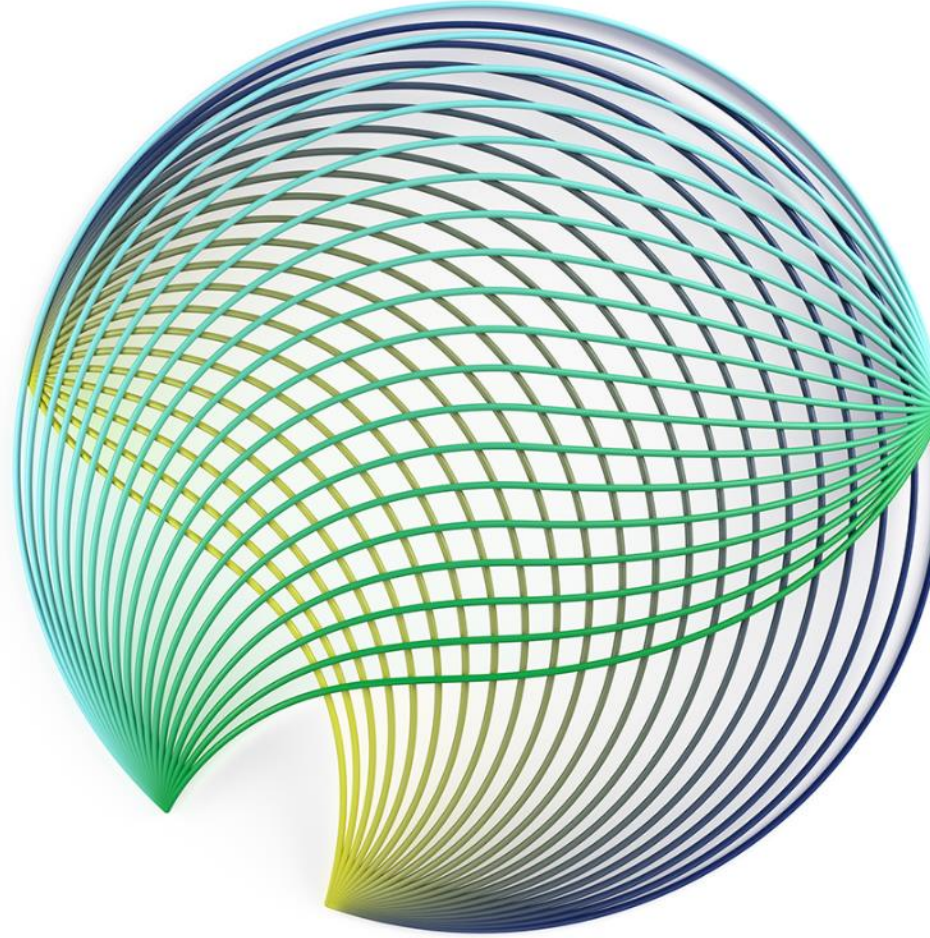




Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

31 Aralık 2020 Değerleme Raporu

Değerleme Hizmetleri | 12 Mayıs 2021

Financial Advisory



Gizli ve Özeldir!

İçerik

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45

Gökhan Altun

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 60 27

Mobil tel: +90 (533) 597 23 17

E-posta: galtun@deloitte.com

Alper Alkan

Direktör

Ofis tel: +90 (212) 366 65 42

Cep tel: +90 (533) 272 90 49

E-posta: aalkan@deloitte.com

Önemli Uyarı

Bu rapor, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimi tarafından işbu rapor tarihi itibarı ile tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Bu rapor yalnızca Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimi ve hissedarlarını değerleme çalışmamızın bulguları konusunda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu raporun içeriği ya da bu dokümana dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Bu rapor elektronik ve basılı kopya formatında sunulmuş olabilir. Bu nedenle, bu raporun birden çok kopyası ve versiyonu farklı ortamlarda bulunabilir. Sadece nihai imzalı bir kopya kesin olarak görülmelidir.

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Kızılırmak Mah. Ufuk Üni. Cad. No:13/A-B
Çukurambar/Ankara

**DRT Kurumsal Finans
Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.**

Deloitte Values House
Maslak No1
34398 İstanbul
Tel: +90 (212) 366 60 00
www.deloitte.com.tr

12 Mayıs 2021

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Başkentgaz" veya "Şirket") için hazırlanan değerleme çalışmasını içeren raporumuz ekte sunulmuştur.

Bu rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Başkentgaz'ın finansal raporlarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 31 Aralık 2020 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Değerleme çalışması 28 Aralık 2020 tarihinde Deloitte ve Başkentgaz arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Raporumuzla ilgili sorularınızı her zaman cevaplamaya hazır olduğumuzu belirtmek isteriz.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45



Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Raporun Amacı ve Kapsamı

- Bu raporun amacı, 31 Aralık 2020 itibarıyla Başkentgaz'ın Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılacak finansal raporlamalarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesidir.
- Bu rapor yukarıda belirtilen amaç doğrultusunda sadece Şirket hissedarlarının bilgilendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır ve tarafımızca yazılı izin alınmadıkça başka herhangi bir amaçla kullanılmamalıdır.
- Sözleşmede yer aldığı şekliyle kapsam ve kısıtlamalar Ek E1'de sunulmaktadır.
- Çalışma kapsamında Değerleme Tarihi 31 Aralık 2020 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.

Raporun Kullanımı

- Bu rapor, Şirket ile Deloitte arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 28 Aralık 2020 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup Deloitte'un değerleme çalışmasıyla ilgili bulgularını içermektedir.
- Raporumuz Şirket'in finansal raporlama gereksinimleri doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme raporu sadece bahsi geçen amaca istinaden kullanılabilir. Bunun dışındaki herhangi bir amaç için içinden alıntılar yapılmamalı ve kullanılmamalıdır.
- Şirket dışında rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz.

Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar

- Bu raporda yer verilen, ileriye dönük finansal bilgiler dahil olmak üzere, tüm finansal ve operasyonel veriler Şirket Yönetimi tarafından sunulmuştur.
- İleriye dönük finansal bilgilerde kullanılan öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetimi sorumluluğunda olup, varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda değişiklik yapmakla beraber, varsayımların gerçekleşebilirliği ve doğruluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz.

Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar

- Ayrıca, şartlar ve olayların tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesinden dolayı öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.
- Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya hatalı olması durumunda Deloitte sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Şirket'in iş planlarının tüm yasal ve diğer kısıtlamalar hakkında tam bilgi sahibi olarak hazırlanmış olması beklenmektedir.
- Şirket'in faaliyetleri için gerekli tüm lisansların, kullanım haklarının, onay mektubunun veya diğer yasal veya idari izinlerin mevcut olduğu veya kolayca alınabileceği veya yenilenebilir olduğu varsayılmaktadır.
- Şirket'in hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu kabul edilmiştir.
- Şirket'in halihazırdaki faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır..

Kapsam Sınırlamaları

- Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standartlarına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmamaktadır.
- Çalışmamız, Şirket'in sahip olduğu sabit kıymetlere ilişkin bir gayrimenkul değerlendirme hizmetini içermemektedir.
- Çalışmamız, belirli bir satış veya alış önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının gerçeğe uygun değer aralığı tahmin edilmesi hususunda Şirket üst yönetimi ve hissedarlarına yardımcı olmaya yöneliktir. Gerçeğe uygun değer herhangi bir etki altında kalmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında bir işin el değiştireceği değerdir.



Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Değerlemeye Konu Varlık

- Değerlemeye konu varlık Şirket uhdesindeki Ankara ili sınırları içerisinde doğalgaz dağıtım lisansına ilişkin kullanım hakkı imtiyazıdır. Lisans süresi 31 Ağustos 2037 tarihinde sona ermektedir.
- Şirket'in Değerleme Tarihi itibarıyla %100 hisselerinin sahibi Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %100 oranında pay sahibi olduğu Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir.
- Başkentgaz Ankara'nın resmi yetkili doğal gaz distribütörü olarak hizmet vermektedir. 2013'te yapılan özelleştirmede Başkentgaz'ın %100 hisseleri 1,162,000,000 ABD doları karşılığında Torunlar Grubu tarafından devralınmıştır.
- Şirket'in kayıtlı adresi, Kızılırmak Mah. Ufuk Üni. Cad. No:13/A-B, Çukurambar/Ankara'dır.
- Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre, Şirket'in hisseleri veya varlıkları üzerinde herhangi sınırlama/takyyidat mevcut değildir.

Şirket ile İlişki

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. tarafından Başkentgaz'a son 3 yıl içerisinde finansal danışmanlık kapsamında herhangi bir hizmet verilmediğini beyan ederiz.

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin, Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında belirtilen değerleme hizmetiyle ilgili hususlara uygunluğunu beyan ederiz. Beyanımız Ek-E3'te yer almaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Beyanımız

- Değerleme çalışmasını SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz.

Değer Esası

- Çalışmamızın amacına yönelik olarak, UDS 104/90 çerçevesinde değer esası "Gerçeğe Uygun Değer" olarak belirlenmiştir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) 13 standardı kapsamında gerçeğe uygun değer aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

"Piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat"

Değerleme Tarihi

- Finansal Raporlama gerekliliklerinden ötürü çalışma kapsamında Değerleme Tarihi olarak 31 Aralık 2020 kabul edilmiştir.

Değerleme Para Birimi

- Değerleme çalışması Şirket'in fonksiyonel para birimi olan Türk Lirası ("TL") üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Rapor Tarihi

- İşbu rapor 12 Mayıs 2021 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.

Finansal Tablolar

- Değerleme çalışmasında Şirket yönetimi tarafından sağlanan Vergi Usul Kanunu ("VUK") uyarınca hazırlanmış 2017, 2018, 2019 ve 2020 yıl sonu yasal mali tablolar ile TRFS uyarınca hazırlanmış 2017, 2018, 2019 ve 30 Haziran 2020 tarihli denetimden geçmiş mali tablolar analiz edilmiştir.



Yönetici Özeti | Amaç ve Kapsam

Bilgi Kaynakları

- Değerleme çalışmasında kullanılan veriler Yönetim, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan halka açık veriler, Mergermarket veri tabanı, S&P Capital IQ veri tabanı, The Economist Intelligence Unit ("EIU"), kamu kurumları, medya kuruluşları, uluslararası finans kuruluşları ve değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmıştır.
- Bu çalışma kapsamında Yönetim tarafından sağlanan verilerin uygunluğu ve tutarlılığı tarafımızca incelenmiştir. Halka açık kaynaklardan elde edilen verilerin güvenilir kaynaklardan elde edildiği düşünülmektedir.

İleriye Dönük Finansal Bilgiler

- Değerleme çalışmasına baz olan nakit akım projeksiyonları ve tarife modeline girdi olarak kullanılan varsayımlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır. Bu kapsamda doğalgaz satış hacmi, abone sayısı, bağlantı gelirleri, yatırım harcamaları, işletme giderleri, tarife metodolojisi hakkında bilgi ve varsayımlar ışığında 2021-2037 dönemini kapsayan iş planı hazırlanmıştır.
- Bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetimi'nin sorumluluğundadır. Kullanılan varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda görüşümüzü bildirerek ilgili düzeltmeleri uygulamakla beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz. Ayrıca beklentilerin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleştirilecek sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.

Kullanılan Değerleme Yaklaşımları

- Değerleme çalışmasında sadece gelir yaklaşımı kullanılmıştır.
- Gelecekte beklenen nakit akımlarını dikkate almaması sebebiyle maliyet yaklaşımı, yakın zamanda benzer nitelikli sayılabilecek bir satın alma işlemi veya piyasa fiyatı gözlemlenebilir benzer halka açık bir varlık bulunmaması sebebiyle piyasa yaklaşımı uygulanmamıştır.

1- Gelir yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir varlığın değeri, o varlık için gelecekteki nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yöntemi

- İNA yöntemi, bir varlığın gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, uygun bir iskonto oranıyla değerlendirme tarihine indirgenmesi esasına dayanır.
- Buna göre Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım lisansına ilişkin kullanım hakkı imtiyazının değeri 2021-2037 dönemindeki operasyonlardan elde edilecek nakit akımları ile lisans süresi sonundaki varlık tabanının uygun bir iskonto oranıyla Değerleme Tarihi'ne indirgenmesini gerektirmektedir.
- İNA yöntemi, varlığa özel büyüme ve nakit akım tahminlerine dayalı bir yöntem olması sebebiyle yatırımcılar tarafından en sık tercih edilen yöntemdir. Ancak, aynı zamanda gelecekle ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA çalışmasına temel teşkil eden İleriye Dönük Finansal Bilgiler Şirket Yönetimi tarafından hazırlanmış olup kullanılan temel varsayımların sonraki sayfalarda açıklanmaktadır.



Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
1	Projeksiyonlar	Değerleme çalışmasında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonlar kullanılmıştır. Özelleştirmeden sonraki ilk 8 yıllık dönemde sabit tarife uygulanırken 2022 itibarıyla dağıtım tarifi metodoloji kapsamında hesaplanacak tarife modeline geçilecektir. Projeksiyon dönemi dağıtım lisansının sona ereceği 2037'ye kadar olan 17 yıllık bir tahmin dönemini kapsamaktadır.
2	Yeni Abone Sayısı	Yeni sözleşmeli abone sayısı 2020 yılında 55,417 adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Yeni abone sayısının %19.1 büyüyerek 2021 yılında 66,000 adet olacağı öngörülmektedir. 2021 yılındaki artış sonrası yeni abone sayısının kademeli olarak azalarak 2037'de 48,000 adet seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.
3	Talep Tahmini	- Toplam talebi oluşturan doğalgaz satış ve taşıma hacmi projeksiyonu EPDK tarafından belirlenen tüketim grupları metodolojisi doğrultusunda 5 kademe olarak Şirket yönetimi tarafından paylaşılmıştır. Projeksiyon süresince taşıma ve satış aboneleri arasında geçiş öngörülmediği bilgisi Şirket Yönetimi tarafından paylaşılmıştır. 2021 yılında 3,624.1 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşen toplam tüketim hacminin %1.4 BYBO ile büyüyerek 2037 yılında 4,508.7 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.
4	Yatırım Harcamaları	- Tarifeye esas net yatırım tutarı 2012-2020 yılları arasında %2.1 BYBO artışla 2020 yılında 296.4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılı başı fiyatlarla 664.2 milyon TL seviyesinde öngörülen yatırım harcamalarının 2022-2037 döneminde reel bazda BYBO %1.0 oranında azalması ve 2037 yılında 570.2 milyon TL olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir. - Net yatırım harcaması hesaplamasında öngörülen şebeke yatırım harcamasından bağlantı gelirleri düşülmüştür. - İtfa süresi mevcut ve yeni yatırım harcamaları için 22 yıl olarak kabul edilmiştir.
5	Reel Makul Getiri Oranı	- EPDK'nın 27.12.2018/8305-1 tarih ve sayılı kararı uyarınca doğal gaz dağıtım şirketlerinin uygulayacakları sistem kullanım bedellerinin hesaplamasında, ikinci tarife uygulama döneminin 2019-2021 yılları için reel makul getiri oranının %14.38 (vergi öncesi), düzeltilmiş reel makul getiri oranının %13.415 (vergi öncesi) olarak dikkate alınmasına karar verilmiştir. - Değerleme çalışmasında bu oranlar dikkate alınmıştır.



Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
6	İşletme Giderleri	- Projeksiyon dönemi için 2022 yılı başı fiyatları ile hesaplanmış düzenlenmiş işletme giderlerinin 2022-2037 yılları arasında BYBO %9.3'lük artış göstermesi beklenmektedir. 2022 ve sonrası tarifeye esas net işletme giderleri hesaplanırken düzenlenmiş işletme giderlerinin üzerine Ar-Ge giderleri (düzenlenmiş işletme giderinin %1'i oranında) eklenmiş; diğer gelirler tenzil edilmiştir.
7	Güvence Bedeli	Her bir aboneden tahsil edilecek abone başına güvence birim bedeli olarak Şirket Yönetimi tarafından EPDK'nın 2021 yılı için onaylamış olduğu fiyatlara göre verilmiş olan 551 TL referans olarak alınmıştır ve yıllar itibarıyla enflasyon öngörülerine paralel olarak artırılmıştır.
8	Net İşletme Sermayesi	- Projeksiyon dönemi boyunca ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar 2021 yılından itibaren kabul edilen alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresi üzerinden hesaplanmıştır. Buna göre alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresi sırasıyla 32, 6 ve 86 gün olarak tahmin edilmiştir. - Diğer dönen varlıklar 2021 itibarıyla hasılatdaki büyümeye paralel olacak şekilde tahmin edilmiştir. Diğer kısa vadeli yükümlülükler altında görülen gelecek aylara ait gelirler temelde ön ödemeli sayaç gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucu ön ödemeli sayaçların mekanik sayaçlara geçişi 2025 yılında tamamlanacaktır. Bu nedenle gelecek aylara ait gelirlerin 2025 sonunda sıfırlanacağı varsayılmıştır. Diğer kısa vadeli yükümlülükler altındaki diğer yükümlülükler ise 2021 itibarıyla hasılatdaki büyümeye paralel olacak şekilde tahmin edilmiştir.
9	Dönem Sonu DVT	Dağıtım lisansının sona ereceği 2037 yılına kadar yapılacak olan tarifeye esas baz varlık tabanı tutarının enflasyon endeksiyle düzenlenmiş hali gerçeğe uygun değer hesaplamasında kullanılmıştır.
10	İskonto Oranı	- Gelecekte beklenen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmıştır. - Çalışma kapsamında AOSM %21.2 olarak hesaplanmıştır. Risksiz yatırım getiri oranı olarak, TL cinsinden ihraç edilen 10 yıllık devlet tahvili getiri oranı kullanılmıştır. Borç/özkaynak oranı ve beta için Damodoran'ın global kamu hizmetleri ("Utility") sektör ortalamaları kullanılmıştır. AOSM hesaplamasına ilişkin detaylar ilerleyen sayfalarda sunulmuştur.



Yönetici Özeti | Varsayımlar

#	Varsayımlar	Açıklama
11	Vergi	- Şirket'in EPDK tarafından 25 Ocak 2016 tarihli ve SPK tarafından 26 Ocak 2016 tarihli bildirimleri ile "Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." ünvanını alarak bir gayrimenkul yatırım ortaklığına ("GYO") dönüşümüne onay verilmiştir. 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ("KVKK") madde 5/1(d) (4)'e göre GYO'lardan elde edilen kazançlar kurumlar vergisinden istisna tutulmaktadır. Bu nedenle, Şirket'in lisans dönemi sonuna kadar vergi ödemeyeceği varsayılmıştır. - Bununla beraber, Gelir İdaresi Başkanlığı'nın 1 Aralık 2017 tarihinde yayınladığı Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nde (Seri No: 1) "Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No: 13)" ile altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının söz konusu vergi istisnasından yararlanamayacağı belirtilmiştir. Şirket, tebliğin iptali davası açmıştır ve değerleme tarihi itibarıyla temyiz davası henüz sonuçlanmamıştır. Bu nedenle kurumlar vergisinin uygulanacağı durumda hazırlanan indirgenmiş nakit akımları analizi Ekler-E5'te sunulmaktadır.
12	Makroekonomik Görünüm	Değerleme çalışmasında uygulanan uzun vadeli makro ekonomik öngörüler "The Economist Intelligence Unit (EIU)" tarafından temin edilmiştir.



Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

Değerleme Sonuçları

₺ m	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	3,455.7	3,173.4	3,773.4
İndirgenmiş Nakit Akımı	3,455.7	3,173.4	3,773.4

Değerleme Sonuçları

₺ m	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	2,979.3	2,685.2	3,313.4
İndirgenmiş Nakit Akımı - vergi uygulanmış	2,979.3	2,685.2	3,313.4

Değerleme Sonuçları

- Değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi uygulanmıştır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi Şirket'in gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecek ile ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA yönteminin geleceğe yönelik subjektif varsayımlar içermesi nedeniyle fiili sonuçlar ile projekte edilmiş sonuçlar arasında farklılıklar olması muhtemeldir. İNA yönteminin değer aralığı hesaplanırken AOSM üzerinden +/- 1% duyarlılık analizi uygulanmıştır.
- Gelir yaklaşımı uygulanarak elde edilen değerleme sonuçlarına göre Başkentgaz'ın sahip olduğu doğalgaz dağıtım hakkının gerçeğe uygun değerinin **3.1 milyar TL – 3.7 milyar TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir. Değerlemeye ilişkin detaylar izleyen sayfalarda sunulmaktadır.
- Şirket'in EPDK tarafından 25 Ocak 2016 tarihli ve SPK tarafından 26 Ocak 2016 tarihli bildirimleri ile "Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." ünvanını alarak bir gayrimenkul yatırım ortaklığına ("GYO") dönüşümüne onay verilmiştir. 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ("KVKK") madde 5/1(d) (4)'e göre GYO'lardan elde edilen kazançlar kurumlar vergisinden istisna tutulmaktadır. Bu nedenle, Şirket'in lisans dönemi sonuna kadar vergi ödemeyeceği varsıyalarak değerleme sonuçlarına ulaşılmıştır.
- Bununla beraber, Gelir İdaresi Başkanlığı'nın 1 Aralık 2017 tarihinde yayınladığı Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nde (Seri No: 1) "Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No: 13)" ile altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının söz konusu vergi istisnasından yararlanamayacağı belirtilmiştir. Şirket, tebliğin iptali davası açmıştır ve değerlendirme tarihi itibarıyla temyiz davası henüz sonuçlanmamıştır. Bu nedenle kurumlar vergisinin uygulanacağı durumda oluşan değerlendirme sonuçları sağ alttaki tabloda gösterilmektedir. Kurumlar vergisi uygulanması durumunda hazırlanan indirgenmiş nakit akımları analizi Ekler-E5'te sunulmaktadır.



Makroekonomik Görünüm

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45

Makroekonomik Görünüm | Türkiye

Makroekonomik Göstergeler

	Gerçekleşen				Tahmin				
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Reel GSYİH artışı (%)	7.4%	3.2%	0.7%	0.4%	3.7%	4.1%	3.8%	3.6%	3.4%
GSYİH (ABD\$milyar)	856	776	760	669	742	808	843	934	1,030
Nüfus (milyon)	81.1	82.3	83.4	84.3	85.0	85.6	86.0	86.3	86.7
Döviz kuru TL/ABD\$ (dönem sonu)	3.78	5.27	5.95	7.55	7.34	7.87	8.16	8.45	8.66
Döviz kuru TL/ABD\$ (ort.)	3.65	4.83	5.67	7.00	7.29	7.50	8.05	8.29	8.57
Döviz kuru TL/€ (ort.)	4.53	6.03	6.68	8.95	8.51	9.09	9.58	10.22	10.48
Tüketici fiyat endeksi TL (yılsonu)	11.8%	20.2%	11.8%	14.6%	11.7%	9.8%	9.9%	9.7%	9.4%
Tüketici fiyat endeksi TL (ortalama)	11.1%	16.3%	15.2%	12.3%	11.1%	9.5%	10.0%	9.8%	9.6%
Tüketici fiyat endeksi ABD\$ (ortalama)	2.1%	2.4%	1.8%	1.2%	1.6%	1.8%	2.2%	1.9%	2.0%
Cari açık (% GSYİH)	(4.7%)	(2.8%)	0.9%	(5.4%)	(1.5%)	(2.2%)	(3.2%)	(3.0%)	(2.5%)

Kaynak: EIU

GSYİH Büyümesi

- 2022 yılında reel GSYİH büyümesinin kriz öncesi seviyesini geçerek %4.1 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. 2023-2025 yılları arasında yıllık ortalama büyüme oranının %3.6 seviyelerinde olması öngörülmektedir.

Enflasyon

- Enflasyon, 2020 yılında ortalama %12.3 olarak gerçekleşmiştir. Değer kaybeden Türk Lirası, ithalat maliyetini arttırmıştır. EIU raporuna göre, yüksek enflasyonun nedeni ulaşım, yiyecek içecek ve tarım sektöründeki fiyat artışı ve pahalılaşan ithal ürünler olmuştur. 2021 yılında enflasyon oranının %11.1 seviyesine düşmesi, 2022 yılında ise bu oranda azalma görülmesine rağmen yüksek petrol fiyatları nedeniyle enflasyon baskısının devam etmesi beklenmektedir. 2022-2025 yılları arasında ortalama enflasyonun %9.7 seviyesinde olması öngörülmektedir.

Döviz Kurları

- TL, 2018-19'da ABD doları karşısında keskin bir şekilde değer kaybetmiş ve negatif reel faiz oranları, cari işlemler açığı ve devam eden kredi genişlemesi gibi faktörlerin bir sonucu olarak 2020'de de değer kaybetmeye devam etmiştir.
- EIU, Türk lirasının 2021'de ortalama 7.29 TL: 1 ABD Doları'ndan, 2025'te 8.57: 1 ABD Doları'na kademeli olarak değer kaybetmesini öngörmektedir..

Cari Açık

- EIU'ya göre cari açık 2020'de GSYİH'nin %5.4'ü olarak gerçekleşmiştir. Merkez Bankası'nın politikaları sonucu 2021 yılında cari açığın azalması ve bu oranın %1.5 seviyesine düşmesi beklenmektedir.

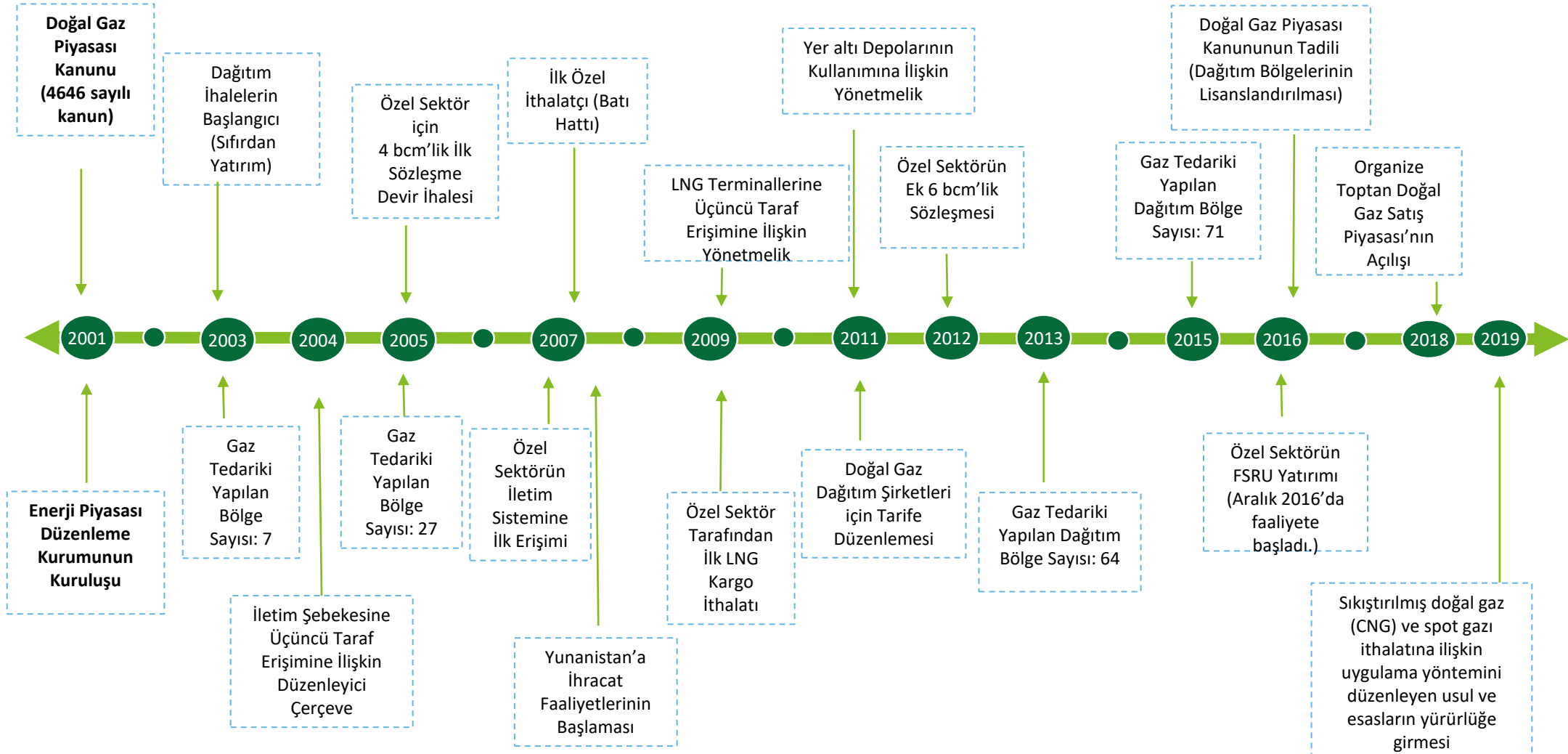


Sektör Hakkında

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45

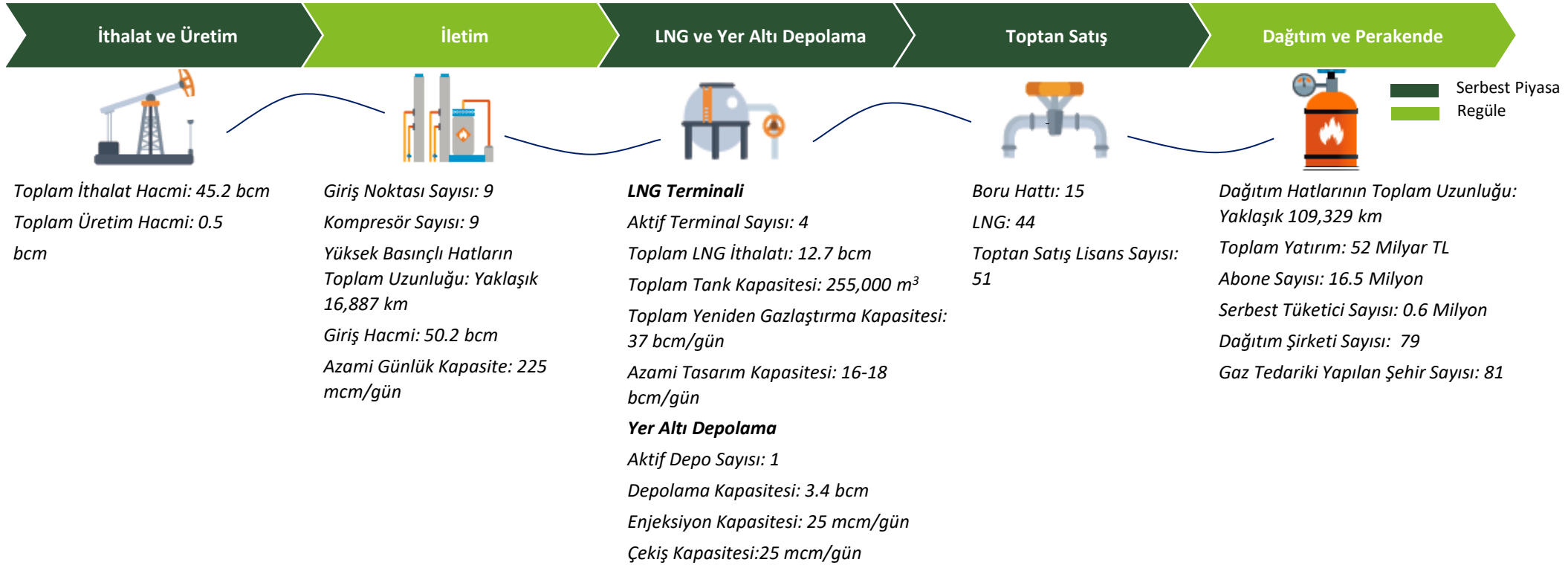
Sektör Hakkında | Doğal Gaz Sektör Gelişimi

