCADA (Veri Tabanlı Kontrol ve Gözetleme Sistemi) projesi gibi, bilgi teknolojisi altyapısının geliştirilmesine yönelik projeleri kapsamaktadır.
  - Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibarıyla Şirket'in mesken abonesi veya ticari müşteri ve sınai müşteri olarak sınıflandırılan müşterilerinin toplam sayılarını ortaya koymaktadır.

	31 Aralık itibarıyla,		
	2018	2019	2020
Mesken aboneleri .....	1.704.020	1.739.072	1.807.865
Ticari müşteriler .....	81.152	78.855	89.580
Sanayi müşteriler .....	90	94	94
Taşıma hizmeti verilen müşteriler .....	21	23	25
<b>Toplam müşteri sayısı .....</b>	<b>1.785.283</b>	<b>1.818.044</b>	<b>1.897.564</b>

- Şirket'in toplam müşteri sayısı 31 Aralık 2018 ile 31 Aralık 2019 tarihleri arasında %3, 31 Aralık 2019 ile 31 Aralık 2020 tarihleri arasında %2,2 oranında artmıştır. Müşteri sayılarındaki bu artışlar, başta Şirket'in dağıtım altyapısının genişlemesiyle bağlantılıdır.
- Şirket, 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020'de sona eren yıllar itibarıyla, sırasıyla, toplam hasılatının %62, %60 ve %63'üne tekabül etmek suretiyle, hasılatının büyük bölümünü mesken abonelerinden elde etmiştir.
- Şirket,
  - i. Müşterilerinin yıllık doğal gaz tüketim hacimlerine göre değişen sistem kullanım bedeli
  - ii. Tarifeleri ve abone bağlantı bedelleri (sayaç gelirleri dâhil), güvence bedelleri, proje onay ücretleri, açma ve kapama bedelleri
 gibi diğer ücretler vasıtasıyla gelir elde etmektedir. Şirket, doğal gaz alış maliyetlerinin %100'ünü (özel tüketim vergisi dâhil) müşterilerine yansıtmaktadır. Şirket'in brüt karı, müşterilerinin yıllık doğal gaz tüketim hacimlerine göre uyguladığı ilgili sistem kullanım bedeli tarifesinden doğmaktadır.
- Şirket, mesken abonelerine veya Şirket'ten doğal gaz satın alan serbest tüketicilere doğal gaz dağıtımını yaptığında, doğal gaz satın alma maliyetlerini (özel tüketim vergisi dâhil) söz konusu mesken abonelerine ve serbest tüketicilere yansıtmaktadır. Şirket, sadece taşıma hizmeti verdiği ve doğrudan BOTAŞ'tan veya özel toptan satış şirketlerinden doğal gaz satın alan müşterileri (taşıma hizmeti verilen müşteriler) için doğal gaz satın almadığı için, bu müşterilerine fatura ettiği meblağlarda doğal gaz maliyeti bulunmamaktadır. Sonuç olarak Şirket, doğal gaz alış ve satışından herhangi bir gelir elde etmemekte, sadece taşıma geliri elde etmektedir.
- Şirket'in tüm gelir akışı, geçerli fiyatlandırması EPDK tarafından belirlenen düzenlenmeye tabi faaliyetlerden elde edilmektedir. İlgili mevzuat uyarınca Şirket'in sistem kullanım bedelleri ve 13 Ekim 2016 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan son düzenleyici değişiklik ile 800,000 m<sup>3</sup>'lük sistem kullanım bedeli belirleme eşiği, 1 Haziran 2013 tarihinden itibaren sekiz yıl süreyle sabitlenmiştir. Ayrıca, sistem kullanım bedellerinin ABD Doları cinsinden belirlenmiş olması, ilgili sekiz yıllık dönem boyunca Şirket hasılatının Türk Lirası'nda ABD Doları karşısında yaşanacak bir değer kaybına karşı koruma sağlamıştır. Ancak Şirket'in ABD Doları cinsinden belirlenen sistem kullanım bedelleri tarifesi 31 Mayıs 2021 tarihinde sona erecektir. 1 Haziran 2021 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanacak tarife uyarınca Birim Amortisman Hizmet Bedeli ve Taşıma Bedeli gibi ikili bir tarife olmayacak, EPDK tarafından tüketim kademeleri bazında sistem kullanım bedelleri belirlenecek ve uygulanan tarife EPDK mevzuatı uyarınca aylık olarak TÜFE ile güncellenecektir.
- Şirket tarafından faaliyet gruplarına ilişkin satış bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(TL)	31.12.2018		31.12.2019		31.12.2020	
	TL	%	TL	%	TL	%
Mesken Abonelerine Gaz Satışı	1.884.282.676	62%	2.446.449.296	60%	3.177.658.040	63%
Mal ve Hizmet Üreten Abonelere Gaz Satışı	937.361.029	31%	1.321.002.411	33%	1.505.741.876	30%
Şebeke Genişleme ve Yenileme	139.645.398	5%	233.281.684	6%	298.826.867	6%

