



**BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
01.01.2021-30.09.2021**

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin
Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan Gerçekleşme Ve
Değerlendirme Raporu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 No'lu Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca hazırlanmıştır.

1. RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ :

Bu rapor, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş (“Başkentgaz” veya “ŞİRKET”) hisselerinin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içermekte olup, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. fıkrası gereğince Başkentgaz Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

Açıklama :

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER :

Başkentgaz GYO A.Ş paylarının halka arzı öncesinde halka arz fiyatı, Garanti BBVA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 17 Mayıs 2021 tarihinde hazırlanan ve 28 Mayıs 2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (“KAP”) yayınlanan fiyat tespit raporunda ‘UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nden Pazar Yaklaşımı’ (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemi kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nin 50.9 maddesinde belirtilen hususlar dikkate alınarak halka arza ilişkin hazırlanan İzahname’nin ekinde yer alan Teknik Danışman Raporu’nda verilen veriler baz alınarak Başkentgaz’ın 4. tarife döneminin sonu olan 31 Aralık 2036’ya kadar nakit akış projeksiyonu yapılmıştır.

Şirket’in doğalgaz dağıtım lisansının süresinin 2037 yılı içerisinde bitmesinden dolayı bu tarihten sonraki gelirin miktarının ön görülmesi sağlıklı olmayabilecektir. Başkentgaz’ın lisans süresinin bitmesinin ardından, Türkiye’deki elektrik dağıtım şirketlerinden farklı olarak, dağıtım ağının mülkiyetine sahip olmasından dolayı devam eden değer hesaplaması yapılması gerekmektedir. Bu nedenle projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer hesabında halka arza ilişkin hazırlanan İzahname’nin ekinde yer alan Teknik Danışman Raporu’nda verilen Şirket’in 2036 yıl sonu itibarıyla sahip olması öngörülen varlık tabanının 31.03.2021 tarihine indirgenmiş değeri kullanılmıştır.

İNA analizi sonucunda Şirket Değeri, projeksiyon dönemine ilişkin değer ve projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer toplamından oluşmaktadır.

Sermaye Maliyeti/AOSM Tablosu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026+
Enflasyon	16,50%	12,30%	9,20%	8,20%	7,70%	7,50%
Risksiz Getiri Oranı	18,20%	11,40%	10,40%	9,90%	9,70%	9,70%
Beta	0,26x	0,26x	0,26x	0,26x	0,26x	0,26x
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Sermaye Maliyeti	19,60%	12,80%	11,80%	11,40%	11,10%	11,10%
AOSM	19,60%	12,80%	11,80%	11,40%	11,10%	11,10%

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucunda Başkentgaz'ın 31.03.2021 tarihi itibarıyla şirket değeri **8.016.516.833 TL** ve özsermaye değeri **9.136.394.067 TL** olarak hesaplanmıştır

Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 17 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtmaya amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %19,5 dikkate alınarak özsermaye değeri 17 Mayıs 2021 tarihine getirilmiştir.

Bu özsermaye değeri, sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanan değerlendirme faktörü ile çarpılarak değerlendirme tarihindeki özsermaye değeri **9.348.439.654 TL** olarak bulunmuştur.

İNA Özet Tablosu	('000 TL)
SNA İndirgenmiş Değer Toplamı	4.900.368
2037 Başlı Varlık Tabanı	17.467.689
İndirgenmiş Varlık Tabanı	3.116.149
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
Özsermaye Değeri (17.05.2021)	9.348.440

Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında mevcut şartlar dikkate alındığında bu değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

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 kârı 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.

İD/FAVÖK oranı hesaplaması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate alınmıştır. Dolayısıyla hesaplanan FAVÖK değerleri 31.03.2020-31.03.2021 tarihleri arasında hesaplanan 12 aylık finansal verilere dayanmaktadır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK ortalamaları Başkentgaz'ın son 12 aylık (31.03.2020-2021) FAVÖK rakamı ile çarpılarak Başkentgaz'ın şirket değerine ulaşılmıştır. Benzer şirket çarpan değerleri 14 Mayıs 2021 kapanış itibarıyla "Capital IQ" platformundan elde edilmiştir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 30.12 maddesinin f bendi uyarınca kullanılan çeşitli değerlendirme ölçütleri (yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler çarpanları) ağırlıklandırılmıştır. Bu kapsamda yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarındaki farklılıklar da göz önüne alınarak yurtiçi çarpanlara daha fazla ağırlık verilmiştir.

