



## **BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**

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 doğal gaz dağıtım lisansının süresinin 2037 yılı içerisinde bitmesinden dolayı bu tarihten sonraki gelirin miktarının ön görülmesi sağlıklı olamayabilecektir. 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%        |
| <b>AOSM</b>          | <b>19,60%</b> | <b>12,80%</b> | <b>11,80%</b> | <b>11,40%</b> | <b>11,10%</b> | <b>11,10%</b> |

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.

| <b>İNA Özet Tablosu</b>              | <b>('000 TL)</b> |
|--------------------------------------|------------------|
| <b>SNA İndirgenmiş Değer Toplamı</b> | <b>4.900.368</b> |
| 2037 Başlı Varlık Tabanı             | 17.467.689       |
| <b>İndirgenmiş Varlık Tabanı</b>     | <b>3.116.149</b> |
| <b>Şirket Değeri</b>                 | <b>8.016.517</b> |
| Güvence Bedelleri (-)                | (481.770)        |
| Ön Ödemeli Savaş Yükümlülüğü (-)     | (335.049)        |
| Finansal Borçlar (-)                 | (780.960)        |
| Nakit ve Finansal Yatırımlar (+)     | 2.717.656        |
| <b>Özsermaye Değeri (31.03.2021)</b> | <b>9.136.394</b> |
| Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü   | 1,02             |
| <b>Özsermaye Değeri (17.05.2021)</b> | <b>9.348.440</b> |

## 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           |
| <b>Hesaplanan Şirket Değeri</b>  |                  |                      | <b>7.351.270.685</b>     |
| Finansal Borç (-)                |                  |                      | 780.959.871              |
| Güvence Bedelleri (-)            |                  |                      | 481.770.243              |
| Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (-) |                  |                      | 335.048.754              |
| Nakit ve Nakit Benzerleri (+)    |                  |                      | 2.717.656.102            |
| <b>Özsermaye Değeri</b>          |                  |                      | <b>8.471.147.919</b>     |

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               |
|                        | <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b> |         | <b>8.909.793.786</b>        |

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.

