

BASKENTGAZ

Enerjinin Başkenti

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

17 Mayıs 2021



Yatırım

GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepe sok. Yolu
Başkent Sok. No: 34337
Başkent İSTANBUL

İÇİNDEKİLER

1. KISALTMALAR	3
2. GİRİŞ	5
3. İŞİN KAPSAMI	6
4. HALKA ARZ GEREKÇESİ	9
5. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ.....	9
6. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ	30
7. DEĞERLEME.....	34
8. BAŞKENTGAZ DEĞERLEMESİ SONUCU	48

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD Doları, Amerikan Doları, USD, \$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Bağımsız Denetim Raporu	PwC tarafından hazırlanan 1 Ocak - 31 Aralık 2020, 2019 ve 2018 hesap dönemine ait finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu ile 1 Ocak – 31 Mart hesap dönemine ait finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu
BAHB	Birim Hizmet Amortisman Bedeli
BAHB Uygulanan Müşteriler	Yılda 800.000 m ³ 'ün altında tüketim yapan müşteriler
Borsa veya Borsa İstanbul veya BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
BOTAŞ	Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
Doğal Gaz Piyasası Dağıtım ve Müşteri Hizmetleri Yönetmeliği	3 Kasım 2002 tarihli ve 24925 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Doğalgaz Piyasası Dağıtım ve Müşteri Hizmetleri Yönetmeliği
Doğal Gaz Piyasası Kanunu	4646 sayılı Doğal Gaz Piyasası Kanunu
Doğal Gaz Piyasası Lisans Yönetmeliği	7 Eylül 2002 tarihli ve 24869 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Doğal Gaz Piyasası Lisans Yönetmeliği
Doğalgaz Piyasası Dağıtım Faaliyeti Yatırımlarına İlişkin Usul ve Esaslar	18 Şubat 2017 tarihli 29983 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 6914 sayılı ve 9 Şubat 2017 tarihli EPDK kurul kararında yer alan Doğalgaz Piyasası Dağıtım Faaliyeti Yatırımlarına İlişkin Usul ve Esaslar
DVT	Düzenlenmiş baz varlık tabanı
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FK	Esas faaliyet karı
Başkentgaz veya Şirket	Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Garanti Yatırım	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Grup veya Torunlar Grubu	Şirket ve Torunlar Enerji dâhil olmak üzere, Torunlar Gıda ile Torunlar GYO ve bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
İD , İşletme Değeri	Tanımı UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.'da verilen bir işletmedeki toplam özsermaye değerine borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu

LTM	Son 12 ay
Mn	Milyon
RMS	Basınç Düşürme İstasyonu
Sm3	15 °C sıcaklıkta ve 1,01325 bar mutlak basınçta 1 m ³ 'lük hacim dolduran, su buharı içermeyen ve üst ısı değeri 9.155 kcal olan doğal gaz miktarı
PwC	PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
SKB	Sistem Kullanım Bedeli
TB	Taşıma Bedeli
Taşıma Bedeli (TB) Uygulanan Müşteriler	Yılda 800.000 m ³ 'ün üzerinde tüketim yapan müşteriler
TL	Türk Lirası
UDS	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Giriş

Sermaye Piyasası Kurul'unun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu Başkentgaz'ın halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Garanti Yatırım tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Başkentgaz ile Garanti Yatırım arasında 10 Mart 2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

İşin Kapsamı

Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyet izinlerinin her ikisine de sahip bulunan Garanti Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan Garanti Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti Yatırım değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Başkentgaz ile 10 Mart 2021 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporu hazırlayan ekip 12 yılın üzerinde kurumsal finansman tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 205726) sahibi Garanti Yatırım Kurumsal Finansman Birim Müdürü S. Akın Kozikoğlu tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesine sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate almıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Garanti Yatırım ve Başkentgaz arasında 10 Mart 2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Başkentgaz olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

Yapılan değerlendirme kapsamında Başkentgaz paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek Başkentgaz paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır. Değerleme yaklaşımları olarak ise Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 17 Mayıs 2021'dir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Garanti Yatırım tarafından Başkentgaz ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla Garanti Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte Garanti Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde

gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Garanti Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, PwC tarafından TMS/TFRS kapsamında Bağımsız Denetim Raporu, CapitalIQ veri tabanına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında Pazar Yaklaşımını temsilen Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi, Gelir Yaklaşımını temsilen ise İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntemler özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir.