Sonuç olarak pazar yaklaşımı kapsamında Başkentgaz'ın şirket değeri **7.351.270.685 TL** olarak hesaplanmıştır. Finansal borçlara, güvence bedellerine, ön ödemeli sayaç yükümlülüğüne ilişkin düzeltmeler sonrasında özkaynak değeri değerlendirme tarihi itibarıyla **8.471.147.919 TL** olarak hesaplanmıştır.

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

	FD/FAVÖK Çarpanı	31.03.2021 LTM FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurt içi Benzer Şirketler (%80)	7,86x	841.026.965	6.607.357.609
Yurtdışı Benzer Şirketler (%20)	12,3x	841.026.965	10.326.922.990
Hesaplanan Şirket Değeri			7.351.270.685
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
Özsermaye Değeri			8.471.147.919

Halka arza ilişkin olarak diğer detay bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Şirket internet sayfası üzerinden yayınlanan bilgi ve dökümanlar vasıtası ile paylaşılmıştır.

Değerleme Sonucu:

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in regüle öngörülebilir bir sektörde faaliyet göstermesi dolayısıyla Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır. Bu yöntemler sonucunda hesaplanan şirket değeri ve özsermaye değeri aşağıda gösterilmiştir.

Çarpan Analizi Tablosu

	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi	9.348.439.654	50%	4.674.219.827
Çarpan Analizi Yöntemi	8.471.147.919	50%	4.235.573.959
	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		8.909.793.786

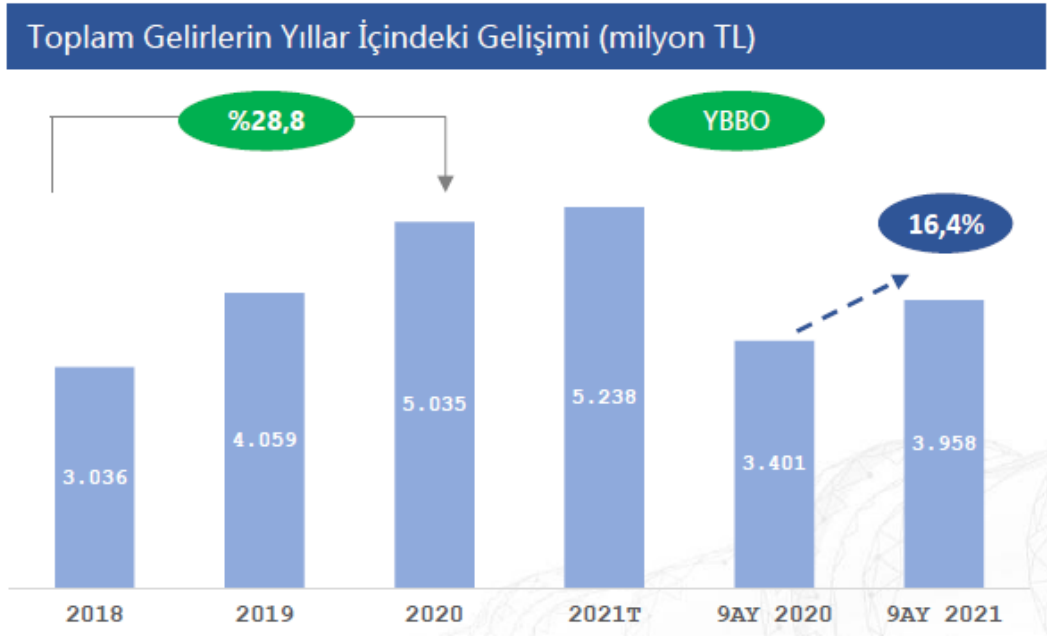
Belirtilen ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi hesaplanan özsermaye değeri **8.909.793.786 TL**'dir. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden belirlenen fiyata göre hesaplanan iskonto oranı aşağıda gösterilmiştir.