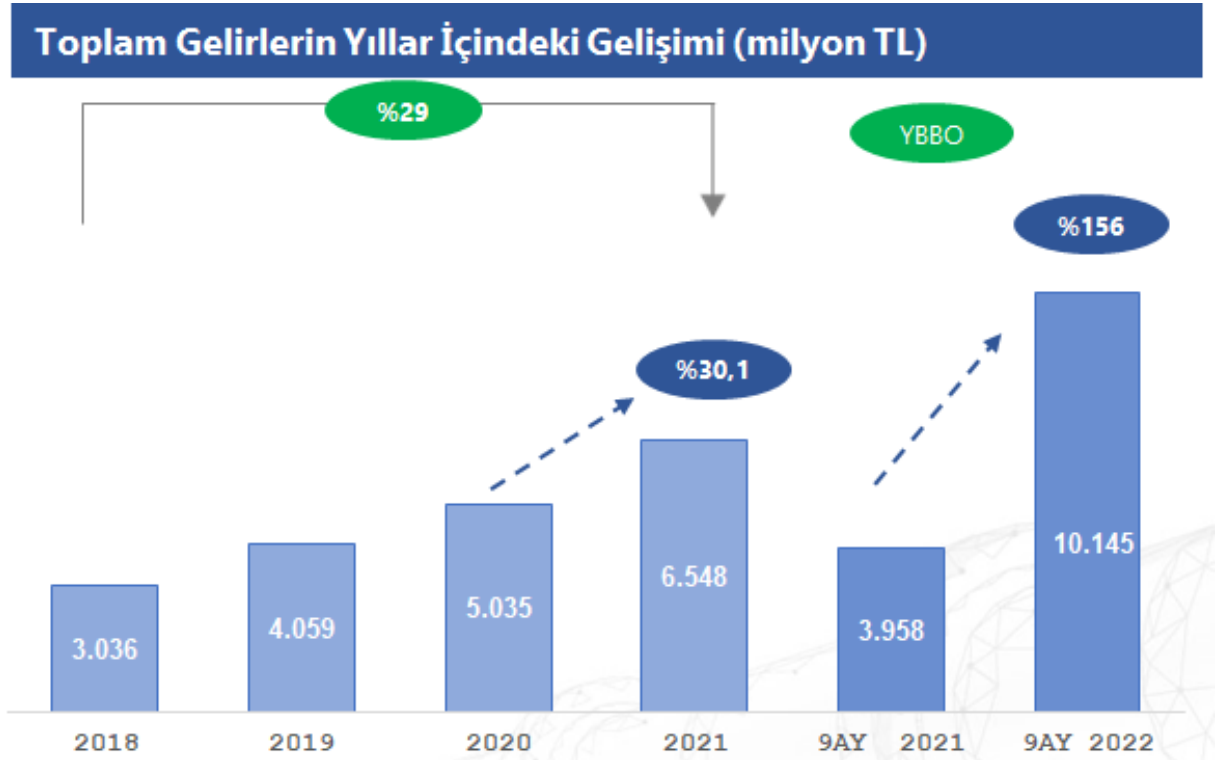
#### Halka Arz Fiyatı ve İskontosu

|                                             | Özet          |
|---------------------------------------------|---------------|
| Hesaplanan Özkaynak Değeri                  | 8.909.793.786 |
| Başkentgaz Ödenmiş Sermayesi                | 700.000.000   |
| 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer | 12,73         |
| <b>Halka Arz Fiyatı</b>                     | <b>9,72</b>   |
| <b>Halka Arz İskonto Oranı</b>              | <b>23,65%</b> |
| 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 hesaplanan pay başına fiyat olan 12,73'e göre %23,65 iskontolu hesaplanmıştır.

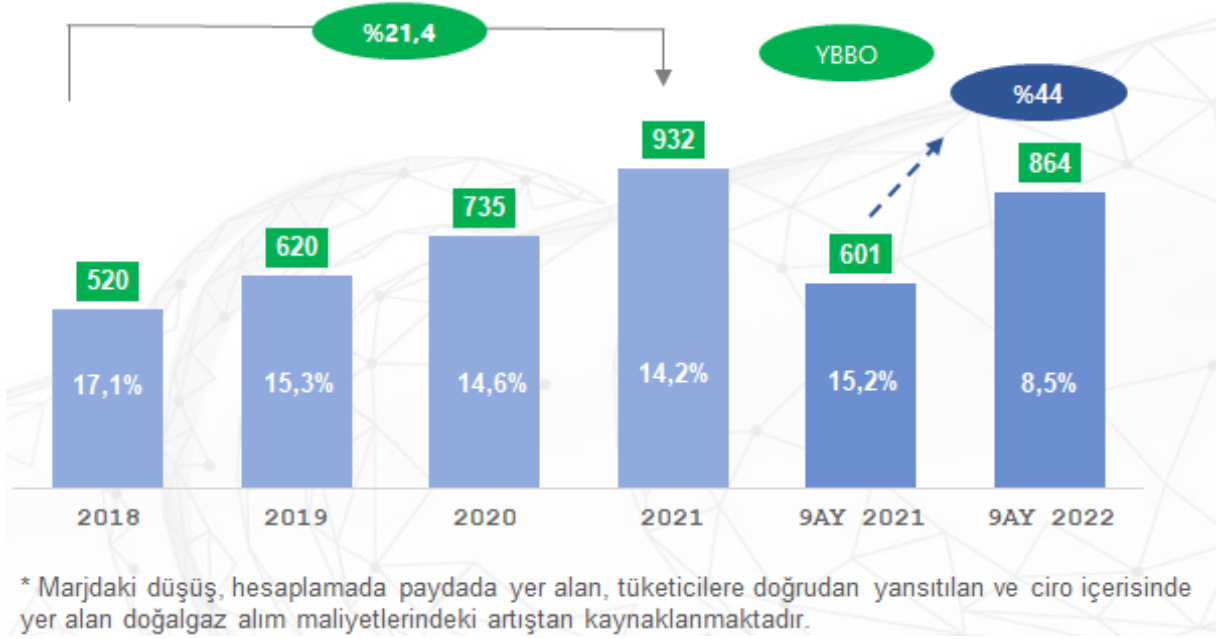
### 3. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ :

Şirket'in 2022 yılı tahminlerine ilişkin olarak 2022-2026 dönemi EPDK 3. Tarife uygulama dönemi düzenleyici kurum tarafından analiz ve onay çalışmalarının devam etmesi nedeniyle tahmini-planlanan veriler eklenmemiştir. Düzenleyici otorite olan EPDK bir çok dağıtım şirketinin yatırım tavanlarını ve tarifelerini yayınlamış olup, yapılan görüşmeler sonucu Kasım Ayı içerisinde Şirketin yatırım tavanı ve tarifesinin açıklanması beklenmektedir. EPDK tarafından Şirket'e ilişkin yatırım tavanı ve tarifesinin açıklanması akabindeki yıllık raporda bütçe ve planlanan verilerle birlikte raporun yayınlanması planlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan öngörüler TL düzeyinde yakalanmış olup, enflasyon etkisi de dikkate alınarak yapılan karşılaştırmada da Şirket hedeflerini planladığı şekilde yürütmektedir.



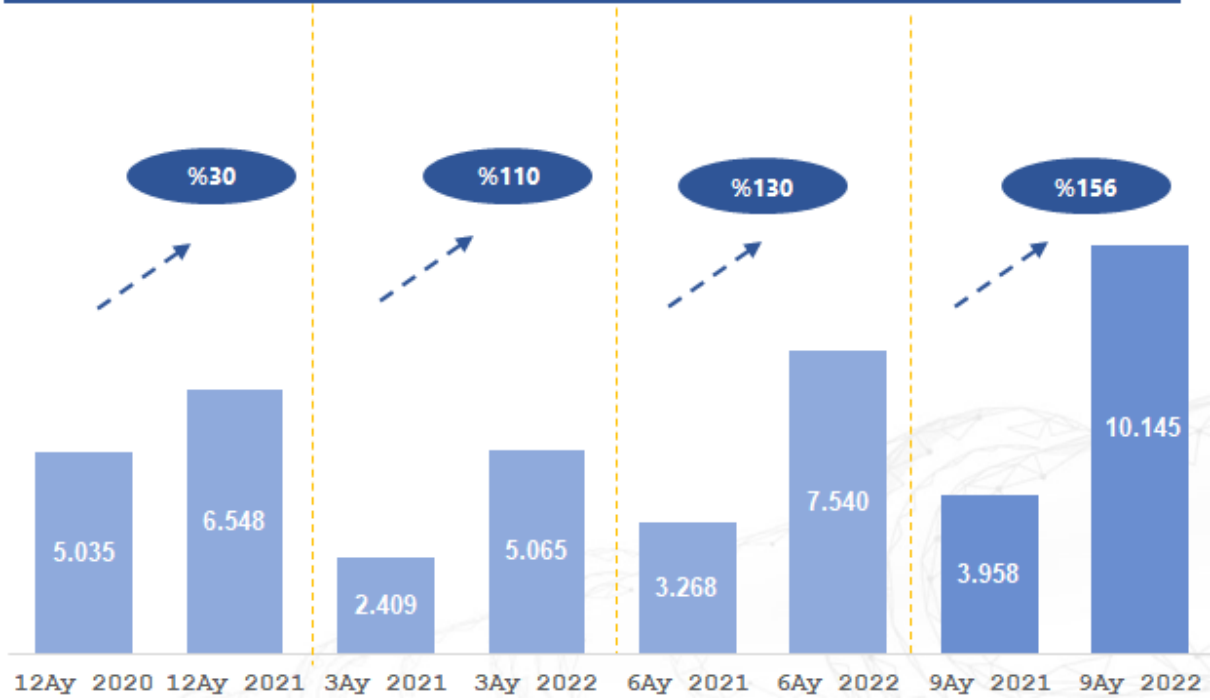
Şirket'in, 31.12.2021 tarihi itibarıyla toplam gelirleri 6.548 milyon TL, 31.12.2020 tarihi itibarıyla 5.035 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam gelirlerde 2022 yılının ilk dokuz ayında 2021 yılının aynı dönemine göre %156 artış olmuş ve 10.145 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. (2021 yılı ilk dokuz ay 3.958 milyon TL)