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor Başkentgaz paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayınlanacaktır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor muhatabı olan Başkentgaz'ın dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayınlanacak olan bu rapor Garanti Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının teyit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları Başkentgaz paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) mevzuatın izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Halka Arz Gerekçesi

Halka arz ortak satışı yoluyla gerçekleşecektir ve Şirket herhangi bir halka arz geliri elde etmeyecektir. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı satan ortağın tasarrufunda olacaktır.

Şirket Hakkında Genel Bilgi

Ortaklık Yapısı

Torunlar Enerji San. ve Ticaret A.Ş. tarafından kontrol edilen Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapıları aşağıda verilmektedir.

Sekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Torunlar Enerji San. ve Ticaret A.Ş.	700.000.000	100,00
TOPLAM	700.000.000	100,00

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Sekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi - Torunlar Enerji San. ve Tic. A.Ş.

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	150.000.000	100,00
TOPLAM	150.000.000	100,00

Kaynak: Şirket

Sekil 3 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi - Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
Aziz Torun	120.150.000	48,06
Mehmet Torun	124.912.500	49,97
Diğer ortaklar	4.937.500	1,97
TOPLAM	250.000.000	100,00

Kaynak: Şirket

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, sahip olduğu 1.897.564 aktif abone sayısı ile toplam abone sayısı bazında Türkiye'nin en büyük ikinci doğal gaz dağıtım şirkettir.

Şirket EPDK tarafından düzenlenen dağıtım lisansı, uyarınca, 31 Ağustos 2037 tarihine kadar Ankara Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde (Polatlı, Kızılcahamam ve Beypazarı ilçeleri hariç) münhasır doğal gaz dağıtım hakkına sahiptir. Mevcut durumda Ankara'nın 25 ilçesi içerisinde en yüksek nüfus yoğunluğuna sahip olan 17 ilçede Şirket doğal gaz dağıtımını yapmaktadır. İlaveten, beş ilçe Şirket lisans alanında olup, söz konusu ilçelere 2021 yılında CNG/LNG yöntemi ile bu ilçelere doğal gaz arzı sağlanacaktır.

Türkiye, yurtiçi doğal gaz talebini karşılamak için başta Rusya olmak üzere İran, Azerbaycan, Nijerya ve Cezayir gibi ülkelerden doğal gaz ithal etmektedir. 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye tabi, özel hukuk hükümlerine göre kurulmuş, anonim şirket statüsünde bir kamu iktisadi teşebbüsü olan BOTAŞ; ülke çapında doğal gaz ithalatı, satışı, fiyatlaması ve iletimi bakımından hâkim şirkettir. Doğal gazın, BOTAŞ veya EPDK tarafından düzenlenen ithalat lisansı sahibi özel şirketler tarafından boru hatları veya LNG nakliyatları vasıtasıyla ithal edilmesinin ardından, depolama ve son tüketicilere ulaştırılmak üzere özel toptan satış şirketleri ile resmi ve özel dağıtım şirketlerine iletim faaliyetleri BOTAŞ tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde BOTAŞ, üç adet doğal gaz depolama tesisini ve yurt çapında kurulu doğal gaz iletim ağını işletmektedir; söz konusu depolama tesisleri ile iletim ağının mülkiyeti BOTAŞ'a aittir. Şirket, mesken abonelerine ve ticari ve sınai müşterilerine dağıttığı doğal gazı BOTAŞ'tan ve oransal olarak çok düşük bir kısmını Kalecik ilçesinde kullanılmak üzere CNG olarak Naturelgaz'dan satın almaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in son 3 yılda aldığı gaz miktarı ve tedarikçiler yer almaktadır.