Gelirler						
Gaz Taşıma Gelirleri	48.074.163	2%	40.213.893	1%	35.653.015	1%
Bağlantı Bedelli Gelirler	16.688.643	0%	21.423.966	0%	25.069.325	0%
Diğer Gelirler	21.531.305	0%	17.200.899	0%	18.327.617	0%
Fatura Düzeltmeleri (-)	11.960.588	0%	20.796.098	0%	26.434.415	0%
<b>Toplam Hasılat</b>	<b>3.035.622.626</b>	<b>100%</b>	<b>4.058.776.051</b>	<b>100%</b>	<b>5.034.842.325</b>	<b>100%</b>

- Şirket faaliyetlerini EPDK tarafından düzenlenen dağıtım lisansı ile yürütmektedir. İlgili enerji piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde öngörülen fiyat tarifesi uygulanmaktadır. Ancak ihraççıyla ilgili herhangi bir teşvik veya sübvansiyon bulunmamaktadır.

## IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM

**Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler ATP Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.**

Bilanço (TL)	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1.547.710.415</b>	<b>2.810.568.555</b>	<b>3.134.967.481</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	769.177.457	531.764.398	954.571.734
Finansal Yatırımlar	-	1.755.718.587	1.651.948.945
Ticari Alacaklar	369.378.458	451.343.892	506.221.589
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	369.378.458	451.343.892	506.221.589
Diğer Alacaklar	375.875.666	58.876.730	4.877.464
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	300.000.000	17.936.295	4.546.051
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	75.875.666	40.940.435	331.413
Stoklar	12.664.752	10.435.880	14.831.829
Peşin Ödenmiş Giderler	20.361.636	2.274.830	2.387.258
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	12.604.993	-	-
<i>Diğer Peşin Ödenmiş Giderler</i>	7.756.643	2.274.830	2.387.258
Diğer Dönen Varlıklar	252.446	154.238	128.662
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>3.208.840.857</b>	<b>2.524.191.754</b>	<b>2.652.007.135</b>
Diğer Alacaklar	954.075.826	71.539	205.582
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	954.000.000	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	75.826	71.539	205.582
Maddi Duran Varlıklar	45.611.647	35.473.121	26.532.615
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.203.378.560	2.301.773.169	2.461.243.824
<i>İmtiyaza Bağlı Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	2.193.765.639	2.296.445.400	2.454.746.754
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	9.612.921	5.327.769	6.497.070
Peşin Ödenmiş Giderler	5.774.824	2.092.182	-
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	184.781.743	164.025.114
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>4.756.551.272</b>	<b>5.334.760.309</b>	<b>5.786.974.616</b>

Bilanço (TL)	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.096.632.972</b>	<b>2.546.521.283</b>	<b>2.734.761.527</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.191.205	1.112.972	858.835
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	160.765.560	137.230.167	195.511.351
Diğer Finansal Yükümlülükler	143.150	212.225	192.909
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	-	35.791.924	43.200.180
Ticari Borçlar	659.518.185	855.867.894	790.842.154
<i>İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar</i>	9.257.408	46.011.056	70.429.836
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar</i>	650.260.777	809.856.838	720.412.318
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.666.924	5.080.042	6.231.755
Diğer Borçlar	16.599.767	33.533.010	32.038.688
<i>İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar</i>	-	27.425.384	28.716.385
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	16.599.767	6.107.626	3.322.303
Ertelenmiş Gelirler	486.136.354	568.177.366	555.680.656
Güvence Bedeli	700.821.861	865.363.428	1.078.452.285
Kısa Vadeli Karşılıklar	60.299.013	39.330.049	24.486.486
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.805.854	3.003.839	4.799.789
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	57.493.159	36.326.210	19.686.697
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.490.953	4.822.206	7.266.228
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>685.373.993</b>	<b>882.860.951</b>	<b>1.172.946.316</b>
Uzun Vadeli Borçlar	345.500.000	322.500.000	554.500.000
Uzun vadeli kiralama yükümlülükleri	-	163.056.890	175.744.146
Ertelenmiş Gelirler	333.819.469	390.667.953	431.637.532
Uzun Vadeli Karşılıklar			
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	6.054.524	6.636.108	11.064.638
<b>Toplam yükümlülükler</b>	<b>2.782.006.965</b>	<b>3.429.382.234</b>	<b>3.907.707.843</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>1.974.544.307</b>	<b>1.905.378.075</b>	<b>1.879.266.773</b>
Ödenmiş Sermaye	700.000.000	700.000.000	700.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	267.175.855	90.011.415	118.621.721
Geçmiş Yıl Karları	637.537.958	699.774.481	527.954.151
<b>Net dönem karı</b>	<b>369.830.494</b>	<b>415.592.179</b>	<b>532.690.901</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>4.756.551.272</b>	<b>5.334.760.309</b>	<b>5.786.974.616</b>