Halka Arz Fiyatı ve İskontosu

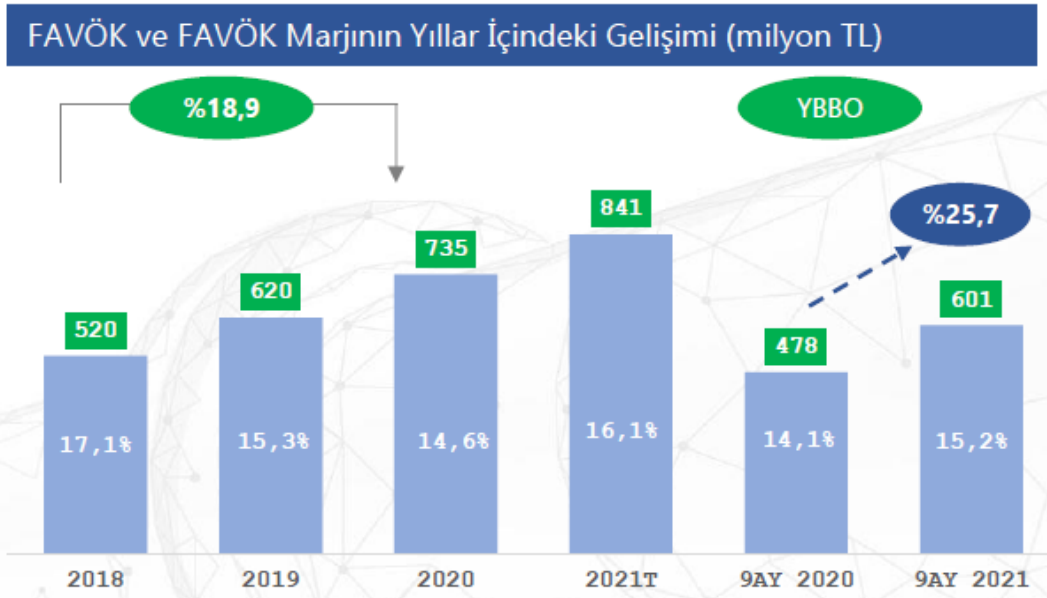
	Özet
Hesaplanan Özkaynak Değeri	8.909.793.786
Başkentgaz Ödenmiş Sermayesi	700.000.000
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer	12,73
Halka Arz Fiyatı	9,72
Halka Arz İskonto Oranı	23,65%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	6.802.627.556

Değerleme 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 hesaplanmıştır.

3. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ :



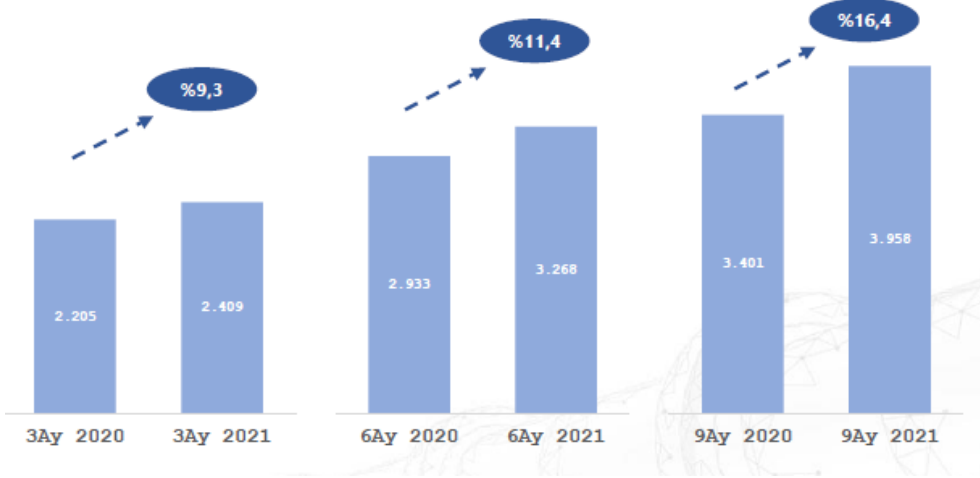
Şirket'in, 30.09.2020 tarihi itibarıyla toplam gelirleri 3.401 milyon TL, 30.09.2021 tarihi itibarıyla 3.958 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılı için 5.238 milyon TL toplam gelir hedeflemektedir.