Şekil 4 Başkentgaz'ın Yıllık Gaz Alımları

Şirket	2018		2019		2020	
	Hacim	Payı (%)	Hacim	Payı (%)	Hacim	Payı (%)
BOTAŞ	2.456.059.997	100	2.705.637.981	100	2.827.047.978	99,9998
Naturelgaz (CNG)	-	-	-	-	6.481	0,0002
Toplam	2.456.059.997	100	2.705.637.981	100	2.827.051.459	100

Kaynak: Şirket, İzahname

Özel ithalat şirketleri, ithal edilen doğal gazın Ankara dâhil Türkiye içinde dağıtımını için BOTAŞ'ın yurt çapındaki doğal gaz iletim altyapısını kullanmaktadır. Doğal gazın Ankara il sınırları içerisine kadar BOTAŞ tarafından taşınmasının ardından, Şirket, müşterilerine dağıtacağı doğal gazı ana basınç düşürme ve ölçüm istasyonlarında (RMS) teslim alır. Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısı, RMS'lerden ve dağıtım hattından müteşekkildir. RMS'ler, doğal gaz dağıtım altyapısının her bir bağlantı noktasında doğal gaz basıncını Şirket müşterileri için gerekli olan seviyelere indirme ve düzenleme amacıyla kullanılmaktadır.

Şirketin RMS-A'ları BOTAŞ'ın yurt çapındaki iletim şebekesine bağlıdır. RMS-A'lar, Şirketin RMS-A giriş basıncını 35-75 bardan (BOTAŞ'ın iletim altyapısı için normal olan basınç), RMS-B'lerine dağıtılmak üzere 12-19 bar RMS-A çıkış basıncına indirilmesini sağlayan, en yüksek kapasiteye sahip ana istasyonlardır. RMS-A'da çıkış basıncı 12-19 bara düşürülen doğal gaz, dağıtım şebekesi vasıtası ile B tipi istasyonlara iletilir. 12-19 bar basınçla B tipi istasyonlara gelen doğal gazın basıncı, 4 bar'a düşürülerek dağıtım şebekesine aktarılır ve C tipi istasyonlara ulaştırılır. C tipi istasyonlar sonrası doğal gazın basıncı, konut ve ticari abonelerin kullanımı için 50-75 mbar'lık basınca düşürülerek abonelere gaz arzı sağlanır. Aynı zamanda sanayi müşterileri başta olmak üzere talepte bulunan müşterilere kullanım basınçlarına göre B veya C tipi istasyonlar aracılığı ile gaz arzı sağlanmaktadır.

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Şirket'in dağıtım hattının %85'i polietilenden inşa edilmiştir. Aynı tarih itibarıyla, Şirket'in dağıtım hattının kalan %15'i ise çelikten yapılmış olup, bu hatlara yüzey koruma ve diğer katodik koruma yöntemleri uygulanmıştır. Şirket, RMS-A ve

RMS-B'ler arasındaki hattın tamamı ve RMS-B ve RMS-C'ler arasındaki hattın küçük bir kısmı için daha geniş çaplı olan çelik boru hatları kullanır.

RMS-B'ler ve RMS-C'ler arasındaki dağıtım hattının çoğunluğu ile RMS-C'lerden müşterilere giden dağıtım hattının tamamı ise polietilenden inşa edilmiştir. 31 Aralık 2020 tarihi itibariyle, Şirket'in dağıtım hattının yaklaşık %40'ı 10 ila 15 yaş arasında olup, yaklaşık %30'u ise 10 yaşından gençtir. Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibariyle Şirket'in dağıtım hattının metre cinsinden uzunluğunu ortaya koymaktadır.

Şekil 5 Başkentgaz Hat Uzunlukları

Hat tipi (metre)	2018	2019	2020
Çelik boru hatları	1.673.593,03	1.746.739,63	1.879.900,14
Polietilen boru hatları	6.120.461,97	6.565.892,64	6.949.484,27
Servis hatları*	3.930.269,10	4.060.335,46	4.163.085,13
Toplam	11.724.324,11	12.372.967,72	12.992.469,54

*Servis hatları, Şirket'in dağıtım hattı ile müşterilerin buldukları konumda bulunan hizmet vanalarının bağlanmasında kullanılan boru hatlarını ve tali altyapıları kapsar.