Reform Süreci



Sektör Hakkında | Doğal Gaz Sektör Gelişimi

Değer Zinciri



- Doğal gaz rezervleri ve üretimi oldukça kısıtlı olsa da Türkiye kaynak açısından zengin ülkelerle çevrili bir konumda bulunmakta, dolayısıyla çok sayıda kaynaktan doğal gaz tedarik etmektedir.
- Türkiye'nin esnek bir iletim sistemi olup bu sistem tüm ülkede doğalgaz kullanımını artırmak için büyük bir destek sağlamaktadır.
- Yer altı depolama, FSRU ve LNG yeniden gazlaştırma tesisleri için halihazırda devam etmekte olan ve yapılması planlanan yatırımlar arz güvenliğini ve sistem işlemlerinin esnekliğini artıracak olup Türkiye'nin bir doğal gaz ticaret merkezi kurma vizyonunu da destekleyecektir. Piyasanın büyüme potansiyeli, bu alanda daha fazla yatırım yapılması ihtiyacını doğurmaktadır.
- Türkiye'nin coğrafi konumu, hem Avrupa hem de Türkiye dahil olmak üzere bölgedeki ülkelerin arz güvenliğine hizmet verecek bir likit doğal gaz ticaret merkezinin kurulması ve geliştirilmesi açısından mükemmel bir potansiyel sunmaktadır.
- Sıfırdan yapılan doğal gaz dağıtım yatırımı ihaleleri çok başarılı olmuş ve ülke genelinde çevre dostu doğal gazın kullanımının hızlı bir şekilde artmasını desteklemektedir. Tahminler, giderek artan penetrasyon oranları ile birlikte meskenlere ve sanayiye ait doğal gaz talebinin, gelecek yıllar için doğal gaz talebinin artışının en fazla görüldüğü alanlar olacağını ortaya koymuştur.

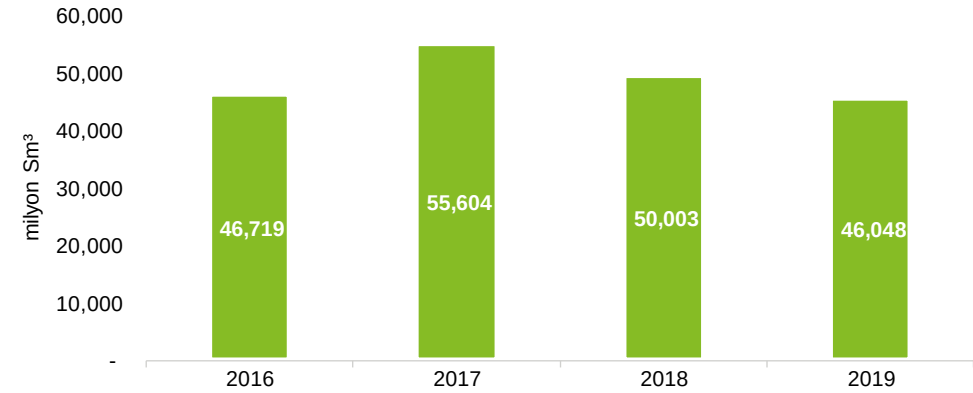
Sektör Hakkında | Doğal Gaz Sektör Gelişimi

Doğal Gaz Talebinin Gelişimi

Türkiye’de Doğal Gaz Talebi ve Tüketimi

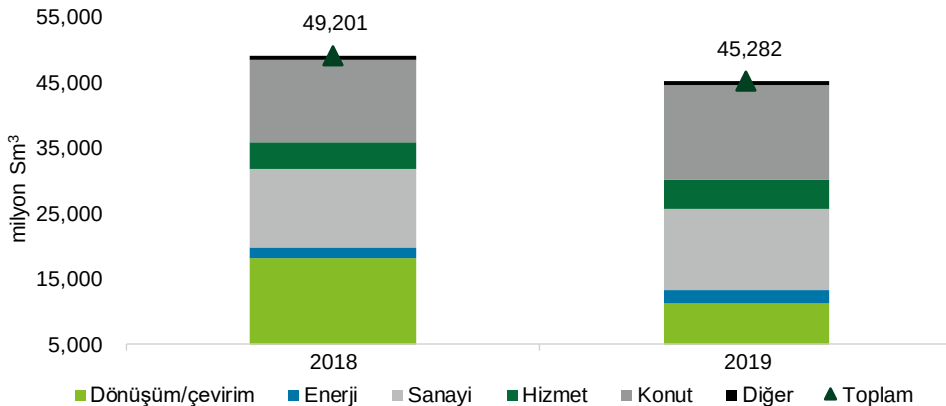
- EPDK 2019 Doğal Gaz Piyasası Sektör Raporu’na göre, 2018 yılına göre toplam doğal gaz iç tüketim ve ihracatı 2019 yılında %7.9 azalmış ve 46.0 milyar Sm³ olarak gerçekleşmiştir. 2016-2019 dönemine ait doğal gaz iç tüketim ve ihracat grafiği sağ üstte sunulmaktadır.
- Aylık doğal gaz tüketimi, sağ alt grafikte gösterildiği gibi, yıl içindeki sıcaklık değişimleriyle paralel olarak değişmektedir. Soğuk günlerde konutlarda öncelikle mahal ısıtması için gaz tüketilmekte ve ısıtma ihtiyacı nedeniyle toplam doğal gaz tüketim hacmi artmaktadır.
- Altta ki grafik, 2018 ve 2019 yıllarında Türkiye’de sektörlere göre doğal gaz tüketimini göstermektedir. İlk paragrafta bahsedilen, 2018-2019 yılları arasında talepte yaşanan düşüş büyük oranda, elektrik üretiminde ve ulaşımda kullanılan doğal gaz miktarlarındaki azalmadan kaynaklanmıştır. 2019 yılında en yüksek doğal gaz tüketimi konut sektöründe (14,396 milyon Sm³) gerçekleşmiş olup konut sektörünü sırasıyla sanayi (12,424 milyon Sm³) ve dönüşüm (11,258 milyon Sm³) sektörleri takip etmiştir.

Doğal Gaz İç Tüketim ve İhracat



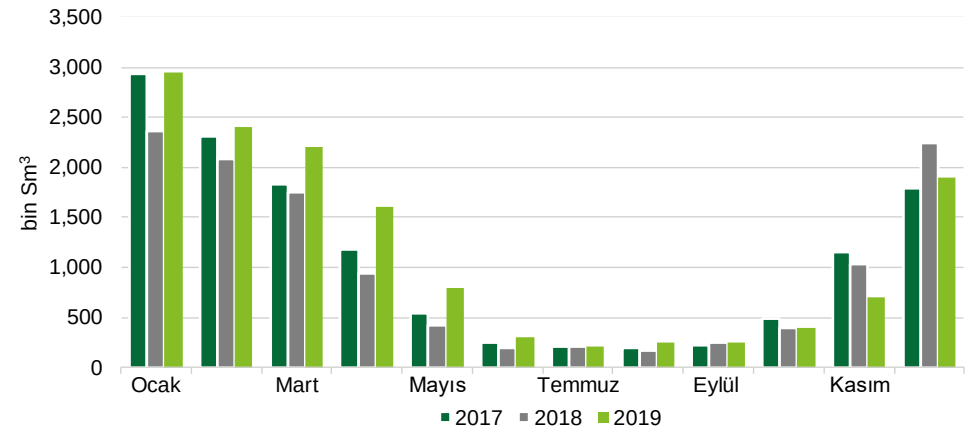
Kaynak : EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019

Sektörlere Göre Doğal Gaz Tüketimi



Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019

Doğal Gaz Abonelerinin Aylık Doğal Gaz Tüketimi



Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019

Sektör Hakkında | Doğal Gaz Sektör Gelişimi

Üretim ve İthalat

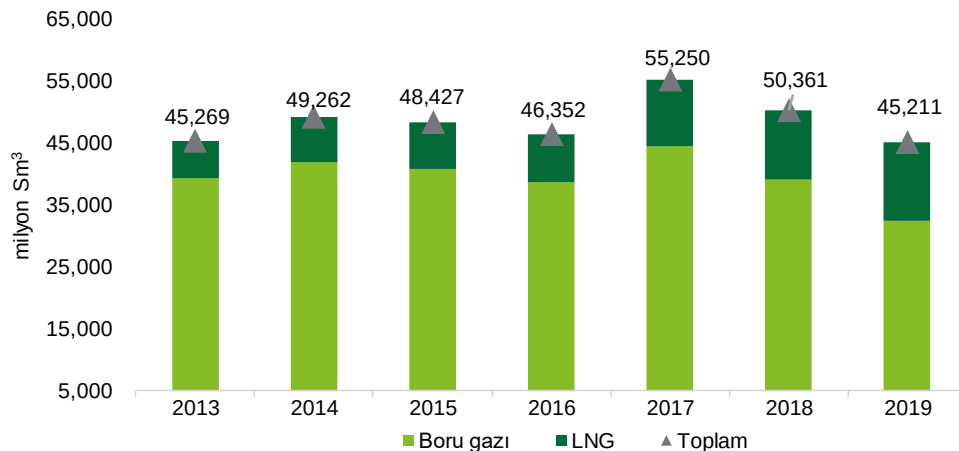
Türkiye’de Doğal Gaz Üretimi

- EPDK’nın 2019 yılında yayınladığı doğal gaz sektör raporuna göre, 2008-2019 döneminde Türkiye’nin doğal gaz üretimi %6.3’lük bileşik yıllık büyüme oranı (“BYBO”) ile düşmüştür. Söz konusu düşüş ağırlıklı olarak, elektrik üretiminde kullanılan doğal gaz payının düşmesinden ve hidroelektrik ve rüzgar santralleri gibi yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımının yaygınlaşmasından kaynaklanmaktadır. Yıllar itibarıyla doğal gaz üretimi yandaki grafikte sunulmaktadır.

Türkiye’de Doğal Gaz İthalatı

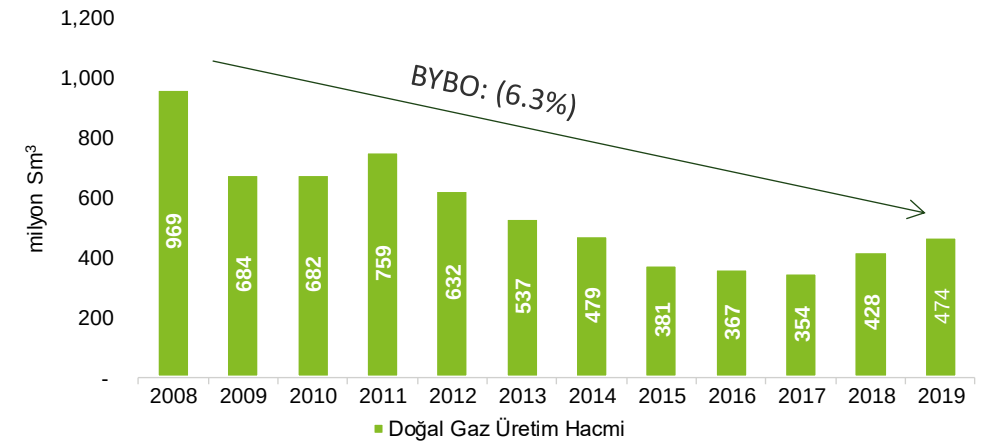
- Türkiye’de mevcut ve potansiyel doğal gaz kullanımını karşılayacak yerli rezerv ve üretim miktarının sınırlı olması nedeniyle Türkiye’ye doğal gaz ithalatı gerekli hale gelmiştir. Doğal gaz ithalatı ağırlıklı olarak %33.6’lık pay ile Rusya’dan yapılmaktadır. Rusya’yı Azerbaycan, İran ve Cezayir takip etmektedir. 2019 yılına ait ülke bazında doğal gaz ithalatı sağ alttaki grafikte gösterilmektedir.
- Sol alt grafikte, gaz türlerine göre ithal edilen doğal gaz miktarları sunulmaktadır. Toplam ithalat 2013-2019 yılları arasında neredeyse aynı seviyelerde seyretmiştir. 2018 yılına kıyasla 2019 yılında boru hattı ithalatı azalmış, ancak LNG ithalatı miktarı artmıştır.

Türlerine Göre Doğal Gaz İthalatı



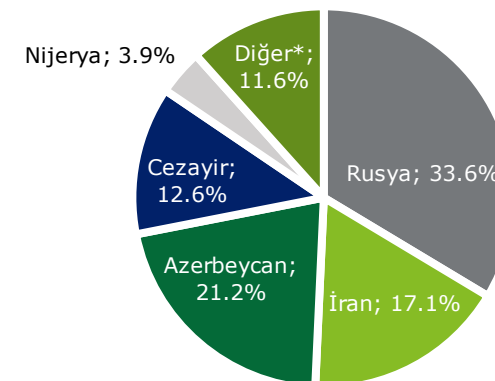
Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019
Başkentgaz- Değerleme Çalışması – 12 Mayıs 2021

Doğal Gaz Üretimi



Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019

2019 Yılı Ülkelere Göre Doğal Gaz İthalatı



Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019
*Spot LNG ithalatının yapıldığı ülkeler



Sektör Hakkında | Doğal Gaz Sektör Gelişimi

Depolama

Doğal Gaz Depolama

- EPDK tarafından yayınlanan 2019 doğal gaz sektör raporuna göre, doğal gaz piyasasında depolama alanında yapılan yatırımlar sonucunda hem yer altı depolama kapasitesi hem de LNG terminal kapasitesi önemli ölçüde artmıştır.
- Sağ üst grafikte gösterildiği gibi yıllar içinde stok miktarlarında önemli oranlarda artış oluşmuştur. 2014-2019 döneminde %7.3 BYBO ile artış gösteren toplam doğal gaz depolama miktarı, 2019 yılında 30,011 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir.
- Sağ alttaki grafikte ise, yıllık toplam doğal gaz ithalatı, tüketimi ve depolama miktarları gösterilmektedir. Dönem sonu stoku, 2019 yılında 2018 yılına göre %2.3 azalarak 3,095 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir.