Gelir Tablosu (TL)	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020
<b>KAR/ZARAR</b>			
Hasılat	3.035.622.626	4.058.776.051	5.034.842.325
Satışların Maliyeti	(2.606.930.885)	(3.548.746.362)	(4.432.683.908)
<b>Brüt Kar</b>	<b>428.691.741</b>	<b>510.029.689</b>	<b>602.158.417</b>
Genel Yönetim Giderleri	(27.178.190)	(42.633.437)	(41.721.516)
Pazarlama Giderleri	(3.025.491)	(4.066.095)	(4.889.148)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	113.116.952	28.580.083	62.501.914
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(224.503.297)	(119.146.778)	(170.499.357)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>287.101.715</b>	<b>372.763.462</b>	<b>447.550.310</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	151.834.831	154.674.745	221.349.262
<b>Finansman Geliri Öncesi Kar</b>	<b>438.936.546</b>	<b>527.438.207</b>	<b>668.899.572</b>
Finansman Gelirleri	59.649.707	4.182	7.544.835
Finansman Giderleri	(87.227.760)	(111.850.210)	(143.753.506)
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>	<b>411.358.493</b>	<b>415.592.179</b>	<b>532.690.901</b>
Vergi Geliri/(Gideri)	(41.527.999)	0	0
<b>Sürdürülen faaliyetler net dönem karı</b>	<b>369.830.494</b>	<b>415.592.179</b>	<b>532.690.901</b>
<b>TOPLAM KAPSAMLI GELİR</b>	<b>369.830.494</b>	<b>415.592.179</b>	<b>532.690.901</b>

## V. DEĞERLEME

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Başkent Doğalgaz Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Garanti Yatırım") tarafından Mayıs 2021 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Başken Doğalgaz Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamının dikkate alındığı, değerlendirmeler sonucunda gelir yaklaşımı yöntemi ve pazar yaklaşımı yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

### V.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda projeksiyon dönemi olarak 2021-2036 yıllarının seçildiği belirtilmiştir. Rapor'da Şirket'in doğalgaz dağıtım lisansı süresinin 2037 yılı içerisinde bitmesinden dolayı söz konusu tarihten sonraki gelir miktarının öngörülmesinin doğru olmadığı belirtilmiştir.

Rapor'da Şirket'in lisans süresinin bitiminden sonra, Türkiye'deki elektrik dağıtım şirketlerinden farklı olarak, dağıtım ağının mülkiyetini elinde bulundurmasından dolayı devam eden değer hesaplamasının yapılmasının

---

gerektiği ifade edilmiştir. Bu kapsamda projeksiyon dönemi sonrası devam eden değerin hesabında halka arza ilişkin sunulan İzahname'nin eki olan ve Deloitte tarafından hazırlanan Teknik Danışman Raporu'nda yer alan şirket'in 2036 yıl sonu itibarıyla sahip olması öngörülen varlık tabanının 31 Mart 2021 tarihine indirgenmiş değerini kullanılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Başkent Doğalgaz iin hazırlanan Fiyat Tespit Raporu analizinde belirtildiği üzere şirket'in birden fazla gelir kalemi bulunmaktadır. Rapor'da şirket'in doğalgaz alım maliyetlerini (zel tüketim vergisi dâhil) müşterilerine doğalgaz satış bedeli olarak yansıtığı ifade edilmiştir. Doğalgaz satış gelirlerinden sonra şirket'in en büyük gelir kalemi dağıtım yapılan müşterilere yansıtılan sistem kullanım bedelidir.