Kaynak: Şirket

31 Aralık 2020 tarihi itibariyle, Türkiye'nin başkenti Ankara'da 5.663.322 kişi ikamet etmektedir. Dağıtım lisansı kapsamında bulunan 22 ilçede toplam 5.460.460 kişi ikamet etmekte ve bu nüfus, Ankara'nın toplam nüfusunun %96,4'üne tekabül etmektedir. 31 Aralık 2020 tarihi itibariyle, Şirket'in 1.897.564 mesken, ticari, sınai ve taşıma hizmeti verilen aktif abonesi bulunmaktadır.

Şekil 6 Başkentgaz Aktif Müşteri Sayısı Dağılımı

Müşteri Tipi	2018	2019	2020
Mesken aboneleri	1.704.020	1.739.072	1.807.865
Ticari müşteriler	81.152	78.855	89.580
Sanayi müşteriler	90	94	94
Taşıma hizmeti verilen müşteriler	21	23	25
Toplam aktif müşteri sayısı	1.785.283	1.818.044	1.897.564

Kaynak: Şirket

31 Aralık 2017 ile 31 Aralık 2020 arasında Şirket'in müşteri tabanında %10 oranında bir artış meydana gelmiş olup, bu artış özellikle, aynı dönem içinde Şirket'in dağıtım altyapısının, Şirket'in 192.529 adet yeni müşteriye erişmesini sağlayacak şekilde genişletilmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Şirket, müşterilerinin doğal gaz tüketimlerini, münferit veya toplu sayaçlar olarak kurulabilen elektronik ve mekanik sayaçlar ile ölçer. Şirket müşterilerinin çoğunluğu, işyeri, bireysel mesken ve ticari alanların doğal gaz giriş noktalarında bulunan bireysel sayaçları kullanır. Bir kısım müşteri ise, apartman binası veya mesken sitelerin doğal gaz giriş noktalarında bulunan toplu sayaçları kullanır. Toplu sayaçların kullanıldığı durumlarda, tek bir toplu sayaç vasıtasıyla Şirket'in doğal gaz dağıtım hattına erişimi olan kullanıcıların tamamı, Şirket nezdinde sayaç başına tek bir müşteri olarak sayılır.

Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibariyle Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısının kapsamına ilişkin verileri ortaya koymaktadır.

Şekil 7 Başkentgaz Dağıtım Altyapısı

	2018	2019	2020
Şirket'in lisanslı işletme bölgesinde bulunan ilçe sayısı	14	15	17
Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısı kapsamındaki ilçe sayısı	14	15	17
Gaz sağlama süreci devam eden ilçe sayısı	5	5	5
Aktif abone sayısı	1.785.283	1.818.044	1.897.564
Bağlantı anlaşması yapmış mesken abonelerinin sayısı	1.978.609	2.055.338	2.110.755

Kaynak: Şirket

31 Aralık 2020 itibariyle, Şirket müşterilerinin %31,18'i elektronik sayaç kullanmaktadır. Elektronik sayaçlar, müşterilerin nakit ödeme karşılığında metreküp cinsinden doğal gaz kredisi yükleyebildiği elektronik kartların kullanıldığı ön ödemeli sayaçlardır. Müşteriler doğal gazı tükettikçe elektronik kartlarındaki kredileri azalmakta, müşterinin elektronik kartında yetersiz bakiye kalması durumunda ek kredi yüklemesi yapılmaması halinde de bu müşteriye verilen doğal gaz otomatik olarak kesilmektedir. Şirket'in ön ödemeli elektronik sayaç kullanan müşterileri Şirket'in satış kanallarından kredi yüklemesi yapabilmektedir. Şirket müşterilerinin geri kalanı ise mekanik sayaç kullanmaktadır. Mekanik sayaçlar aylık bazda okunarak müşterilerin tüketimi ölçülür ve müşteriler okuma öncesindeki bir aylık dönem boyunca gerçekleştirdikleri tüketim üzerinden faturalandırılır.