## FAVÖK ve FAVÖK Marjının Yıllar İçindeki Gelişimi (milyon TL)

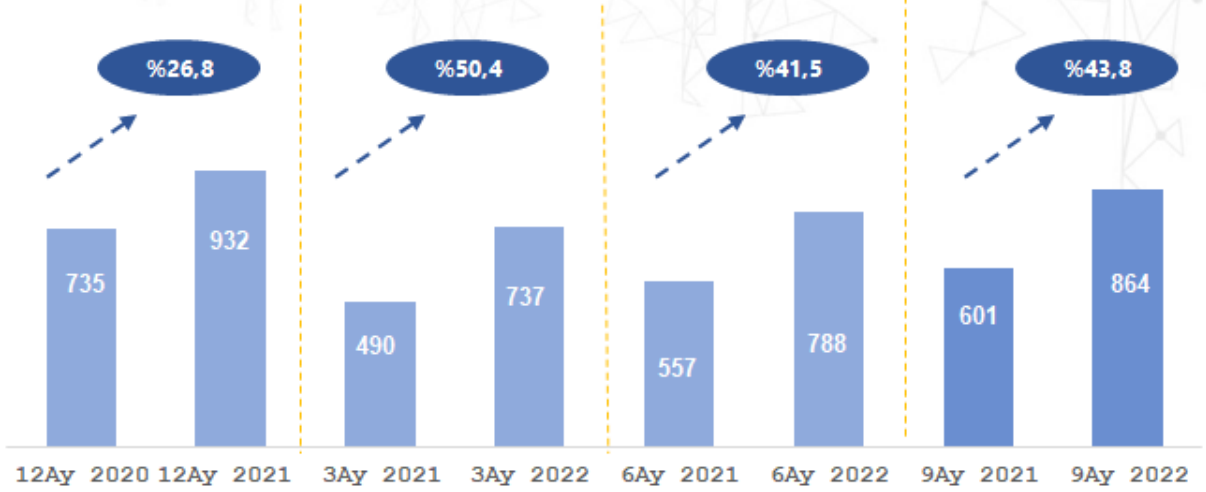


Şirket'in, 31.12.2021 tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı 932 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, 2022 yılının ilk dokuz ayında 2021 yılının aynı dönemine göre %44 artış olmuş ve 864 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.(2021 yılı ilk dokuz aylık 601 milyon TL.)