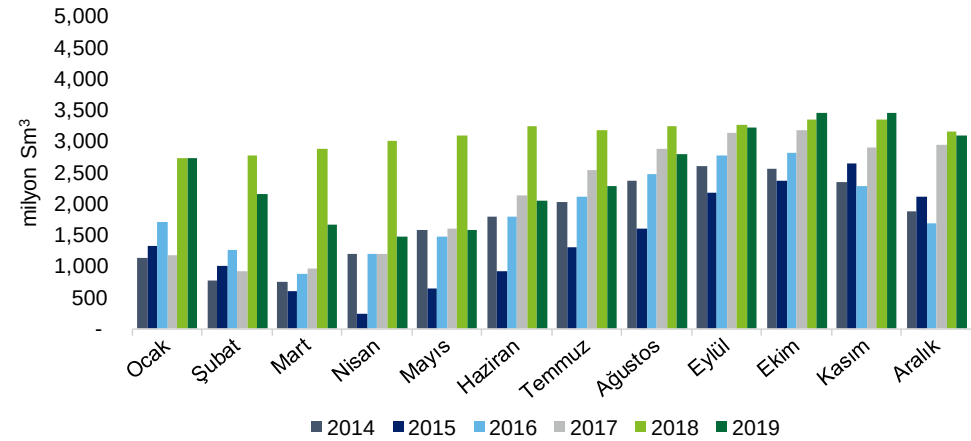
Yer altı Depolama

- Yer altı doğal gaz depolamanın temel amacı kısa vadede en yüksek talebi karşılamak, doğal gazı stratejik bir rezerv olarak depolamak, satın alma veya ödeme yükümlülüklerini yönetmek, boru hattı sistemindeki akışı dengelemek ve fiyat dalgalanmalarını azaltmaktır.
- Türkiye'de aktif olarak çalışan, toplam 2.8 bcm kapasiteli bir yer altı doğal gaz depolama tesisi bulunmaktadır. Tüketicinin yaklaşık %6'sı Silivri yer altı depolama tesisinde depolanabilmektedir. Silivri yer altı depolama tesisinin depolama kapasitesinin 2024 yılına kadar 4.3 milyar m³'e çıkması beklenmektedir.
- 2019 yılında BOTAŞ Silivri depolama tesisinden depolama hizmeti alan tedarikçi sayısı bir önceki yıla göre 13'ten 12'ye düşmüştür. Bu tedarikçilerden 10 tanesi ithalat lisansına, 2 tanesi ise toptan satış lisansına sahiptir.

LNG Depolama

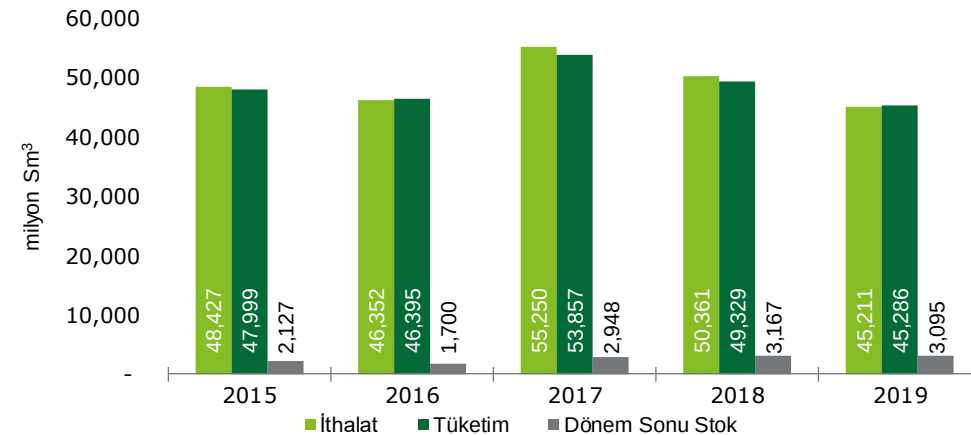
- 2017 yılında devreye giren BOTAŞ Dörtüyl Yüzen Sıvılaştırılmış Doğal Gaz (LNG) Terminali (FSRU), 2016 sonu itibarıyla devreye giren Etki Liman LNG tesisindeki faaliyetlerin hız kazanması ve LNG ithalatındaki artış ile LNG stok miktarlarında yıldan yıla büyük bir yükseliş gözlemlenmektedir. 2019 yılında LNG depolama tesislerinden çıkan toplam doğal gaz miktarı 12,516 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir.

Yıllara Göre Aylık Doğal Gaz Stok Miktarları



Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019

Yıllara Göre İthalat, Tüketim ve Stok Karşılaştırması



Kaynak: EPDK Doğal Gaz Sektör Raporu, 2019

Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

Doğal Gaz Dağıtım - Gelir Gereksinimi

$$\text{Uygulama Dönemi Gelir Gereksinimi} = \sum_{t \text{ tarife yılı}} \left(\text{Yatırım Gideri (t)} + \text{İşletme Gideri (t)} + \text{İşletme Sermayesi Gideri (t)} + \text{Yatırım Düzeltme Bileşeni (t)} \right)$$

2022'den Başlamak Üzere Tarife Yılı (t)

$$\text{Yatırım Gideri (t)} = \text{Ortalama Düzenlenmiş Varlık Tabanı (t)} \times \text{Düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranı} + \text{İtfa (t)}$$

$$\text{İşletme Gideri (t)} = \text{Düzenlenmiş İşletme Giderleri (t)} - \text{Diğer Gelirler (t)}$$

Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri

$$\text{İşletme Sermayesi Gideri (t)} = \text{Tarifeye Esas Net İşletme Gideri (t)} \times \text{Reel Makul Getiri Oranı} \div 12$$

$$\text{Yatırım Düzeltme Bileşeni (t)} = \left(\text{Önceki tarife dönemi içerisindeki planlanan yatırım miktarı ile gerçekleştirilen yatırım miktarı arasındaki farkın Tüketici Fiyat Endeksi değişimine göre güncellenmiş hali} \right) \times \text{Reel Makul Getiri Oranı}$$

Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

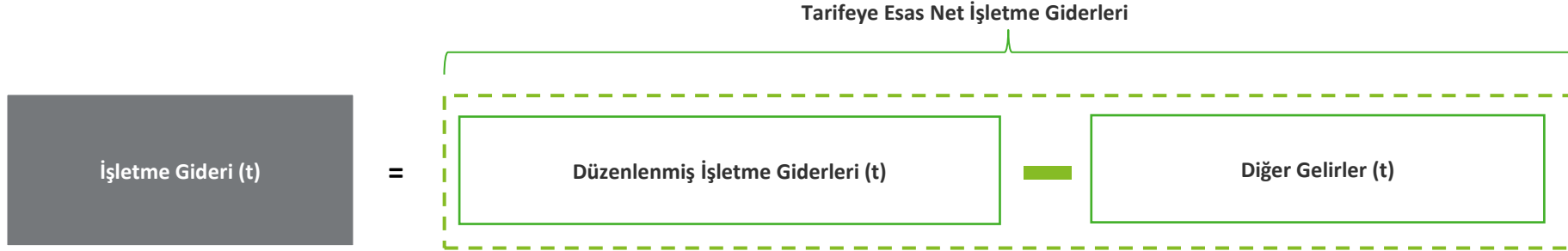
Yatırım Gideri Bileşeni



- Kabul edilen Yatırım giderleri dağıtım faaliyetlerinin yürütülebilmesi için gerçekleştirilen Yatırım giderlerinden oluşur.
- Yatırım harcamalarına esas varlıkların kullanıma hazır hale getirilmiş olması (aktifleştirilmesi) ve Hesap Planı'na Uygun olarak kayıt altına alınması esastır.
- EPDK bir önceki tarife döneminde gerçekleştirilen şebeke yatırımlarını birim fiyat, teknik ve ekonomik (iç verimlilik oranı, net bugünkü değer, mevcut bedellere etki ve geri dönüş süresi gibi parametreler) açıdan incelemek ve gerekli düzeltmeleri yapmakta yetkilidir.
- Tarife ve ortalama düzenlenmiş varlık tabanı, her bir tarife yılı için tarife yılı yılbaşı ve yılsonu düzenlenmiş varlık tabanlarının aritmetik ortalaması alınarak bulunan ve gelir gereksinimi hesaplamalarında kullanılan tutarı göstermektedir.
- Getiri oranı hesaplamalarında reel makul getiri oranı kullanılır.

Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

İşletme Gideri Bileşeni



- Düzenlenmiş işletme giderleri, dağıtım faaliyetleri için gerekli olan zorunlu harcamalardan oluşmaktadır.

- Düzenlenmiş işletme giderlerinde önceki yıllara göre makul olmayan artışlar dikkate alınmaz.
- t tarife yılına ait düzenlenmiş işletme giderinin hesaplanmasında, verimlilik faktörü baz yılıdaki düzenlenmiş işletme giderine uygulanır.

- Düzenlenmiş işletme giderinden düşülecek gelir kalemleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:
 - Sayaç açma-kapama bedeli gelirleri
 - İç tesisat proje onay gelirleri
 - Sertifika hizmet bedeli gelirleri
 - Kaçak gaz kullanımından elde edilen gaz bedeli dışındaki gelirler
 - Tarifeye esas varlıkların dağıtım faaliyeti dışında kullanımından ve bu tür varlıkların satışından elde edilen dolaylı gelirler
 - Tüketicie verilen diğer hizmetler karşılığında tüketiciden tahsil edilen bedeller





Şirket Hakkında

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45

Şirket Hakkında | Genel

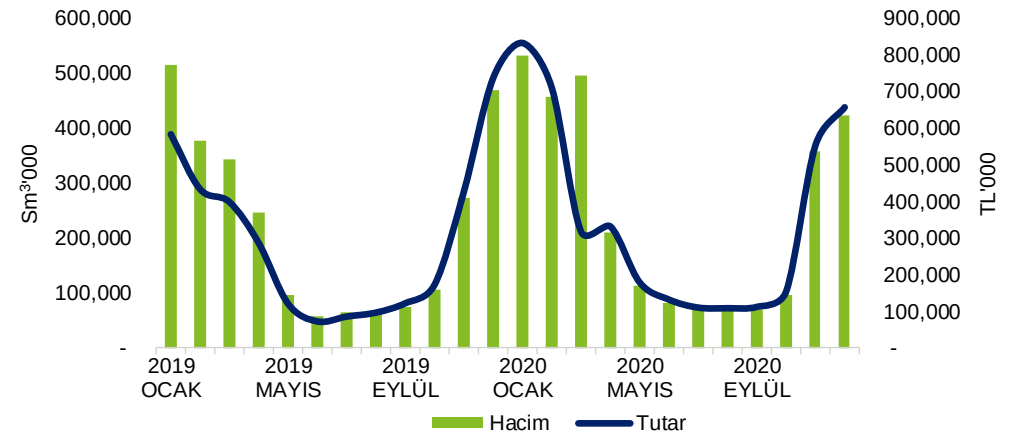
- Başkentgaz Ankara'nın resmi yetkili doğal gaz distribütörü olarak hizmet vermektedir. 2 milyondan fazla aboneye hizmet veren Şirket, Türkiye'nin en büyük ikinci dağıtım şirkettir.
- Ankara Büyükşehir Belediyesi ve EGO Genel Müdürlüğü bünyesinde sürdürülen doğal gaz dağıtım hizmetleri, özelleştirme kapsamında 2007 yılında kurulan Başkentgaz'a devredilmiştir.
- Özelleştirme sürecinin son aşamasında Şirket'in %100 oranındaki hisselerinin özelleştirilmesi için 25 Ocak 2013 tarihinde başlamış ve 31 Mayıs 2013 tarihinde imzalanan hisse devir sözleşmesi ile tamamlanmıştır. 31 Mayıs 2013 itibarıyla, Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %100 oranında pay sahibi olduğu Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Şirket'in %100 oranındaki hissesini 1,162,000,000 ABD Doları karşılığında devralmıştır.
- Başkentgaz faaliyetlerini 2007 yılında aldığı ve 2037'ye kadar geçerli olan doğal gaz dağıtım lisansı ile yürütmektedir.
- Başkentgaz'ın 2019-2020 yılları arası aylara tabi BOTAŞ doğalgaz tüketim miktar ve tutarları sağdaki grafikte sunulmuştur. Mevsim şartlarından kaynaklı olarak aylık tüketim miktarlarında dalgalanmalar gözlemlenmektedir.
- 2020 yıl sonu itibarıyla Başkentgaz toplam 1,994,250 milyon adet aboneye ulaşmıştır.

Başkentgaz

	2020
Toplam abone sayısı	1,897,564
Mesken aboneler	1,807,865
Ticari müşteriler	89,580
Sanayi müşteriler	94
Taşıma hizmeti verilen müşteriler	25
Toplam doğalgaz tüketim hacmi (Sm ³ /000)	3,535