Şirket'in ön ödemeli elektronik sayaç kullanan müşterilerinin peşin ödeme karşılığında satın aldıkları doğal gazı sonraki bir tarihte tüketmeleri nedeniyle doğal gazın satın aldıkları tarih ile tükettikleri tarih arasındaki fiyat değişimlerinden kaynaklanan fiyat riski, EPDK Doğal Gaz Piyasası Dağıtım ve Müşteri Hizmetleri Yönetmeliği'nin 40'ncü maddesinde yapılan değişiklik ile ortadan kalkmıştır. 29 Temmuz 2018 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan bu değişiklik ile sistemde kullanılmakta olan mevcut ön ödemeli sayaçlara Türk Lirası yükleme/Türk Lirası düzeltme/Türk Lirası satış yöntemlerinin uygulayacağı yöntemi Kurul'un onayına sunacağı, uygulamanın değişikliğinin yayımı tarihinde satın alma işlemi tamamlanmış doğal gaz alım işlemlerini kapsamayacağı düzenlenmiştir.

Şirket bu değişiklik üzerine "Türk Lirası Düzeltme" yöntemini uygulamayı tercih etmiş ve kısaca "Adil Faturalandırma" (AF) olarak adlandırdığı bu yöntem için yazılım uygulamasında gerekli geliştirmeleri gerçekleştirerek EPDK'ya onay için başvurmuştur. EPDK, 13 Eylül 2018 tarih ve 8057/4 sayılı kurul kararı ile uygulama yöntemini onaylamıştır.

Mekanik sayaçlar, elektronik sayaçlara nazaran daha verimli ve dayanıklı olduğundan ve nispeten daha düşük maliyetlerle tedarik edilebildiklerinden dolayı, Şirket, elektronik sayaçlar yerine mekanik sayaç kullanımını teşvik etmektedir. Şirket 20 yaşından büyük sayaçlar ile 14 yaşından büyük arızalı elektronik sayaçları mekanik sayaçlarla değiştirmektedir. Şirket'in mekanik sayaç kullanan müşterilerinden tahsil ettiği güvence bedelleri, Şirket'in işletme sermayesine ve işletme faaliyetlerinden elde edilen nakit akışına olumlu katkı sağlar. Ayrıca mekanik sayaçlarda ölçüm hatalarına daha az rastlanmaktadır. Bu sebeplerle, Şirket, 2016 yılı sonunda EPDK tarafından yapılan mevzuat değişikliği sonrasında değişim işlemlerine hız vermiştir.

Şirket, yaklaşık 578.260 eski nesil elektronik sayacı ücretsiz olarak yeni mekanik sayaçlarla değiştirmeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, Şirket, sayaç altyapısını giderek modernleştirmeyi

hedeflemekte olup, Özelleştirme'den 31 Aralık 2020'ye dek mesken aboneleri tarafından kullanılan eski nesil elektronik sayaçların yaklaşık %42'sini modernize etmiştir. EPDK'nın 26 Aralık 2016 tarihli ve 29933 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 6807 sayılı kararı ile çıkarılan Doğal Gaz Dağıtım Sektörü Bağlantı ve Hizmet Bedellerine İlişkin Usul ve Esaslar ("Doğal Gaz Dağıtım Sektörü Bağlantı ve Hizmet Bedellerine İlişkin Usul ve Esaslar") uyarınca Şirket, müşterilerce talepte bulunulması kaydıyla, mevcut ön ödemeli elektronik sayaçları yeni mekanik sayaçlarla değiştirmeye yetkilidir. Ancak, Şirket 14 yıldan eski olan arızalı elektronik sayaçlar ile 20 yıldan eski tüm elektronik sayaçları müşterilerden onay talep etmeksizin yeni mekanik sayaçlarla değiştirmeye yetkilidir. Şirket, sayaç altyapısının modernleştirilmesi sürecini 2026 yılsonu itibariyle tamamlamayı hedeflemektedir. Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibariyle, elektronik sayaçların (ön ödemeli müşteri sayısına tekabül eder) ve mekanik sayaçların sayısını belirtmektedir.