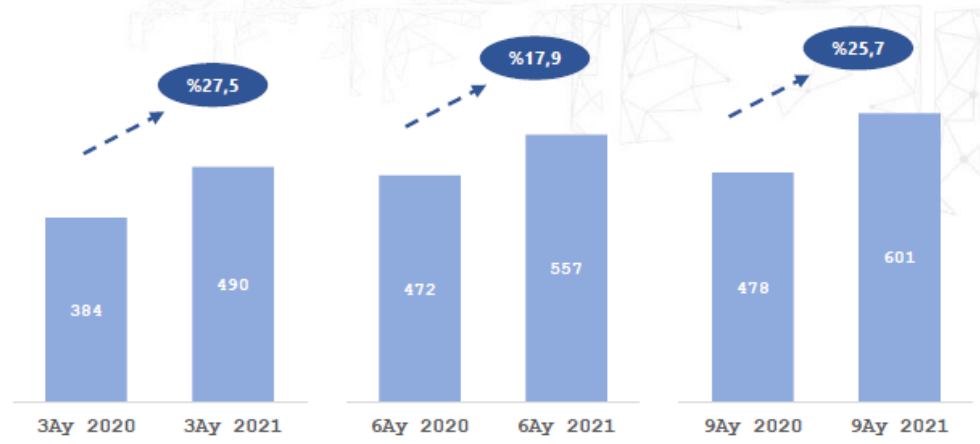
Şirket'in, 31.03.2021 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı 841 milyonTL olarak öngörülmüş olup, 30.09.2020 tarihi itibarıyla 478 milyon TL, 30.09.2021 tarihi itibarıyla 601 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

* 2021 yılı 31.03.2021 itibarıyla son 12 aylık tahmin

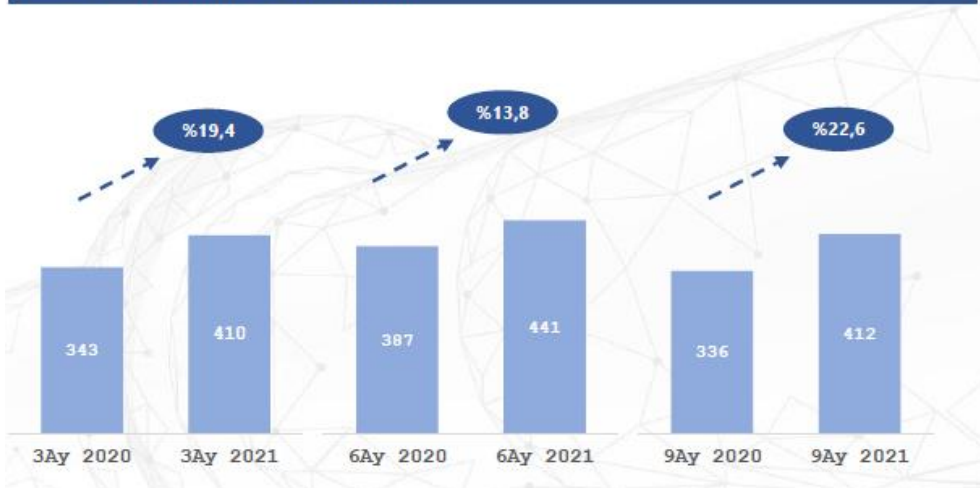
2020-21 Toplam Gelirler Karşılaştırılması



2020-21 FAVÖK Karşılaştırılması



2020-21 Net Kar Karşılaştırılması



Doğalgaz dağıtım sektörü, doğalgazın mevsimsel tüketimi nedeni ile sezonsal olarak etkilenmektedir. Yaz dönemlerinde özellikle ısınma amaçlı tüketimler azalmakta, kış döneminde ise ısınma amaçlı tüketimler artmaktadır.

Sistem Kullanım Bedelleri, düzenleyici otorite (EPDK) tarafından belirlenmekte olup elde edilen sistem kullanım bedelleri ile oluşan gelirin ana kısmı 0-100.000 m3 kademesi tüketimlerinden elde edilmektedir. Tüketimin aksine kış döneminde yatırımlar yavaşlamakta, yaz döneminde ise hızlanmaktadır.

4. SONUÇ ve DEĞERLENDİRME :

Sektörün doğası gereği, doğalgaz tüketimi iklim etkileri nedeni ile dalgalanma ve sezonsal değişimler gösterebilmektedir. Şirketimiz, dağıtılabilir gelirin tamamını temettü olarak dağıtmayı amaçlayan cazip bir temettü politikası uygulanmasını öngörmekte olup iş hedef ve stratejilerini uygulamak suretiyle nakit temettü ödeyebilme kapasitesini en üst seviyeye çıkarmak üzere, güçlü nakit üretimi ile büyüme ve marjın korunmasına odaklanmaktadır. 2021 yılı için fiyat tespit raporunda belirlenen hedeflere ulaşılacağı öngörülmektedir.

Bilgilerinize sunarız

Saygılarımızla

Denetimden Sorumlu Komite

Celal Altunkaynak

Başkan

İlhami Özşahin

Üye