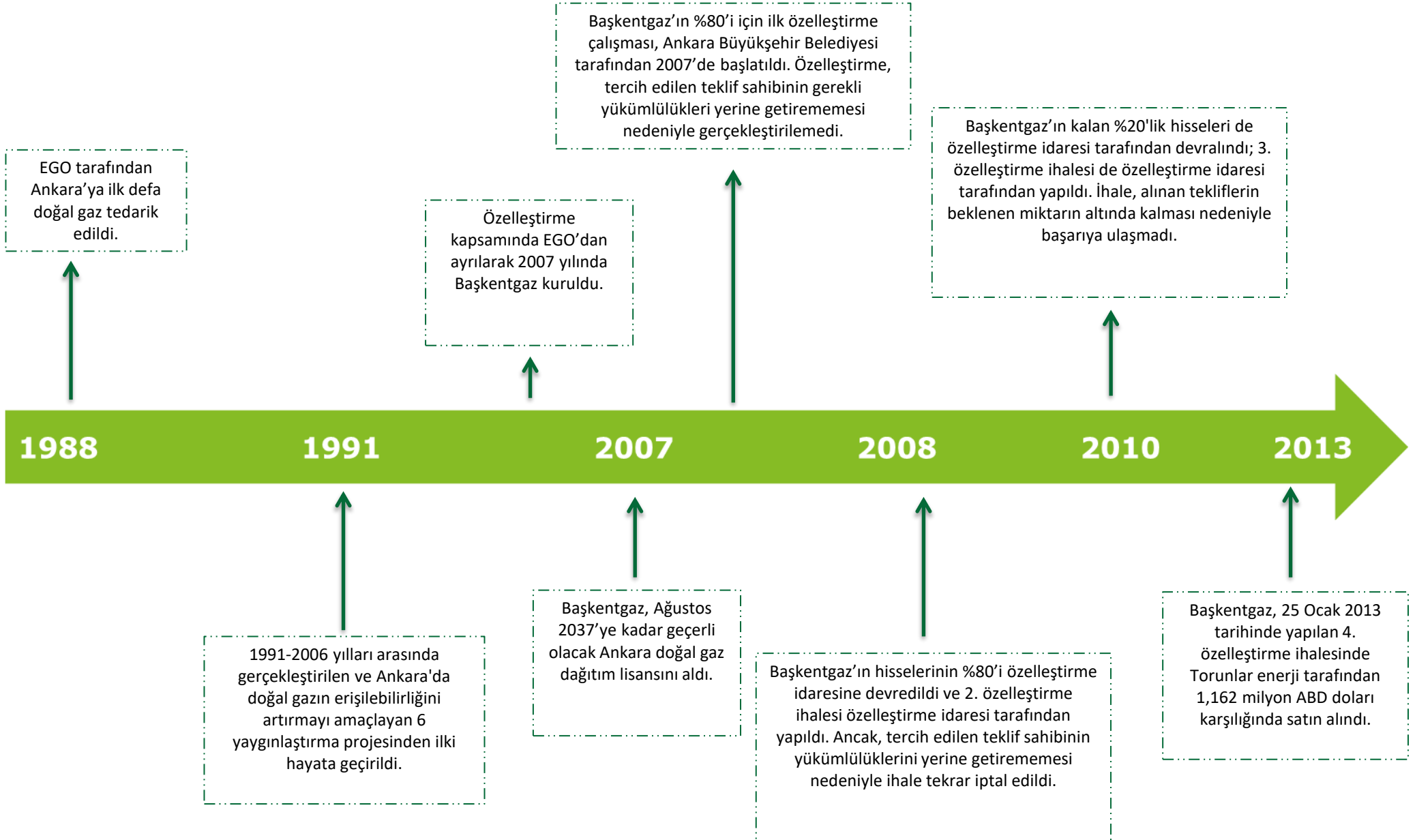


BOTAŞ'tan alınan aylık gaz miktar ve tutarları



Kaynak: Şirket Yönetimi

Şirket Hakkında | Önemli Kilometre Taşları





Şirket Finansalları

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45



Şirket Finansalları | Bilanço

Bilanço

₺ 000	31 Aralık İtibarıyla			
	2017	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar				
Hazır Değerler	1,604,217	2,022,852	1,729,674	2,550,582
Menkul Kıymetler	-	-	520,020	-
Ticari Alacaklar	106,347	185,101	230,959	339,971
Diğer Alacaklar	1,849	971	23,330	1,174
Stoklar	45,821	62,679	42,794	54,411
Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	142,193	209,898	304,860	262,989
Diğer Dönen Varlıklar	69	280,519	329,541	352,883
Toplam Dönen Varlıklar	1,900,495	2,762,021	3,181,178	3,562,009
Duran Varlıklar				
Ticari Alacaklar	25,969	20,129	34,184	51,727
Maddi Duran Varlıklar	823,283	889,472	1,033,112	1,214,016
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	27,521	25,068	18,684	14,379
Gelecek Yıllara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	2	10	25	33
Toplam Duran Varlıklar	876,774	934,679	1,086,005	1,280,155
Toplam Varlıklar	2,777,269	3,696,700	4,267,183	4,842,164
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	80	104,334	92,825	144,052
Ticari Borçlar	483,566	689,427	917,074	876,868
Diğer Borçlar	2,845	3,019	2,922	3,930
Alınan Avanslar	13,449	19,913	21,297	23,075
Ödenecek Vergi ve Diğer Yüküml.	11,361	20,559	12,284	22,993
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları	413,411	537,312	550,765	530,220
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	924,712	1,374,564	1,597,169	1,601,139
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar				
Mali Borçlar	-	345,500	322,500	554,500
Ticari Borçlar	482,969	700,822	865,363	1,078,452
Borç ve Gider Karşılıkları	41,439	45,342	50,653	54,999
Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	524,408	1,091,664	1,238,517	1,687,951
Toplam Yabancı Kaynaklar	1,449,120	2,466,228	2,835,685	3,289,090
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	700,000	700,000	700,000	700,000
Kar Yedekleri	116,697	180,525	90,011	118,622
Geçmiş Yıllar Karları	-	-	69,280	87,613
Dönem Net Karı (Zararı)	511,452	349,946	572,206	646,839
Toplam Özkaynaklar	1,328,149	1,230,471	1,431,497	1,553,074
Toplam Yabancı Kaynak ve Özkaynaklar	2,777,269	3,696,700	4,267,183	4,842,164

Kaynak: Şirket Yönetimi

Başkentgaz- Değerleme Çalışması – 12 Mayıs 2021

Başkentgaz Bilanço

- Başkentgaz'ın 2017 – 2020 dönemi TL bazında VUK esaslarına göre düzenlenmiş yıl sonu bilançoları Şirket Yönetim tarafından sunulmuştur.

Varlıklar

- 31 Aralık 2020 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam varlıklarının %73.6'sını dönen varlıklar içermektedir. Dönen varlıklar altındaki TL 2.5 milyar tutarındaki hazır değerlerin tamamına yakın bölümü ise bankalardan oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2020 itibarıyla diğer dönen varlıklar, gelecek yıllara ait gelir tahakkukları ve ticari alacaklar toplam dönen varlıkların sırasıyla %7.3, %5.4 v33 %7.0'sini oluşturmaktadır.
- Başkentgaz'ın 31 Aralık 2020 itibarıyla maddi duran varlıklarının önemli bir bölümü doğal gaz dağıtım operasyonunda kullanılan hatları, istasyonları, sayaçları ve bunlara ilişkin yatırımları içeren yeraltı ve yerüstü düzenleri hesabından oluşmaktadır.

Yabancı Kaynaklar ve Özkaynaklar

- Başkentgaz 31 Aralık 2020 bilançosunda kısa vadeli yabancı kaynaklarının %54.8'ini ticari borçlar oluşturmaktadır. Kısa vadeli ticari borçların tamamına yakını BOTAŞ'tan gaz alımından kaynaklanan borçlardan oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2020 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam kısa vadeli yabancı kaynaklarının %33.1'ini gelecek aylara ait ön ödemeli müşterilerden peşin tahsil edilen doğalgaz gelir tahakkukları ve faiz ve diğer çeşitli gider tahakkukları oluşturmaktadır.
- 31 Aralık 2020 itibarıyla Başkentgaz'ın uzun vadeli ticari borçlarının tamamı alınan güvence bedellerinden oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2020 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam uzun vadeli yabancı kaynaklarının %31.9'unu içeren mali borçların tamamı banka kredilerinden oluşmaktadır.
- Başkentgaz'ın 31 Aralık 2020 itibarıyla TL 1.5 milyar tutarında özkaynakları bulunmaktadır.



Şirket Finansalları | Gelir Tablosu

Gelir Tablosu - Başkentgaz

₺ 000	Ocak - Aralık				BYBO
	2017	2018	2019	2020	2017-2020
Brüt Satışlar	2,672,195	2,881,152	3,972,960	4,804,872	21.6%
Satış İndirimleri (-)	(5,804)	(12,512)	(37,424)	(27,060)	(67.1%)
Net Satışlar	2,666,391	2,868,640	3,935,536	4,777,812	21.5%
Satışların Maliyeti (-)	(2,221,115)	(2,437,469)	(3,288,706)	(4,108,112)	(22.8%)
Brüt Kar	445,276	431,171	646,830	669,699	14.6%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	-	n/a
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	(137)	(723)	(612)	(340)	(35.5%)
Genel yönetim giderleri (-)	(61,214)	(57,342)	(115,061)	(54,568)	3.8%
Toplam faaliyet giderleri	(61,351)	(58,064)	(115,673)	(54,908)	3.6%
Faaliyet Karı veya Zararı	383,925	373,106	531,157	614,791	17.0%
Diğer Faaliyetlerden Olagan Gelir ve Karlar	210,015	523,396	209,755	264,751	8.0%
Diğer Faaliyetlerden Olagan Gider ve Zararlar (-)	(85,197)	(402,594)	(82,689)	(151,128)	(21.1%)
Finansman Giderleri	(104)	(58,279)	(89,043)	(86,429)	(841.0%)
Olağan Kar veya Zarar	508,639	435,630	569,180	641,985	8.1%
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	5,152	4,664	5,831	11,198	29.5%
Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	(2,339)	(2,735)	(2,805)	(6,345)	(39.5%)
Dönem Karı veya Zararı	511,452	437,560	572,206	646,839	8.1%
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler	-	(87,613)	-	-	n/a
Dönem Net Karı veya Zararı	511,452	349,946	572,206	646,839	8.1%

Kaynak: Şirket Yönetimi

Net satış büyümesi (%)	n/a	7.6%	37.2%	21.4%
Brüt kar marjı (%)	16.7%	15.0%	16.4%	14.0%
FVÖK marjı (%)	14.4%	13.0%	13.5%	12.9%

Başkentgaz Gelir Tablosu

- Başkentgaz'ın 2017-2020 arası döneme ilişkin TL bazında ve VUK esaslarına göre düzenlenmiş yıllık gelir tabloları Yönetim tarafından sunulmuştur.

Satışlar

- Başkentgaz'ın gelirlerinin büyük bir bölümü doğal gaz satışları, sistem kullanım gelirleri, bağlantı gelirleri ve taşıma hizmeti gelirlerinden oluşmaktadır. 2020 yılı için bu gelirlerin sırasıyla net satışlara oranı %78.2, %19.1, %1.5 ve %0.7'dir.

Faaliyet giderleri ve operasyonel karlılık

- Faaliyet giderlerinin neredeyse tamamı genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu faaliyet giderleri 2017 – 2020 döneminde BYBO %3.6 oranında azalarak TL 54.9 milyon seviyesinde gerçekleşmiştir.



Tarife Tahmini

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45



Tarife Tahmini | Hacim Projeksiyonu

Hacim Projeksiyonu

m' sm3	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T ...	2032 T ...	2037 T	BYBO 2021 - 2037
Toplam tüketim	3,624.1	3,441.4	3,554.9	3,655.4	3,745.1	3,829.6	4,261.8	4,508.7	1.4%
1. Kademe (0-100.000 Sm3)	2,207.8	2,133.7	2,204.1	2,266.4	2,322.0	2,374.3	2,642.3	2,795.4	1.5%
2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm3)	366.4	309.7	319.9	329.0	337.1	344.7	383.6	405.8	0.6%
3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm3)	323.7	275.3	284.4	292.4	299.6	306.4	340.9	360.7	0.7%
4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm3)	219.1	292.5	302.2	310.7	318.3	325.5	362.3	383.2	3.6%
5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm3)	507.1	430.2	444.4	456.9	468.1	478.7	532.7	563.6	0.7%
Satış	2,891.5	2,746.9	2,837.5	2,917.7	2,989.3	3,056.7	3,401.7	3,598.8	1.4%
1. Kademe (0-100.000 Sm3)	2,207.7	2,133.6	2,204.0	2,266.3	2,321.9	2,374.2	2,642.2	2,795.3	1.5%
2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm3)	353.7	299.0	308.9	317.6	325.4	332.7	370.3	391.7	0.6%
3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm3)	260.8	221.8	229.1	235.6	241.4	246.8	274.7	290.6	0.7%
4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm3)	69.3	92.5	95.6	98.3	100.7	102.9	114.6	121.2	3.6%
5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm3)	-	-	-	-	-	-	-	-	n/a
Taşıma	732.6	694.5	717.4	737.7	755.8	772.8	860.1	909.9	1.4%
1. Kademe (0-100.000 Sm3)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.5%
2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm3)	12.7	10.7	11.1	11.4	11.7	12.0	13.3	14.1	0.6%
3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm3)	62.9	53.5	55.3	56.8	58.2	59.5	66.3	70.1	0.7%
4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm3)	149.8	200.0	206.6	212.4	217.7	222.6	247.7	262.0	3.6%
5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm3)	507.1	430.2	444.4	456.9	468.1	478.7	532.7	563.6	0.7%

- Toplam tüketim hacmi satış ve taşıma olarak ikiye ayrılmıştır. Buna göre doğalgaz tedariğinin Şirket dışındaki bir tedarikçiden karşılandığı ve Başkentgaz'ın sadece taşıma hizmeti verdiği abonelere ait tüketimler "taşıma" altında; satış ve taşıma hizmeti alan abonelerin tüketimleri ise "satış" altında gösterilmiştir. Projeksiyon süresince taşıma – satış aboneleri arasında geçiş öngörülmemiştir.
- Toplam talebi oluşturan doğalgaz satış ve taşıma hacmi projeksiyonu EPDK tarafından belirlenen tüketim grupları metodolojisi doğrultusunda 5 kademeli olarak tahmin edilmiştir. Buna göre, 2021 – 2037 yılları arasında toplam tüketim hacminin %1.4 BYBO ile büyüyerek 2037 yılında 4,508.7 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni

Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni (2022 Fiyatlarıyla)

	Birim	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T	Dönem Sonu DVT - Reel	Dönem Sonu DVT - Nominal
Tarife Yılı Başı Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	2,473.7	2,941.1	3,149.0	3,480.3	3,676.1	3,931.1	4,520.5	5,535.2	5,650.4	23,016.6
Tarifeye Esas Net Yatırım Tutarı	TL'm	664.2	424.0	573.4	458.8	542.7	427.9	697.6	570.2		
Düzenlenmiş Şebeke Yatırın Harcamaları	TL'm	742.4	503.3	648.8	531.4	615.8	501.7	774.3	650.1		
Şebeke Yatırım Harcamaları	TL'm	742.4	503.3	648.8	531.4	615.8	501.7	774.3	650.1		
Yatırım Kabul Oranı	%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%		
Aktifleştirilen Bağlantıya İlişkin Gelirler (Vergi Yüğü Hariç)	TL'm	78.2	79.3	75.4	72.5	73.2	73.8	76.7	79.9		
Bağlantı Bedeli Gelirleri	TL'm	92.6	90.7	86.2	82.9	83.6	84.4	87.7	91.3		
Vergi Yüğü	%	84.5%	87.5%	87.5%	87.5%	87.5%	87.5%	87.5%	87.5%		
Nominal Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	2,941.1	3,365.1	3,938.5	4,397.3	4,940.0	5,367.9	7,990.8	10,990.6		
Yatırımların İtfası	TL'm	196.8	216.1	242.1	263.0	287.6	307.1	426.3	455.1		
Tarifeye Esas Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	2,707.4	3,045.1	3,314.7	3,578.2	3,803.6	3,991.5	4,656.1	5,592.8		
Şebeke Harici Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	-	-	-	-	-	-	-	-		
Reel Makul Getiri Oranı	%	13.42%	13.42%	13.42%	13.42%	13.42%	13.42%	13.42%	13.42%		
Reel Makul Getiri Tutarı	TL'm	363.2	408.5	444.7	480.0	510.3	535.5	624.6	750.3		
Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni	TL'm	560.0	624.6	686.8	743.0	797.9	842.6	1,050.9	1,205.4		

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir. 2022 – 2037 yılları arasında yapılan hesaplamalar için mevcutta yürürlükte olan tarife hesaplama metodolojileri ile ilgili kurur kararları baz alınmıştır.
- Tarifeye esas net yatırım tutarı hesaplanırken öngörülen şebeke yatırım harcamasından tarife metodolojisi doğrultusunda vergi yükünden arındırılmış bağlantı bedeli gelirleri düşülmüştür.
- İtfa süresi 22 yıl olarak kabul edilmiştir.
- Reel makul getiri tutarı, EPDK'nın 27.12.2018/8305-1 tarih ve sayılı kararında belirtilen %13.415'lik düzeltilmiş reel makul getiri oranı kullanılmıştır.
- 2037 yıl sonu varlık tabanı, açıklanan metodoloji doğrultusunda, açılış varlık tabanından net yatırım ve itfa tutarının çıkarılmasıyla 5,650.4 milyon TL olarak hesaplanmıştır.



Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni

Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni (2022 Fiyatlarıyla)

	Birim	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T
Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri	TL'm	477.2	466.3	462.7	457.2	451.7	453.1	433.3	397.9
Düzenlenmiş İşletme Giderleri	TL'm	493.3	483.2	480.3	475.6	470.8	473.2	459.2	429.4
Ar-Ge Giderleri	TL'm	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.3
Ar-Ge Dahil Düzenlenmiş İşletme Giderleri	TL'm	498.3	488.1	485.1	480.3	475.5	477.9	463.8	433.7
Diğer Gelirler	TL'm	21.1	21.8	22.4	23.1	23.8	24.8	30.4	35.8
İşletme Sermayesi Gideri	TL'm	5.7	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.2	4.8
Reel Makul Getiri Oranı	%	14.38%	14.38%	14.38%	14.38%	14.38%	14.38%	14.38%	14.38%
Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni	TL'm	482.9	471.9	468.2	462.7	457.1	458.5	438.5	402.6

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir. 2022 – 2037 yılları arasında yapılan hesaplamalar için mevcutta yürürlükte olan tarife hesaplama metodolojileri ile ilgili kurul kararları baz alınmıştır.
- 2022 ve sonrası tarife esas net işletme giderleri hesaplanırken düzenlenmiş işletme giderlerinin üzerine Ar-Ge giderleri (düzenlenmiş işletme giderinin %1'i oranında) eklenmiş; diğer gelirler ise düşülmüştür.
- İşletme sermayesi gideri hesaplamasında EPDK'nın 27.12.2018/8305-1 tarih ve sayılı kararında belirtilen %14.38'lik reel makul getiri oranı kullanılmıştır.



Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

Toplam Gelir Gereksinimi ve Birim Bedeller

Tarife Dönemi Gelir Gereksinimi ve Birim Bedeller (2022 Fiyatlarıyla)

	Birim	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T
Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni	TL'm	560.0	624.6	686.8	743.0	797.9	842.6	1,050.9	1,205.4
Makul Getiri Tutarı	TL'm	363.2	408.5	444.7	480.0	510.3	535.5	624.6	750.3
Yatırımların İtfası	TL'm	196.8	216.1	242.1	263.0	287.6	307.1	426.3	455.1
Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni	TL'm	482.9	471.9	468.2	462.7	457.1	458.5	438.5	402.6
Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri	TL'm	477.2	466.3	462.7	457.2	451.7	453.1	433.3	397.9
İşletme Sermayesi Gideri	TL'm	5.7	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.2	4.8
Toplam Gelir Gereksinimi	TL'm	1,042.9	1,096.5	1,155.0	1,205.7	1,255.0	1,301.1	1,489.5	1,608.0

Gaz Tüketimi	m' sm3	3,441.4	3,554.9	3,655.4	3,745.1	3,829.6	3,909.6	4,261.8	4,508.7
SKB-1	m' sm3	2,133.7	2,204.1	2,266.4	2,322.0	2,374.3	2,423.9	2,642.3	2,795.4
SKB-2	m' sm3	309.7	319.9	329.0	337.1	344.7	351.9	383.6	405.8
SKB-3	m' sm3	275.3	284.4	292.4	299.6	306.4	312.8	340.9	360.7
SKB-4	m' sm3	292.5	302.2	310.7	318.3	325.5	332.3	362.3	383.2
SKB-5	m' sm3	430.2	444.4	456.9	468.1	478.7	488.7	532.7	563.6
Gelir Gereksinimindeki Payı									-
SKB-1		83%	83%	83%	83%	83%	83%	83%	83%
SKB-2		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
SKB-3		4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
SKB-4		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
SKB-5		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Birim Bedeller - Reel

SKB-1	TL/Sm3	0.4234	0.4234	0.4234	0.4234	0.4234	0.4569	0.4669	0.4669
SKB-2	TL/Sm3	0.3468	0.3468	0.3468	0.3468	0.3468	0.3742	0.3824	0.3824
SKB-3	TL/Sm3	0.1512	0.1512	0.1512	0.1512	0.1512	0.1631	0.1667	0.1667
SKB-4	TL/Sm3	0.0636	0.0636	0.0636	0.0636	0.0636	0.0686	0.0701	0.0701
SKB-5	TL/Sm3	0.0361	0.0361	0.0361	0.0361	0.0361	0.0390	0.0398	0.0398

Enflasyon Endeksi

1.05 1.15 1.27 1.39 1.52 1.66 2.60 4.07

Birim Bedeller - Nominal

SKB-1	TL/Sm3	0.4442	0.4879	0.5357	0.5869	0.6420	0.7579	1.2136	1.9018
SKB-2	TL/Sm3	0.3638	0.3996	0.4388	0.4806	0.5258	0.6207	0.9939	1.5575
SKB-3	TL/Sm3	0.1586	0.1742	0.1913	0.2095	0.2292	0.2706	0.4332	0.6789
SKB-4		0.0667	0.0732	0.0804	0.0881	0.0964	0.1138	0.1822	0.2855
SKB-5		0.0379	0.0416	0.0457	0.0501	0.0548	0.0647	0.1035	0.1622



Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

Toplam Gelir Gereksinimi ve Birim Bedeller

-
- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir.
 - Yatırım bileşeni ve işletme gideri hesaplamaları doğrultusunda toplam gelir gereksinimi rakamına ulaşılmıştır.
 - Gelir gereksiniminin abone gruplarına dağılımı, EPDK tarafından belirlenen metodoloji doğrultusunda yapılmıştır. Tüketim gruplarının gelir gereksinimindeki payları belirlenmiş ve tüketim miktarlarına bölünerek birim bedeller hesaplanmıştır. Heseplanan birim bedellere enflasyon endeksi uygulanarak nominal birim bedellere ulaşılmıştır.



Gelir Yaklaşımı

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45



Gelir Yaklaşımı | İş Planı

İş Planı

	Birim	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	...	2032 T	...	2037 T	BYBO 2017-2020	BYBO 2020-2037
Gaz Satış Geliri	TL'm	2,213.4	2,042.4	2,820.0	3,577.3	3,747.6	3,734.6	4,237.9	4,784.5	5,369.7	6,007.0		11,460.5		18,999.9	17.4%	10.3%
Doğal Gaz Satışından gelen Gelirler	TL'm	583.5	614.3	845.8	1,059.3	1,221.8	1,097.8	1,245.8	1,406.5	1,578.5	1,765.8		3,714.5		6,158.0	22.0%	10.9%
SKB 1	TL'm	418.0	448.6	610.9	830.2	932.8	947.7	1,075.4	1,214.1	1,362.6	1,524.4		3,206.6		5,316.0	n/a	n/a
SKB 2	TL'm	74.1	72.7	108.1	110.2	149.4	108.8	123.4	139.3	156.4	174.9		368.0		610.1	n/a	n/a
SKB 3	TL'm	55.1	64.6	93.7	80.0	110.2	35.2	39.9	45.1	50.6	56.6		119.0		197.3	n/a	n/a
SKB 4	TL'm	36.2	28.5	33.0	38.9	29.3	6.2	7.0	7.9	8.9	9.9		20.9		34.6	n/a	n/a
SKB 5	TL'm	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-		-	n/a	n/a
Taşıma gelirler	TL'm	32.1	46.7	39.5	34.8	42.9	42.1	47.7	53.9	60.5	67.7		142.3		235.9	2.7%	11.9%
SKB 1	TL'm	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1		0.1		0.2	n/a	n/a
SKB 2	TL'm	-	0.0	0.0	0.0	0.7	3.9	4.4	5.0	5.6	6.3		13.2		21.9	n/a	n/a
SKB 3	TL'm	0.6	1.1	1.3	1.9	3.7	8.5	9.6	10.9	12.2	13.6		28.7		47.6	n/a	n/a
SKB 4	TL'm	5.9	4.8	5.9	7.3	8.8	13.3	15.1	17.1	19.2	21.4		45.1		74.8	n/a	n/a
SKB 5	TL'm	25.6	40.7	32.3	25.6	29.7	16.3	18.5	20.9	23.4	26.2		55.2		91.4	n/a	n/a
Bağlantı Bedeli Gelirleri	TL'm	61.4	61.6	82.7	70.1	67.5	97.1	104.5	109.1	114.9	126.8		227.9		371.9	4.5%	10.3%
Diğer Gelirler	TL'm	22.0	73.4	21.5	50.4	21.2	22.1	25.1	28.4	32.1	36.1		79.1		146.0	31.9%	6.5%
Toplam gelir	TL'm	2,912.4	2,838.3	3,809.5	4,791.9	5,100.9	4,993.8	5,660.9	6,382.3	7,155.6	8,003.3		15,624.3		25,911.7	18.1%	10.4%
Satışların Maliyeti	TL'm	(2,213.4)	(2,042.4)	(2,820.0)	(3,577.3)	(3,747.6)	(3,734.6)	(4,237.9)	(4,784.5)	(5,369.7)	(6,007.0)		(11,460.5)		(18,999.9)	(17.4%)	(10.3%)
Satış Hacmi	m' sm3	2,898.5	2,425.2	2,762.0	2,858.1	2,891.5	2,746.9	2,837.5	2,917.7	2,989.3	3,056.7		3,401.7		3,598.8	(0.5%)	1.4%
BOTAŞ Doğal Gaz Fiyatları	TL/Sm3	0.7636	0.8421	1.0210	1.2517	1.2961	1.3596	1.4935	1.6398	1.7963	1.9652		3.3690		5.2795	17.9%	8.8%
Brüt kar	TL'm	699.0	796.0	989.5	1,214.6	1,353.3	1,259.1	1,423.0	1,597.8	1,785.9	1,996.4		4,163.8		6,911.9	20.2%	10.8%
Faaliyet giderleri (Ar-Ge dahil)	TL'm	(159.1)	(165.9)	(286.1)	(314.8)	(424.2)	(522.7)	(562.4)	(613.8)	(665.7)	(721.0)		(1,205.6)		(1,766.6)	(25.5%)	(10.7%)
FAVÖK	TL'm	539.9	630.0	703.4	899.8	929.1	736.4	860.6	984.0	1,120.2	1,275.4		2,958.2		5,145.3	18.6%	10.8%
Amortisman	TL'm	(87.0)	(92.2)	(101.6)	(114.4)	(166.6)	(206.4)	(249.0)	(306.3)	(364.5)	(436.1)		(1,108.2)		(1,853.7)	(9.6%)	(17.8%)
FVÖK	TL'm	452.9	537.8	601.9	785.4	762.5	530.0	611.6	677.7	755.7	839.2		1,850.0		3,291.5	20.1%	8.8%
Brüt kar marjı	%	24.0%	28.0%	26.0%	25.3%	26.5%	25.2%	25.1%	25.0%	25.0%	24.9%		26.6%		26.7%		
FAVÖK marjı	%	18.5%	22.2%	18.5%	18.8%	18.2%	14.7%	15.2%	15.4%	15.7%	15.9%		18.9%		19.9%		
FVÖK marjı	%	15.6%	18.9%	15.8%	16.4%	14.9%	10.6%	10.8%	10.6%	10.6%	10.5%		11.8%		12.7%		

- Önceki sayfalarda açıklanan gelir ve gider varsayımları neticesinde ortaya çıkan operasyonel sonuçlar yukarıda gösterilmektedir.
- Tablodaki tutarlar nominal değerleri göstermektedir.
- 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılları için ilgili yıl gerçekleştirmeleri kullanılmıştır.



Gelir Yaklaşımı | İş Planı

- 2021 ve sonrası için:
 - I. Gaz satış gelirleri tahmin edilirken sektördeki dağıtım şirketlerinden gaz tedarik eden abonelere BOTAŞ fiyatı referans alındığı için gaz satış gelirleri ve satışların maliyeti değerlerinin birbirine eşit olacağı öngörülmüştür,
 - II. Doğalgaz satışından gelen gelirleri ve taşıma gelirleri tahmini abone gruplarında tüketilen gaz hacmin ilgili birim bedelleriyle çarpılmasıyla hesaplanmıştır,
 - III. Bağlantı bedelleri gelirleri ve diğer gelirler için projeksiyon Şirket Yönetimi tarafından paylaşılmıştır,
- 2020-2037 yılları arasında toplam gelirlerin %10.2'lik BYBO ile artış göstereceği varsayılmaktadır.
- Satışların maliyeti yukarıda belirtildiği gibi BOTAŞ'tan tedarik edilen gaz maliyetlerinden oluşturmaktadır. Satışların maliyetinin de 2020-2037 arasında %10.3'lük BYBO ile artması tahmin edilmektedir.
- Faaliyet giderlerinin 2020-2037 arasında %10.7 BYBO ile büyümesi öngörülmektedir.



Gelir Yaklaşımı | İşletme Giderler

İşletme Giderleri

₺ m	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T ...	2032 T	... 2037 T	BYBO 2021 - 2037
İşletme Giderleri	420.0	517.5	556.9	607.7	659.1	713.9	1,193.6	1,749.1	9.3%
Personel Giderleri	89.3	106.5	114.1	124.0	133.8	144.2	233.7	331.7	8.6%
Taşıt Giderleri	15.5	20.1	21.5	23.4	25.3	27.2	44.1	62.6	9.1%
Enerji Giderleri	6.6	7.1	7.8	8.5	9.3	10.2	17.4	27.3	9.3%
Denetim Giderleri	18.5	20.1	21.9	24.0	26.2	28.7	49.1	77.0	9.3%
Müşavirlik ve Hizmet Giderleri	118.1	153.4	166.1	182.5	199.4	217.5	383.0	581.6	10.5%
Ofis Giderleri	1.2	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	3.3	4.8	9.2%
Kira Giderleri	38.0	49.2	52.7	57.3	61.8	66.6	108.0	153.3	9.1%
Haberleşme Giderleri	2.1	2.5	2.7	2.9	3.2	3.4	5.5	7.9	8.5%
Bilgi İşlem Giderleri	68.7	84.4	90.3	98.2	106.0	114.2	185.1	262.7	8.7%
Teknik Tamir Bakım Onarım Giderleri	42.3	51.1	54.7	59.4	64.2	69.1	112.0	159.0	8.6%
Pazarlama Giderleri	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.6	2.6	9.3%
Seyahat Giderleri	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.0%
Sigorta Giderleri	4.6	5.0	5.4	5.9	6.5	7.1	12.2	19.1	9.3%
Vergi, Resim Harç ve Noter Giderleri	9.1	9.9	10.8	11.8	12.9	14.1	24.2	37.8	9.3%
Yönetim Kurulu Huzur Hakları ve Murakıp Ücretleri	1.7	2.3	2.4	2.6	2.8	3.1	4.9	7.0	9.1%
Yıllık Lisans Bedeli ve Katılma Payı	2.8	3.0	3.3	3.6	3.9	4.3	7.4	11.6	9.3%
Diğer Giderler(K.Kabul edilmeyen gider)	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.9	2.9	9.3%
Ar-Ge Giderleri	4.2	5.2	5.6	6.1	6.6	7.1	11.9	17.5	9.3%
Faaliyet giderleri (Ar-Ge dahil)	424.2	522.7	562.4	613.8	665.7	721.0	1,205.6	1,766.6	9.3%

- Tablodaki tutarlar nominal fiyatlarla gösterilmektedir.
- İşletme giderlerinin 2021-2037 yılları arasında BYBO %9.3'lük artış göstermesi beklenmektedir.
- Ar-Ge gideri toplam işletme giderlerinin %1'i olarak varsayılmıştır.