Sekil 8 Başkentgaz Sayaç Dağılımı

Sayaç Tipi	2018	2019	2020
Mekanik sayaçlar	1.006.682	1.127.192	1.283.356
Elektronik sayaçlar	748.862	681.294	578.260
Toplam	1.755.544	1.808.486	1.861.616

Kaynak: Şirket

Şirket'in elektronik sayaç kullanan ön ödemeli müşterilerinden doğan bir karşı taraf riski bulunmamaktadır. Fakat Şirket, mekanik sayaç kullanan müşterilerinden doğan sınırlı bir karşı taraf riskine maruz kalmaktadır; şöyle ki Şirket bu müşterilere, okuma öncesindeki bir aylık dönemdeki doğal gaz tüketimleri üzerinden aylık bazda faturalar göndermektedir. Bu riske karşılık olarak Şirket, mevcut ve gelecekteki fatura ödemelerini teminat altına almak üzere mekanik sayaç kullanan müşterilerinden güvence bedeli toplamaktadır. Mekanik sayaç kullanan mesken abonelerinden tahsil edilen güvence bedeli 2021 yılı için (katma değer vergisi hariç) 35 TL ile 620 TL aralığında değişmekte olup, belirli kullanım kategorileri (örn. kombi, soba, merkezi ısıtma sistemi, fırın/ocak, su ısıtıcısı) dikkate alınmak suretiyle EPDK tarafından yıllık olarak belirlenir. Şirket'in mekanik sayaç kullanan ticari ve sınıai müşterilerinden tahsil edilen güvence bedelleri, EPDK tarafından belirlenen kurallar tahtında hesaplanan müşterinin maksimum aylık tüketim kapasitesine göre belirlenir ve geçmiş on iki aylık dönem içerisindeki maksimum iki aylık tüketim kapasitesi ile sınırlıdır.

EPDK düzenlemelerine uyarınca, tüm ticari ve sınıai müşteriler ile yılda 75.000 m³'ün üzerinde tüketim yapan tüm mesken aboneleri "serbest tüketicici" olarak tanımlanır. Serbest tüketiciler, dilerlerse Şirket'ten, dilerlerse doğrudan BOTAŞ'tan veya özel toptan satış şirketlerinden doğal gaz satın alabilmekte olup, serbest tüketicilerin Şirket dışında üçüncü bir taraftan doğal gaz satın almayı tercih etmesi halinde Şirket, serbest tüketicilere sadece taşıma hizmeti sağlamaktadır. Şirket, üçüncü bir taraftan doğal gaz satın alan müşterilerini "taşıma hizmeti verilen müşteriler" olarak sınıflandırır.

Her ne kadar yılda 75.000 m³'ün üzerinde tüketim yapan tüm mesken aboneleri üçüncü kişi tedarikçilerden doğal gaz satın almayı seçebilecek olsa da, 31 Aralık 2020 tarihi itibariyle, Şirket'in üçüncü kişi tedarikçilerden doğal gaz satın almayı tercih eden herhangi bir mesken abonesi bulunmamaktadır. Aynı şekilde, Şirket'in bu kategorideki ticari müşterilerinin tamamının EPDK düzenlemeleri uyarınca üçüncü kişi tedarikçilerden doğal gaz alma hakkı bulunmasına rağmen, 31 Aralık 2020 itibariyle hiçbir ticari müşteri Şirket haricinde BOTAŞ dışında üçüncü kişi tedarikçilerden doğal gaz almamaktadır.

Serbest tüketicilerin Şirket dışında üçüncü bir taraftan doğal gaz satın almayı tercih etmesi halinde, Şirket, söz konusu serbest tüketiciler ile sözleşmeye dayalı bir ilişki içerisinde bulunmamakta ve sistem kullanım bedelleri, BOTASŞ'tan veya duruma göre serbest tüketicilere doğrudan doğal gaz satan özel toptan satış şirketlerinden tahsil edilmektedir. Yılda 75.000 m³'ün altında tüketimi olan mesken aboneleri "serbest olmayan tüketici" olarak tanımlanır. Serbest olmayan tüketiciler yalnızca Şirket'ten doğal gaz satın alabilir ve Şirket'in söz konusu serbest olmayan tüketiciler ile doğrudan sözleşmeye dayalı bir ilişkisi bulunmaktadır.

Şirket'in müşteri portföyü aşağıdakileri kapsamaktadır:

(i) Şirket'ten doğal gaz satın almak zorunda olan serbest olmayan tüketiciler (yılda 75.000 m³'ün altında tüketimi olan mesken aboneleri),

(ii) Şirket'ten doğal gaz satın almayı tercih eden serbest tüketiciler (Başkentgaz'dan doğal gaz satın alan yılda 75.000 m³'ün üzerinde tüketimi olan mesken aboneleri, bütün ticari müşteriler ve sınai müşteriler), ve

(iii) Doğrudan BOTASŞ'tan veya özel toptan satış şirketlerinden doğal gaz satın almayı tercih eden ve Şirket'in sadece taşıma hizmeti sağladığı serbest tüketiciler (taşıma hizmeti verilen müşteriler).