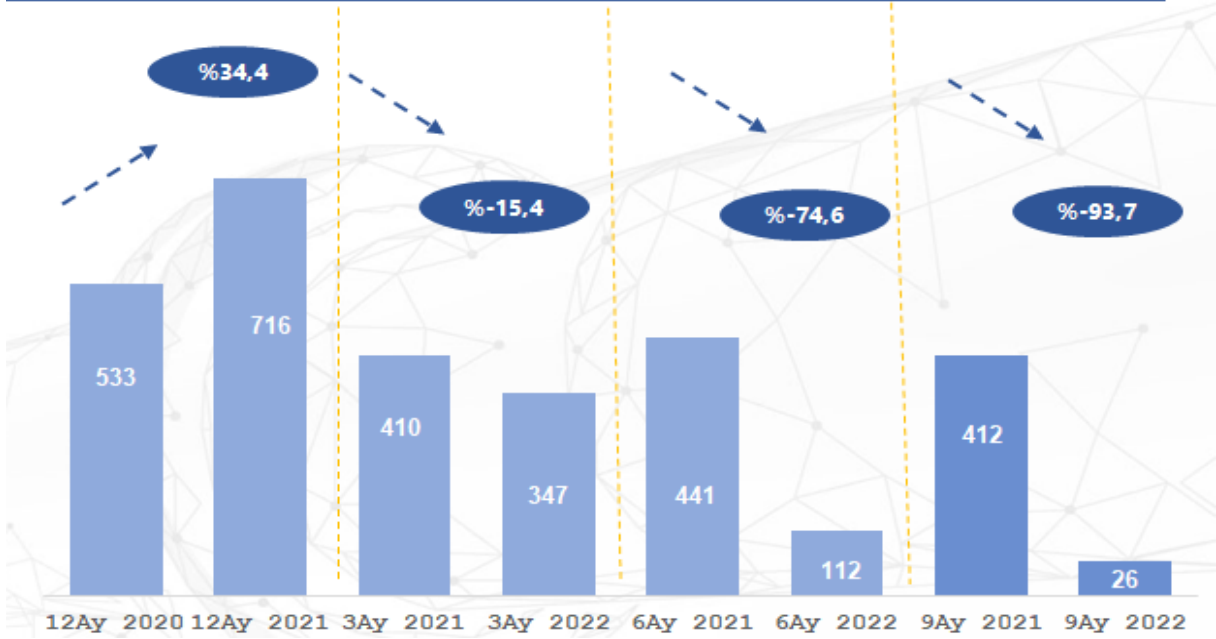
## Toplam Gelirler Karşılaştırılması



### FAVÖK Karşılaştırılması



### Net Kar Karşılaştırılması



Doğal gaz dağıtım sektörü, doğal gazın mevsimsel tüketimi nedeni ile sezonsal olarak etkilenmektedir. Yaz dönemlerinde özellikle ısınma amaçlı tüketimler azalmakta, kış döneminde ise ısınma amaçlı tüketimler artmaktadır. Sistem Kullanım Bedelleri, EPDK tarafından belirlenmekte olup elde edilen sistem kullanım bedelleri ile oluşan gelirin ana kısmı 0-100.000 m3 kademesi tüketimlerinden elde edilmektedir. Tüketime aksine kış döneminde yatırımlar yavaşlamakta, yaz döneminde ise hızlanmaktadır.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) açıklamasında yayınlandığı üzere, Şirket alacaklarını garanti altına alabilmek amacıyla mekanik sayaç kullanan abonelerden güvence bedeli tahsil etmekte ve abonelik sözleşmesinin sona ermesi halinde EPDK mevzuatı gereğince güncelleyerek iade etmektedir. Yürürlükteki mevzuata göre güncelleme işlemi TüFE ile yapılmakta olup, güncellenmenin yapılma şekli EPDK tarafından belirlenmektedir. Finansal Raporlama Standartları gereğince söz konusu güvence bedelleri kısa vadeli yükümlülük olarak değerlendirilmekte ve

dönem sonlarında tahakkuk ettirilen değerlendirme bedeli gider sayılmaktadır. Söz konusu değerlendirme gideri fiilen gerçekleşen bir gider olmayıp, herhangi bir nakit çıkışı gerektirmemekte ve bütün aboneliklerin feshedilmesi varsayımı altında ödenecek değerlendirilmiş tutarı göstermektedir.

30.09.2022 tarihi itibarıyla bakiyesi 1.041.048.395 TL olan güvence bedellerinin değerlendirme tutarı TÜFE endeksindeki artış nedeniyle yükselmiş ve esas faaliyetlerden diğer giderlerdeki artış 31.12.2021 tarihine göre % 501 olarak gerçekleşmiştir. Bu nedenle TFRS'ye göre düzenlenmiş finansal tablolarda 2021 yılının ilk dokuz aylık döneminde net dönem karı 411.838.278 TL iken, 2022 yılının aynı döneminde 25.638.287 TL olarak gerçekleşmiş ve finansal tablolarımız buna uygun şekilde yayımlanmıştır.

Vergi Usul Kanunu gereğince düzenlenen ve beyanname ekinde vergi dairesine verilen gelir tablosundaki dönem karı 1.025.558.550 TL olup, ekte sunulan tablodan da görüleceği üzere, güvence bedelleri için EPDK mevzuatı gereğince yapılan ve nakit çıkışı gerektirmeyen güncelleme tutarı hariç tutulduğunda TFRS 'ye göre dokuz aylık dönem karı 1.008.065.400 TL olarak hesaplanmaktadır.

Söz konusu değerlendirme gideri fiilen gerçekleşen bir gider olmayıp, herhangi bir nakit çıkışı gerektirmemekte ve gerçekleşmesi fiilen mümkün olmayan bütün aboneliklerin aynı anda feshedilmesi ihtimali karşısında ödenecek değerlendirilmiş tutarı göstermektedir.

#### **4. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME:**

Sektörün doğası gereği, doğal gaz tüketimi iklim etkileri nedeni ile dalgalanma ve sezonsal değişimler gösterebilmektedir. Şirketimiz, dağıtılabılır gelirinin 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. 2022 yılı için fiyat tespit raporunda belirlenen hedeflere ulaşılacağı öngörülmektedir.

Bilgilerinize sunarız,  
Saygılarımızla

#### **Denetimden Sorumlu Komite**

|                   |                |                           |
|-------------------|----------------|---------------------------|
| Celal ALTUNKAYNAK | İlhami ÖZŞAHİN | Prof. Dr. Asuman TURANBOY |
| Başkan            | Üye            | Üye                       |