Rapor'da şirket'in ikinci büyük gelir kaleminin bağlantı gelirleri olduğu belirtilmiş, konut abonelerinden abone bağlantı geliri elde edildiği, yüksek tüketime sahip müşterilerinden (tesisler, fabrikalar vb.) ise münferit hat geliri elde ettiği ifade edilmiştir.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda giderlerin büyük kısmının satılan malın maliyeti olarak muhasebeleştirilen doğalgaz alım bedellerinden oluştuğu, şirket operasyonel giderlerinin neredeyse tamamının doğalgaz tarifesi uyarınca şirket'in gelir gereksinimine dâhil edildiği ifade edilmiştir.

#### **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)**

Rapor'da 2021 yılı iin risksiz TL faizi 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 12 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %18,21 oranı dikkate alınmıştır. İlerleyen yıllardaki risksiz getiri oranının ise gemiş yıllardaki risksiz getiri oranının enflasyon beklentisi ile korelasyonuna göre tahmin edildiği belirtilmiştir.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda projeksiyon dönemi boyunca risk priminin %5,5 olarak sabit tutulduğu ifade edilmiştir.

Rapor'da şirket'in abonelerinden toplandığı güvence bedelleri ve sahip olduğu pozitif işletme sermayesi sayesinde 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla 2,7 milyar TL nakdinin bulunduğu belirtilmiştir. Bu nedenle AOSM hesaplanırken projeksiyon dönemi boyunca net nakitte olacağı dolayısıyla AOSM'nin sermaye maliyetine eşit olacağı ve hesaplamada kullanılan betanın da kaldırasız olacağı varsayılmıştır.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Kaldırasız beta değerini olarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde hesaplamaya dahil yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin kaldırasız betalarının yaklaşık 2 katı olan yurtiindeki halka aık elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri olan Enerjisa (0,25) ve Zorlu Enerji'nin (0,27) 5 yıllık kaldırasız betalarının ortalaması olan 0,26 kullanılmıştır.

Rapor'da 2026 yılından sonra enflasyon tahminleri %7,5'da sabitlendiği iin sermaye maliyeti/AOSM %11,1'de sabitlenmektedir.

#### **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu**

31.12.2020 tarihli mizan dikkate alınarak yapılan hesaplamada işletme sermayesi ihtiyacının net satışlara oranı -17% olduğu ifade edilmiş ve projeksiyon dönemi boyunca "İşletme Sermayesi/Net Satışlar" oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

Başkent Doğalgaz için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizinde indirgenmiş nakit akımları, Şirket vergi ödemediği için amortisman giderlerine ilişkin vergi düzeltmesi yapılmadan hesaplanmıştır. İNA analizi sonucunda Şirket değeri, projeksiyon dönemine ilişkin değer ve projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer toplamından oluşmaktadır.

Bin TL	2021 Son 9 ay	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>3.377.850</b>	<b>5.879.363</b>	<b>6.626.995</b>	<b>7.366.906</b>	<b>8.124.622</b>	<b>8.929.484</b>	<b>9.969.360</b>	<b>10.925.487</b>
Satılan Malın Maliyeti (-)	-	(4.582.909)	(5.170.285)	(5.754.468)	(6.351.996)	(6.982.395)	(7.662.922)	(8.398.297)
<b>Brüt Kar</b>	<b>-</b>	<b>1.296.454</b>	<b>1.456.710</b>	<b>1.612.437</b>	<b>1.772.627</b>	<b>1.947.090</b>	<b>2.306.438</b>	<b>2.527.190</b>
Operasyonel Giderler (-)	-	(533.307)	(570.517)	(613.807)	(654.793)	(696.833)	(752.843)	(809.822)
<b>FAVÖK</b>	<b>358.885</b>	<b>763.147</b>	<b>886.193</b>	<b>998.630</b>	<b>1.117.834</b>	<b>1.250.257</b>	<b>1.553.595</b>	<b>1.717.368</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
NIS Değişimi	286.017	65.532	122.971	121.682	124.594	132.337	171.012	157.100
Yatırım Harcamaları (-)	(502.099)	(802.545)	(594.253)	(829.110)	(731.603)	(911.474)	(798.244)	(1.015.917)
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>142.802</b>	<b>26.134</b>	<b>414.912</b>	<b>291.202</b>	<b>510.826</b>	<b>471.120</b>	<b>926.363</b>	<b>858.550</b>
İndirgeme Faktörü	1,14	1,29	1,44	1,60	1,78	1,97	2,19	2,43
<b>İndirgenmiş SNA Değerleri</b>	<b>124.939</b>	<b>20.292</b>	<b>288.343</b>	<b>181.918</b>	<b>287.471</b>	<b>238.833</b>	<b>423.045</b>	<b>353.194</b>