Gelir Yaklaşımı | Net İşletme Sermayesi

Net İşletme Sermayesi

₺ m	31 Aralık				31 Aralık									
	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	...	2032 T	...	2037 T
Ticari alacaklar	159.9	252.3	314.8	417.0	443.9	434.6	492.7	555.5	622.8	696.5		1,359.8		2,255.2
Stoklar	45.8	62.7	42.8	54.4	57.0	56.8	64.5	72.8	81.7	91.4		174.3		289.0
Ticari borçlar (-)	(474.0)	(673.2)	(884.0)	(845.2)	(885.4)	(882.4)	(1,001.3)	(1,130.4)	(1,268.7)	(1,419.3)		(2,707.8)		(4,489.1)
Net ticari işletme sermayesi	(268.3)	(358.2)	(526.4)	(373.8)	(384.5)	(391.0)	(444.1)	(502.2)	(564.3)	(631.3)		(1,173.6)		(1,944.9)
Diğer dönen varlıklar	144.1	211.1	333.2	277.3	295.2	289.0	327.6	369.3	414.1	463.2		904.2		1,499.5
Diğer kısa vadeli yükümlülükler (-)	(441.1)	(580.8)	(587.3)	(580.2)	(470.1)	(371.2)	(353.8)	(242.5)	(156.9)	(175.5)		(334.9)		(555.2)
Net diğer işletme sermayesi	(297.0)	(369.7)	(254.1)	(302.9)	(174.9)	(82.2)	(26.2)	126.9	257.2	287.6		569.3		944.3
Net İşletme Sermayesi	(565.3)	(727.9)	(780.5)	(676.7)	(559.4)	(473.2)	(470.3)	(375.3)	(307.1)	(343.7)		(604.4)		(1,000.6)
Hasılatı oranı (%)	(19.4%)	(13.6%)	(20.5%)	(14.1%)	(11.0%)	(9.5%)	(8.3%)	(5.9%)	(4.3%)	(4.3%)		(3.9%)		(3.9%)
Net işletme sermayesindeki değişim	n/a	(162.6)	(52.6)	103.8	117.2	86.3	2.9	95.0	68.2	(36.7)		(49.6)		(86.0)
Hasılat	2,912.4	5,340.0	3,809.5	4,791.9	5,100.9	4,993.8	5,660.9	6,382.3	7,155.6	8,003.3		15,624.3		25,911.7
Satışların maliyeti	(2,213.4)	(3,747.6)	(2,820.0)	(3,577.3)	(3,747.6)	(3,734.6)	(4,237.9)	(4,784.5)	(5,369.7)	(6,007.0)		(11,460.5)		(18,999.9)
Devir Hızı (Gün)														
Alacak tahsil süresi (A)	20	17	30	32	32	32	32	32	32	32		32		32
Stok devir süresi (B)	8	6	6	6	6	6	6	6	6	6		6		6
Borç ödeme süresi (C)	78	66	114	86	86	86	86	86	86	86		86		86
Nakit çevirim süresi (A + B - C)	(51)	(42)	(79)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)		(49)		(49)
Dönem gün sayısı	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365		365		365
Brüt kar marjı	24.0%	29.8%	26.0%	25.3%	26.5%	25.2%	25.1%	25.0%	25.0%	24.9%		26.6%		26.7%
Hasılat büyüme oranı	n/a	83.4%	(28.7%)	25.8%	6.4%	(2.1%)	13.4%	12.7%	12.1%	11.8%		11.7%		9.4%

- 2021 yılından itibaren ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresi üzerinden hesaplanmıştır. Alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresi tahmin döneminde sırasıyla 32, 6 ve 86 gün olarak hesaplanmıştır.
- 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılları için alacak tahsil süresi, ticari alacakların satış gelirleri içindeki yüzdeleri ile dönemdeki gün sayısı (365 gün) hesaba katılarak belirlenmiş olup, devam eden dönemler için alacak tahsil süresi 2020 yılına eşit olacak şekilde yansıtılmıştır. 2018 yılında Şirket'in TL 1,254 milyon tutarındaki %100 hissesine sahip Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye verilen borç karşılığında alınan çek ticari alacaklar içinden çıkarılmıştır.
- Stok devir süresi 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılları için stokların satışların maliyetine oranıyla dönemdeki gün sayısına (365 gün) göre hesaplanmış ve devam eden dönemler için stok devir süresi 2020 yılına eşit olacak şekilde yansıtılmıştır.
- Borç ödeme süresi de ticari borçların 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılları için satışların maliyeti ve dönemdeki gün sayısı göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır. Ticari borçlar içinde en büyük bölümü BOTAŞ'a ödenen aylık gaz tedarik faturaları oluşturmaktadır. Kış aylarında hava sıcaklığının düşmesiyle birlikte yıl sonlarında BOTAŞ'tan tedarik edilen gaz miktarları artmaktadır. Borç ödeme süresi yılsonu mevsimsellikten kaynaklı olarak 2021 ve sonrası için 2020 yılına eşit olacak şekilde tahmin edilmiştir.



Gelir Yaklaşımı | Net İşletme Sermayesi

Net İşletme Sermayesi

₺ m	31 Aralık				31 Aralık									
	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	...	2032 T	...	2037 T
Ticari alacaklar	159.9	252.3	314.8	417.0	443.9	434.6	492.7	555.5	622.8	696.5		1,359.8		2,255.2
Stoklar	45.8	62.7	42.8	54.4	57.0	56.8	64.5	72.8	81.7	91.4		174.3		289.0
Ticari borçlar (-)	(474.0)	(673.2)	(884.0)	(845.2)	(885.4)	(882.4)	(1,001.3)	(1,130.4)	(1,268.7)	(1,419.3)		(2,707.8)		(4,489.1)
Net ticari işletme sermayesi	(268.3)	(358.2)	(526.4)	(373.8)	(384.5)	(391.0)	(444.1)	(502.2)	(564.3)	(631.3)		(1,173.6)		(1,944.9)
Diğer dönen varlıklar	144.1	211.1	333.2	277.3	295.2	289.0	327.6	369.3	414.1	463.2		904.2		1,499.5
Diğer kısa vadeli yükümlülükler (-)	(441.1)	(580.8)	(587.3)	(580.2)	(470.1)	(371.2)	(353.8)	(242.5)	(156.9)	(175.5)		(334.9)		(555.2)
Net diğer işletme sermayesi	(297.0)	(369.7)	(254.1)	(302.9)	(174.9)	(82.2)	(26.2)	126.9	257.2	287.6		569.3		944.3
Net İşletme Sermayesi	(565.3)	(727.9)	(780.5)	(676.7)	(559.4)	(473.2)	(470.3)	(375.3)	(307.1)	(343.7)		(604.4)		(1,000.6)
Hasılat oranı (%)	(19.4%)	(13.6%)	(20.5%)	(14.1%)	(11.0%)	(9.5%)	(8.3%)	(5.9%)	(4.3%)	(4.3%)		(3.9%)		(3.9%)
Net işletme sermayesindeki değişim	n/a	(162.6)	(52.6)	103.8	117.2	86.3	2.9	95.0	68.2	(36.7)		(49.6)		(86.0)
Hasılat	2,912.4	5,340.0	3,809.5	4,791.9	5,100.9	4,993.8	5,660.9	6,382.3	7,155.6	8,003.3		15,624.3		25,911.7
Satışların maliyeti	(2,213.4)	(3,747.6)	(2,820.0)	(3,577.3)	(3,747.6)	(3,734.6)	(4,237.9)	(4,784.5)	(5,369.7)	(6,007.0)		(11,460.5)		(18,999.9)
Devir Hızı (Gün)														
Alacak tahsil süresi (A)	20	17	30	32	32	32	32	32	32	32		32		32
Stok devir süresi (B)	8	6	6	6	6	6	6	6	6	6		6		6
Borç ödeme süresi (C)	78	66	114	86	86	86	86	86	86	86		86		86
Nakit çevirim süresi (A + B - C)	(51)	(42)	(79)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)	(49)		(49)		(49)
Dönem gün sayısı	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365		365		365
Brüt kar marjı	24.0%	29.8%	26.0%	25.3%	26.5%	25.2%	25.1%	25.0%	25.0%	24.9%		26.6%		26.7%
Hasılat büyüme oranı	n/a	83.4%	(28.7%)	25.8%	6.4%	(2.1%)	13.4%	12.7%	12.1%	11.8%		11.7%		9.4%

- Diğer dönen varlıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler altındaki diğer yükümlülükler, 2021 itibarıyla sırasıyla hasılat ve satışların maliyetindeki büyümeye paralel olacak şekilde tahmin edilmiştir.
- Diğer kısa vadeli yükümlülükler altında görülen gelecek aylara ait gelirler ön ödemeli sayaç gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucu ön ödemeli sayaçların mekanik sayaçlara geçişi 2025 yılında tamamlanacaktır. Bu nedenle gelecek aylara ait gelirlerin 2025 sonunda sıfırlanacağı varsayılmıştır.



Gelir Yaklaşımı | Yatırımlar ve Amortisman

Yatırımlar ve Amortisman

₺ m		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Yatırımlar	<i>Ekonomik ömür</i>									
Mevcut Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22.0	1,869.5								
Yeni Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22.0	251.4	110.6	98.4	37.3	41.7	81.0	81.3	294.4	296.4
Mevcut Yatırım Harcamalarına ilişkin İtfalar		(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)
Yeni Yatırım Harcamalarına ilişkin İtfalar		(11.4)	(16.5)	(20.9)	(22.6)	(24.5)	(28.2)	(31.9)	(45.3)	(58.8)
Toplam Amortisman Gideri (2022 yılı başı fiyatlarla)		(96.4)	(101.4)	(105.9)	(107.6)	(109.5)	(113.2)	(116.9)	(130.3)	(143.7)

Yatırımlar ve Amortisman

₺ m		2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T ...	2032 T ...	2037 T
Yatırımlar	<i>Ekonomik ömür</i>								
Mevcut Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22.0								
Yeni Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22.0	503.1	664.2	424.0	573.4	458.8	542.7	697.6	570.2
Mevcut Yatırım Harcamalarına ilişkin İtfalar		(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	(85.0)	-
Yeni Yatırım Harcamalarına ilişkin İtfalar		(81.6)	(111.8)	(131.1)	(157.1)	(178.0)	(202.7)	(341.3)	(455.1)
Toplam Amortisman Gideri (2022 yılı başı fiyatlarla)		(166.6)	(196.8)	(216.1)	(242.1)	(263.0)	(287.6)	(426.3)	(455.1)

- Geçmiş yıllara dair amortisman hesaplaması için tarife dönemi başı baz varlık tabanı dikkate alınmıştır.
- Yeni yapılacak olan yatırımların ekonomik ömrü 22 yıl olarak varsayılmıştır.
- Tarifeye esas net yatırım tutarları 2012-2020 yılları arasında BYBO %2.1'lik artışla 2020 yılında 296.4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yatırım harcamalarının 2021 yılında bir önceki yıla göre %69.7 oranında artması beklenmektedir. 2022-2037 tarife döneminde yapılacak olan yatırımların BYBO %1.0 oranında azalması ve 2037 yılında 570.2 milyon TL olarak gerçekleşmesi öngörülmektedir.



Gelir Yaklaşımı | Güvence Bedeli Hareket Tablosu

Güvence Bedeli Hareket Tablosu

₺ m	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T ...	2032 T ...	2037 T
Açılış Bakiyesi	n/a	483.0	700.8	865.4	1,078.5	1,241.0	1,401.9	1,582.6	1,780.6	1,995.9	3,885.4	6,635.3
Abonelerden Alınan Güvence Bedelleri (net)	58.1	96.0	117.5	130.0	36.4	39.3	41.9	44.5	47.9	51.5	79.3	112.6
Cari Dönem Güncelleme Farkı	n/a	121.9	47.0	83.1	126.2	121.6	138.8	153.5	167.4	187.6	365.2	623.7
Kapanış Bakiyesi	483.0	700.8	865.4	1,078.5	1,241.0	1,401.9	1,582.6	1,780.6	1,995.9	2,235.0	4,330.0	7,371.6

- Dağıtım şebekesine yeni bağlanan ve sözleşme imzalayan abonelerden alınan güvence bedelleri Şirket'e nakit girdisi sağlamaktadır. EPDK tarafından açıklanan birim bedel üzerinden abonelerden toplanan güvence bedelleri, açıklanan metodoloji doğrultusunda her yıl enflasyon artış oranı ile güncellenmekte ve abone çıkışı olduğunda güvence bedeli güncel bedel üzerinden aboneye iade edilmektedir.
- 2021 yılı için abone başına güvence bedeli Yönetim tarafından tahmin edilmiştir. 2022 ve sonrası için 2021 yılındaki tutar yıllar itibarıyla enflasyon oranında artırılmıştır. Yıllık tahsil edilen toplam güvence bedeli öngörülen abone başına birim bedel ile abone projeksiyonunda yer alan yeni sözleşmeli abone sayısı çarpılarak hesaplanmıştır.
- Cari dönem güncelleme farkı enflasyon oranında artırılarak, güvence bedeli kapanış bakiyesi tahmini yapılmıştır.



Gelir Yaklaşımı | İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı

₺ m	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	...	2032 T	...	2037 T	Dönem Sonu
FAVÖK	929.1	736.4	860.6	984.0	1,120.2	1,275.4		2,958.2		5,145.3	
Eksi: Amortisman ve itfa	(166.6)	(206.4)	(249.0)	(306.3)	(364.5)	(436.1)		(1,108.2)		(1,853.7)	
FVÖK	762.5	530.0	611.6	677.7	755.7	839.2		1,850.0		3,291.5	
Vergi gideri	0%	-	-	-	-	-		-		-	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	762.5	530.0	611.6	677.7	755.7	839.2		1,850.0		3,291.5	
Artı: Amortisman ve itfa	166.6	206.4	249.0	306.3	364.5	436.1		1,108.2		1,853.7	
Artı: Güvence bedeli	36.4	39.3	41.9	44.5	47.9	51.5		79.3		112.6	
Eksi: Yatırımlar	(516.2)	(778.8)	(580.0)	(820.9)	(736.5)	(933.7)		(2,012.8)		(2,648.2)	
Eksi: İşletme sermayesindeki değişim	(117.2)	(86.3)	(2.9)	(95.0)	(68.2)	36.7		49.6		86.0	
Serbest Nakit Akımı	332.0	(89.3)	319.6	112.6	363.4	429.8		1,074.3		2,695.6	
Varlık tabanı											23,016.6
Kısmi yıl düzeltmesi	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00		1.00		0.65	1.0
İskonto Yıl Sayısı	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50		11.50		16.33	16.67
İskonto Faktörü	21.2%	0.91	0.75	0.62	0.51	0.42		0.11		0.04	0.04
İndirgenmiş Nakit Akımı	301.9	(67.0)	197.9	57.6	153.3	149.6		118.2		76.0	938.2

İndirgenmiş nakit akım toplamı	2,517.5
Dönem sonu DVT değeri	938.2
İmtiyaz Hakkı Değeri	3,455.7

Duyarlılık Analizi

₺ m		
AOSM	20.2%	3,773.4
	21.2%	3,455.7
	22.2%	3,173.4

- Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ışığında hazırlanan iş planı doğrultusunda oluşan serbest nakit akım tahminleri ve tarafımızca hesaplanan iskonto faktörüne bağlı olarak oluşan indirgenmiş nakit akımları yukarıda sunulmuştur.
- Dönem sonu DVT değeri kapsamında 2037 yılı sonunda hesaplanan varlık tabanı nakit girişi olarak ele alınmıştır. Varlık tabanına ilişkin detaylar Ekler E4'te gösterilmektedir.
- AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylar bir sonraki sayfada sunulmuştur.
- Uygulanan iskonto oranının değişiklik göstermesine bağlı olarak duyarlılık çalışması oluşturulmuş ve Şirket'in imtiyaz hakkı değerine yönelik tahmini aralık belirlenmiştir.



Gelir Yaklaşımı | İskonto Oranı

AOSM Hesaplaması

	Kod	Ref
Risksiz Yatırım Getirisi	Rf	17.5% [a]
Sermaye Yatırımları İçin Ek Getiri	Rm-Rf	6.3% [b]
Beta (Kaldıraçlı)	β_L	0.76
Özsermaye Maliyeti	Ke	22.2%
Borçlanma Baz Oranı	Rf	17.5% [a]
Borç Primi	S	2.5% [b]
Vergi Oranı	T	- [d]
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	Kd	20.0%
Özsermaye Finansman Payı	E/EV	53.6% [c]
Borç Finansman Payı	D/EV	46.4% [c]
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		21.2%

Notlar:

[a] 12/05/2021 itibarıyla, 13/11/2030 vadeli TL cinsinden devlet tahvili getirisi.

[b] Deloitte girdisi

[c] Damodaran sektör ortalaması.

[d] T.C. Kurumlar vergisi oranı.

$$\beta_u = \beta_L / [1 + (1-T) \times D/E]$$

$$AOSM = [(D/EV \times Kd) \times (1 - T)] + (E/EV \times Ke)$$

AOSM Formülü

- AOSM aşağıdaki oranların ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir:
 - Özsermayenin piyasa değerinin beklenen maliyet oranı,
 - Finansal borçların piyasa değerinin beklenen getiri oranı.
- AOSM'nin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$AOSM = (Ke \times E/EV) + (Kd \times (1-t) \times D/EV)$$

Ke	– özsermaye maliyeti
Kd	– borçlanma maliyeti (vergi öncesi)
E/EV, D/EV	– hedeflenen özsermaye ve borç ağırlığı
t	– marjinal vergi oranı

- Özsermaye maliyeti ("Ke") Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ("CAPM") baz alınarak hesaplanmıştır.