Bin TL	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>11.959.782</b>	<b>13.079.398</b>	<b>14.288.307</b>	<b>15.690.992</b>	<b>17.120.716</b>	<b>18.670.879</b>	<b>20.352.037</b>	<b>22.175.610</b>
Satılan Malın Maliyeti (-)	(9.193.601)	(10.054.309)	(10.984.565)	(11.992.259)	(13.084.250)	(14.267.949)	(15.551.367)	(16.943.166)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.766.181</b>	<b>3.025.089</b>	<b>3.303.742</b>	<b>3.698.734</b>	<b>4.036.466</b>	<b>4.402.930</b>	<b>4.800.670</b>	<b>5.232.444</b>
Operasyonel Giderler (-)	(867.841)	(926.973)	(987.296)	(1.048.894)	(1.111.856)	(1.176.275)	(1.242.252)	(1.309.893)
<b>FAVÖK</b>	<b>1.898.340</b>	<b>2.098.116</b>	<b>2.316.446</b>	<b>2.649.839</b>	<b>2.924.610</b>	<b>3.226.654</b>	<b>3.558.417</b>	<b>3.922.551</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>
NIS Değişimi	169.913	183.897	198.525	230.391	234.708	254.431	275.877	299.187
Yatırım Harcamaları (-)	(1.126.074)	(1.070.017)	(1.017.678)	(1.768.740)	(1.880.559)	(1.779.678)	(1.856.139)	(1.983.210)
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>942.179</b>	<b>1.211.997</b>	<b>1.497.293</b>	<b>1.111.490</b>	<b>1.278.759</b>	<b>1.701.408</b>	<b>1.978.155</b>	<b>2.238.528</b>
İndirgeme Faktörü	2,70	3,00	3,33	3,69	4,10	4,55	5,05	5,61
<b>İndirgenmiş SNA Değerleri</b>	<b>349.159</b>	<b>404.607</b>	<b>450.277</b>	<b>301.107</b>	<b>312.066</b>	<b>374.031</b>	<b>391.743</b>	<b>399.342</b>

**SNA İndirgenmiş Değer Toplamı** 4.900.368

**2037 Başlı Varlık Tabanı** 17467689

**İndirgenmiş Varlık Tabanı** 3116149

**Şirket Değeri** 8.016.517

Güvence Bedelleri\* (-) (481.770)

Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (-) (335.049)

Finansal Borçlar (-) (780.960)

Nakit ve Finansal Yatırımlar (+) 2.717.656

**Özsermaye Değeri (31.03.2021)** 9.136.394

Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü 1,02

**Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri** 9.348.440

\*Şirket'in müşterilerden topladığı güvence bedellerine ilişkin yükümlülüğü enflasyon ile güncellenirken, tarife yapısından ötürü Şirket topladığı güvence bedellerinden hâlihazırda %14,38 oranında getiri elde edebilmektedir. Dolayısıyla güvence bedeli yükümlülüğünün bugünkü değeri hesaplanırken bakiye enflasyon ile projeksiyon sonuna götürülmüş ve %14,38 ile iskonto edilmiştir.

Garanti Yatırım İNA analizi sonucunda, Başkent Doğalgaz'ın 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla Şirket değerini 8.016.516.833 TL, özsermaye değerini ise 9.136.394.067 TL olarak hesaplamıştır.

Rapor'da Şirket özsermaye değerinin değerlendirme tarihi olan 17 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerinin yansıtılması amacıyla düzeltilmiş ifade edilmiştir. Bu kapsamda, değerlendirme kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %19,5 dikkate alınarak özsermaye değeri 17 Mayıs 2021 tarihine getirilmiştir.

---

Buna göre bahse konu özsermaye değeri, sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanan değerlendirme faktörü ile çarpılarak değerlendirme tarihindeki özsermaye değeri 9.348.439.654 TL olarak hesaplanmıştır.

## **V.2 PAZAR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ**

Rapor'da, çarpan analizi çalışması kapsamında, hem Türkiye hem de dünya borsalarında işlem gören benzer şirketlerin incelendiği, ana iş kollarının Başkent Doğalgaz ile benzerlik gösteren şirketlerin baz alındığı ve bu kapsamda bir değerlendirme çalışmasının yapıldığı belirtilmiştir.

Garanti Yatırım tarafından mevcut şartların dikkate alındığı ve bu değerlendirme kapsamında şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve Pazar katılımcıları tarafından en fazla kullanılan yöntem olduğu için en uygun çarpanın İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı olduğu ifade edilmiştir.

İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri çıktıktan sonra; (i) imtiyaza bağlı maddi olmayan duran varlıkların; (ii) diğer maddi ve maddi olmayan duran varlıkların amortizasyonu ve değer kaybı; (iii) genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri altında amortizasyon ve değer kaybı harcamaları öncesi, brüt karı ifade etmektedir. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

Söz konusu Rapor'da yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XELKT kodlu BIST Elektrik endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. Ancak söz konusu şirketler arasında sadece Enerjisa ve Zorlu Enerji'nin elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri ile iştigal etmesi nedeniyle ve daha muhafazakâr davranmak adına göreceli olarak daha yüksek olan XELKT çarpanı yerine değerlemede bahse konu şirketlerin çarpan değerlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Başkent Doğalgaz için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu analizinde, yurt dışı benzer şirketler kapsamında Şirket'in sahip olduğu regüle tarife yapısına en yakın olduğu düşünülen Avrupa'da faaliyet gösteren doğalgaz, elektrik ve su dağıtım şirketleri kullanılmıştır. Bu kapsamda Rapor'da benzer yurtdışı İD/FAVÖK LTM çarpanları arasından 20'den büyük olan 2 adet çarpan ile en düşük çarpan uç değer olarak ortalamaya dâhil edilmemiştir.

Rapor'da yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK ortalamaları Şirket'in son 12 aylık FAVÖK rakamı ile çarpılarak Başkent Doğalgaz'ın değerine ulaşıldığı belirtilmiştir. Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarındaki farklılıklar da göz önüne alınarak yurtiçi çarpanlara daha fazla ağırlık verildiği belirtilmiştir.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan sonuçları ile çarpan analizi özeti aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Ağırlık	FD/FAVÖK Çarpanı	31.03.2021 LTM FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	80%	7,9x	841.026.965	6.607.357.609
Yurt Dışı Benzer Şirketler	20%	12,3x	841.026.965	10.326.922.990
<b>Hesaplanan Şirket Değeri</b>				<b>7.351.270.685</b>
Finansal Borç (-)				780.959.871
Güvence Bedelleri (-)				481.770.243
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (-)				335.048.754
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)				2.717.656.102
<b>Özsermaye Değeri</b>				<b>8.471.147.919</b>

Söz konusu yaklaşım neticesinde Rapor'da Şirket'in değeri 7.351.270.685 TL olarak hesaplanmıştır. Rapor'da Finansal borçlara, güvence bedellerine, ön ödemeli sayaç yükümlülüğüne ilişkin düzeltmeler sonrasında özkaynak değeri değerlendirme tarihi itibarıyla 8.471.147.919 TL olarak hesaplanmıştır.

### V.3 SONUÇ

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da, çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı kapsamında yapılan analize de %50 oranında ağırlık verilmiştir. Bu kapsamda ulaşılan şirket değeri ve özsermaye değeri aşağıda yer almaktadır.

	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)
<b>İNA Yöntemi</b>	9.348.439.654	50%	4.674.219.827
<b>Çarpan analizi Yöntemi</b>	8.471.147.919	50%	4.235.573.959
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>8.909.793.786</b>

Rapor'da ağırlıklandırmalar neticesinde Şirket'in halka arz öncesi hesaplanan özsermaye değeri 8.909.793.786 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto oranı aşağıda yer almaktadır.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme yöntemleri sonucunda hesaplanan halka arz öncesi 1 TL nominal değerli pay başına fiyat dikkate alındığında, halka arz fiyatı olan 9,72 TL üzerinden %23,65 iskonto oranı hesaplandığı ifade edilmiştir.

	TL
Hesaplanan Özkaynak Değeri-TL	8.909.793.786
Şirket'in Ödenmiş Sermayesi-TL	700.000.000
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer-TL	12,73
<b>Halka Arz Fiyatı-TL</b>	<b>9,72</b>
<b>Halka Arz İskonto Oranı</b>	<b>23,65%</b>
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri-TL	6.802.627.556

## VI. GÖRÜŞ

Garanti Yatırım tarafından Başkent doğalgaz için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerleme yöntemlerinden Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanı Analizine %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %50 ağırlık verilerek iki yöntemin de kullanılmış olmasını değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.*