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Rs$$

Rf	– risksiz yatırım getirisi
β	– beta
Rm – Rf	– hisse risk primi
Rs	– ek şirket risk primi

İskonto Oranının Belirlenmesi

- Gelecekte beklenen nakit akımların bugüne indirgenmesinde uygulanan iskonto oranı yukarıdaki tabloda sunulduğu şekilde hesaplanmıştır.
- Risksiz yatırım getirisi oranı olarak T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihraç ettiği 12 Mayıs 2021 itibarıyla 13 Kasım 2030 vadeli TL tahvili olan %17.5 dikkate alınmıştır.
- Özsermaye ve borç ve finansman payları ile kaldıraçsız beta hesaplanırken, Damodaran'ın veri tabanından alınan global "kamu hizmeti" sektörü dikkate alınmıştır.
- Uygulanan varsayımlar neticesinde AOSM %21.2 olarak hesaplanmıştır.



Ekler

Yönetici Özeti	4
Makroekonomik Görünüm	12
Sektör Hakkında	14
Şirket Hakkında	23
Şirket Finansalları	26
Tarife Tahmini	29
Gelir Yaklaşımı	35
Ekler	45



Ekler | E1: Raporun Amacı ve Kapsamı

Raporun Amacı ve Kapsamı

- Bu raporun amacı 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılacak finansal raporlamalarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesidir.
- Raporumuz sadece Başkentgaz yönetiminin kullanımı için hazırlanmıştır. Rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz. Raporumuz herhangi bir yatırım ya da finansman kararına bir dayanak teşkil etmemelidir.
- İşbu raporun finansal raporlama faaliyetleri doğrultusunda Başkentgaz'ın denetçileriyle paylaşılmasını onaylamaktayız.
- Çalışmamız aşağıdaki hususları içermiştir:
 - Şirket'in finansal yapısının, geçmiş mali tablolarının ve faaliyet sonuçlarının gözden geçirilmesi;
 - Şirket'in faaliyetlerine ilişkin olarak üst düzey yöneticiler ile görüşmelerin yapılması;
 - Sektör ile ilgili yayınlanan piyasa verileri ve diğer halka açık bilgilerin gözden geçirilmesi;
 - Doğalgaz dağıtım hakkına ilişkin nakit akım projeksiyonlarının hazırlanması;
 - Bunun sonucunda Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının tahmini gerçeğe uygun değerini gösteren bir açıklamalı raporun hazırlanması.

- Gerek verilerin muhtevası ve hazırlanması süreciyle ilgili olarak Şirket yönetimiyle çeşitli görüşmeler yapılmıştır. Görüşmeler çoğunlukla aşağıda belirtilen kişilerle gerçekleşmiştir:
 - İsmail Kazanç – Torunlar GYO, Mali İşler Direktörü
 - Asım Yüksel – Başkentgaz, GM
 - Recep Denizci – Başkentgaz, Mali İşler Direktörü

Kapsam Sınırlamaları

- Değerleme çalışmasında dikkate alınan mali tablolar tarafımızca denetlenmemiş olup, bu mali tablolarla ilgili herhangi bir görüş bildirmemekteyiz. Bununla beraber tarafımıza sunulan nakit akım projeksiyonları çerçevesinde kullanılan varsayımların gerçeğe uygunluğu tarafımızca incelenmemiştir veya teyit edilmemiştir.
- Çalışmamız, belirli bir satış veya alış önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkı için bir gerçeğe uygun değer aralığı tahmin edilmesi hususunda Başkentgaz yönetimine ve hissedarlarına yardımcı olmaya yöneliktir.
- Prosedürlerimizin kapsamının, doğalgaz dağıtım hakkının herhangi bir alış veya satış amacına yönelik olarak yeterli olduğuna dair herhangi bir görüş bildirmemekteyiz ve özellikle belirtmek isteriz ki çalışmalarımız, herhangi bir muhtemel alıcı/finansman sağlayıcı ve satıcının doğalgaz dağıtım hakkının gerçek durumundan ve sahip olduğu potansiyelden emin olmak için yapılmasını gerekli göreceği bir mali durum tespit (due diligence) çalışması sorumluluğuyla eş değer değildir.



Ekler | E2: Değer Tanımı

Değer Tanımı

- Değerleme analizine başlanmadan önce değer tanımı doğru bir şekilde yapılmış olması gerekir. Değer kavramı genel olarak iki başlık altında incelenebilir:
 - El Değiştirme Değeri (Value-in-exchange)
 - Kullanım Değeri (Value-in-use)
- El Değiştirme Değeri; piyasadaki alıcı, satıcı ve yatırımcıların girişimleri sonucu ortaya çıkar ve satılmaya konu varlığın tek başına satılacağı değeri ifade eder. Kullanım Değeri ise satılmaya konu varlığın işletmenin sürekliliği prensibi çerçevesinde sağladığı değeridir ve söz konusu varlığın işletmenin karlılığına olan katkısını ifade eder.
- Bu iki tanımın Gerçeğe Uygun Değer'in tahmin edilmesi üzerinde önemli etkileri olabilir. Bir varlık ya da işletmenin bir El Değiştirme Değeri ve tamamen farklı bir Kullanım Değeri olabilir. Bazı özel amaçlara sahip şirketler tek başlarına satışa konu olduklarında El Değiştirme Değerleri çok düşük olabilir. Ancak bu varlık ya da işletmelerin devam etmekte olan ticari faaliyete önemli katkıları olabilir. Bu durum, işletmenin sürekliliği kavramı çerçevesinde söz konusu varlık ya da işletme için daha yüksek bir Kullanım Değerini işaret edebilir.
- Çalışmamız, El Değiştirme Değerini esas aldığından tüm grup içi işlemlerin piyasa koşullarına uygun olarak (arm's length) gerçekleşeceğini varsaymış bulunmaktayız.

Gerçeğe Uygun Değerin Tanımı

- “Gerçeğe Uygun Değer”, TFRS 13 standardı kapsamında aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

«piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat»
- Bu tanımdan anlaşıldığı üzere gerçeğe uygun değer serbest piyasada satışa sunulan hisseler için gerçekleştirilecek alış veya satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.
- Çalışmamızın amacı belli sebeplerden dolayı hisselerle yüksek fiyatlı teklif vermek isteyen bir alıcı bulmak değildir. Gerçekte bu gibi “özel alıcılar” çeşitli sebeplerle bulunabilmektedir. Bu sebeplere örnek olarak azalan veya tamamen yok olan rekabet ortamı, hammadde tedarik veya satışına ilişkin oluşabilecek fiyat avantajları, şirket birleşmesinin alıcıya sağlayacağı maliyet avantajları veya diğer sinerjiler verilebilir. Bu tarz özel bir alıcının tarafımızca tespit edilmesini talep etmeniz durumunda, bu husus ayrı ve ilave bir sözleşme konusu olacaktır.

İşletmenin Sürekliliği Prensibi

- İşletmenin sürekliliği şu şekilde tanımlanmıştır:

«Gelecekte süresiz bir şekilde faaliyet te bulunması beklenen bir ticari işletme»

Solo Bazda Raporlama Prensibi

- Solo bazda raporlama şu şekilde tanımlanmıştır:

«Kendi başına faaliyet göstermeye ehil, herhangi bir stratejik, sinerji ve/veya kontrol primi içermeyen işletme değeri».



Ekler | E3: Beyan

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden Danışmanlık Şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerleme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmasını SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"ine uygun olarak gerçekleştirdiğimizi,
- Değerleme çalışmasını talep eden Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş ile Kurumumuz arasında değerleme hizmeti sözleşmesi imzalandığını,
- Değerleme çalışmasını talep eden Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş 'ye aynı zamanda bağımsız denetim hizmeti verilmediğini,
- Değerleme çalışmasını talep eden Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş ile Kurumumuz arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmadığını, beyan ederiz.



Ekler | E4: Varlık Tabanı

Varlık Tabanı Hesaplaması

₺ m	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T ...	2032 T ...	2037 T
Tarife Yılı Başı Varlık Tabanı	2,473.7	2,941.1	3,149.0	3,480.3	3,676.1	4,520.5	5,535.2
Tarifeye Esas Net Yatırım Tutarı	664.2	424.0	573.4	458.8	542.7	697.6	570.2
Yatırımların İtfası	(196.8)	(216.1)	(242.1)	(263.0)	(287.6)	426.3	455.1
Tarife Yıl Sonu Düzenlenmiş Varlık Tabanı (2022 fiyatlarıyla)	2,941.1	3,149.0	3,480.3	3,676.1	3,931.1	4,791.8	5,650.4
Tüketici Fiyatı Endeksi (TL, ortalama)	11.7%	9.8%	9.9%	9.7%	9.4%	9.4%	9.4%
Tüketici Fiyatı Endeksi (TL, kümülatif)	1.05	1.15	1.27	1.39	1.52	2.60	4.07
Tarife Yıl Sonu Düzenlenmiş Varlık Tabanı (Nominal)	3,085.2	3,628.8	4,403.4	5,095.0	5,960.6	12,455.8	23,016.6



Ekler | E5: Değerleme Sonuçları

İNA Analizi – Kurumlar Vergisi Uygulanmış

İndirgenmiş Nakit Akımı

₺ m	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	...	2032 T	...	2037 T	Dönem Sonu
FAVÖK	929.1	736.4	860.6	984.0	1,120.2	1,275.4		2,958.2		5,145.3	
Eksi: Amortisman ve itfa	(166.6)	(206.4)	(249.0)	(306.3)	(364.5)	(436.1)		(1,108.2)		(1,853.7)	
FVÖK	762.5	530.0	611.6	677.7	755.7	839.2		1,850.0		3,291.5	
Vergi gideri	(190.6)	(121.9)	(122.3)	(135.5)	(151.1)	(167.8)		(370.0)		(658.3)	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	571.9	408.1	489.3	542.1	604.6	671.4		1,480.0		2,633.2	
Artı: Amortisman ve itfa	166.6	206.4	249.0	306.3	364.5	436.1		1,108.2		1,853.7	
Artı: Güvence bedeli	36.4	39.3	41.9	44.5	47.9	51.5		0.1		0.1	
Eksi: Yatırımlar	(516.2)	(778.8)	(580.0)	(820.9)	(736.5)	(933.7)		(2.0)		(2.6)	
Eksi: İşletme sermayesindeki değişim	(117.2)	(86.3)	(2.9)	(95.0)	(68.2)	36.7		49.6		86.0	
Serbest Nakit Akımı	141.4	(211.2)	197.3	(22.9)	212.2	262.0		2,635.8		4,570.4	
Varlık tabanı											23,016.6
Kısmi yıl düzeltmesi	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00		1.00		0.65	-
İskonto Yıl Sayısı	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50		11.50		16.33	16.67
İskonto Faktörü	0.92	0.77	0.64	0.54	0.45	0.38		0.13		0.06	0.05
İndirgenmiş Nakit Akımı	129.5	(162.1)	127.0	(12.4)	95.9	99.2		92.5		73.9	1,212.5

İndirgenmiş nakit akım toplamı	1,766.8
Dönem sonu DVT değeri	1,212.5
İmtiyaz Hakkı Değeri	2,979.3

Duyarlılık Analizi

₺ m	
AOSM	18.3% 3,313.4
	19.3% 2,979.3
	20.3% 2,685.2

- Şirket'in kurumlar vergisine tabi tutulduğu senaryo ışığında oluşan serbest nakit akım tahminleri ve tarafımızca hesaplanan iskonto faktörüne bağlı olarak oluşan indirgenmiş nakit akımları yukarıda sunulmuştur. AOSM hesaplaması sonraki sayfada sunulmaktadır.
- Kurumlar vergisi 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 ve 2023 ve sonraki yıllar için %20 oranında kullanılmıştır.



Ekler | E5: Değerleme Sonuçları

AOSM – Kurumlar Vergisi Uygulanmış

AOSM Hesaplaması

	Kod		Ref
Risksiz Yatırım Getirisi	Rf	17.5%	[a]
Sermaye Yatırımları İçin Ek Getiri	Rm-Rf	6.3%	[b]
Beta (Kaldıraçlı)	β L	0.76	
Özsermaye Maliyeti	Ke	22.2%	
Borçlanma Baz Oranı	Rf	17.5%	[a]
Borç Primi	S	2.5%	[b]
Vergi Oranı	T	20.0%	[d]
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	Kd	20.0%	
Özsermaye Finansman Payı	E/EV	53.6%	[c]
Borç Finansman Payı	D/EV	46.4%	[c]
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		19.3%	

Notlar:

[a] 12/05/2021 itibarıyla, 13/11/2030 vadeli TL cinsinden devlet tahvili getirisi.

[b] Deloitte girdisi

[c] Damodaran sektör ortalaması.

[d] T.C. Kurumlar vergisi oranı.

$$\beta_u = \beta_L / [1 + (1-T) \times D/E]$$

$$AOSM = [(D/EV \times Kd) \times (1 - T)] + (E/EV \times Ke)$$

AOSM Formülü

- AOSM aşağıdaki oranların ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir:
 - Özsermayenin piyasa değerinin beklenen maliyet oranı,
 - Finansal borçların piyasa değerinin beklenen getiri oranı.
- AOSM'nin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$AOSM = (Ke \times E/EV) + (Kd \times (1-t) \times D/EV)$$

Ke	– özsermaye maliyeti
Kd	– borçlanma maliyeti (vergi öncesi)
E/EV, D/EV	– hedeflenen özsermaye ve borç ağırlığı
t	– marjinal vergi oranı

- Özsermaye maliyeti ("Ke") Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ("CAPM") baz alınarak hesaplanmıştır.

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Rs$$

Rf	– risksiz yatırım getirisi
β	– beta
Rm – Rf	– hisse risk primi
Rs	– ek şirket risk primi

İskonto Oranının Belirlenmesi

- Risksiz yatırım getirisi oranı olarak T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın ihraç ettiği 12 Mayıs 2021 itibarıyla 13 Kasım 2030 vadeli TL tahvili olan %17.5 dikkate alınmıştır.
- Özsermaye ve borç ve finansman payları ile kaldıraçsız beta hesaplanırken, Damodaran'ın veri tabanından alınan global "kamu hizmeti" sektörü dikkate alınmıştır.
- Uygulanan varsayımlar neticesinde AOSM %19.3 olarak hesaplanmıştır.



Ekler | E6: Kısaltmalar

ABA	Abone Bağlantı Anlaşması	İNA	İndirgenmiş nakit akımı
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	KDV	Katma Değer Vergisi
BBS	Bağımsız Birim Sayısı	LNG	Liquefied Natural Gas
BOTAŞ	Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi	SKB	Sistem Kullanım Bedeli
BYBO	Bileşik Yıllık Büyüme Oranı	TCBM	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
DGPK	Doğal Gaz Piyasası Kanunu	TL	Türk Lirası
EGO	Ankara Elektrik, Havagazı ve Otobüs İşletme Müessesesi	TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
EIU	Economist Intelligence Unit	UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu	VUK	Vergi Usul Kanunu
FAVÖK	Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kar	Yİ – ÜFE	Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar		
FSRU	Floating Storage Regasification Unit		
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla		

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL (“Deloitte Global” olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirkettir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150’den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte’un 225.000’i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, “Deloitte Network” olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.