Şirket'in, serbest olmayan tüketicilerden ve Şirket'ten doğal gaz satın alan serbest tüketicilerden elde ettiği tutarlar, Şirket'in müşteriye yansıttığı doğal gaz fiyatından (özel tüketim vergisi dâhil) ve doğal gaz alım maliyeti üzerine uygulanan sistem kullanım bedellerinden müteşekkildir. Şirket, müşterilerine hangi sistem kullanım bedelini uygulayacağını belirlerken, EPDK'nın yıllık 75.000 m³ olan serbest tüketim miktarı eşliğini veya başka bir deyişle, müşterinin EPDK mevzuatı tahtında serbest tüketici niteliğini haiz olduğu hallerde, Şirket'ten doğal gaz satın alıp almadığını dikkate almaz.

1 Haziran 2021 tarihine kadar Şirket doğal gaz dağıtım hizmetleri için müşterilerinden tüketim seviyelerine bağlı olarak 55,55 ABD Doları/1.000 m³ (Birim Amortisman Hizmet Bedeli) ve 7,70 ABD Doları/1.000 m³ (Taşıma Bedeli) olarak sabitlenmiş sistem kullanım bedelleri almaktadır. Şirket'in Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşterileri yıllık 800.000 m³'ten az tüketim yapan müşteriler olup Taşıma Bedeli Uygulanan Müşterileri ise yıllık 800.000 m³'ten fazla tüketim yapan müşterilerdir.

Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibariyle, toplam müşteri sayısını yıllık tüketim seviyelerine göre tasnif etmektedir.

Şekil 9 Yıllık Tüketim Seviyesine Göre Aktif Müşteri Dağılımı

Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşteriler	2018	2019	2020
0 – 75.000 Sm ³	1.782.739	1.817.722	1.848.476
75.001 Sm ³ – 300.000 Sm ³	2.080	2.970	2.592
300.001 Sm ³ – 800.000 Sm ³	289	199	219
Toplam Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşteriler	1.785.108	1.820.891	1.851.287
Taşıma Bedeli Uygulanan Müşteriler	21	23	25
800.00 Sm ³ 'ten fazla	154	130	142
Toplam Taşıma Bedeli Uygulanan Müşterileri	175	153	167

Toplam Aktif Müşteri Sayısı	1.785.283	1.818.044	1.897.564
------------------------------------	------------------	------------------	------------------

Kaynak: Şirket

Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibariyle, Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşteriler'e ve Taşıma Bedeli Uygulanan Müşteriler'e dağıtılan doğal gaz hacimlerini göstermektedir. Aşağıdaki tabloda ayrıca serbest tüketici olan ve Taşıma Bedeli Uygulanan Müşteriler'in, Şirket'ten doğal gaz satın alan veya doğrudan BOTAŞ'tan veya özel toptan satış şirketlerinden doğal gaz satın alan ve dolayısıyla Şirket'in yalnızca taşıma hizmeti verdiği Taşıma Bedeli Uygulanan Müşteriler olarak kırılımı da belirtilmektedir.

Sekil 10 BAİB ve TB Uygulanan Müşterilerin Doğalgaz Hacimleri

	2018		2019		2020	
	Hacim (milyon sm ³)	Payı (%)	Hacim (milyon sm ³)	Payı (%)	Hacim (milyon sm ³)	Payı (%)
Toplam Doğalgaz Dağıtım Hacmi	3.785,10	100	3.636,80	100	3.504,10	100
Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşteri	2.075,40	54,8	2.334,30	64,2	2.408,7	68,7
Taşıma Bedeli Uygulanan Müşteri	1.709,70	45,2	1.302,40	35,8	1.095,40	31,3
<i>Taşıma hizmetleri*</i>	1.329,10	35,1	931,2	25,6	677,1	19,3
<i>Doğal gaz satış**</i>	380,6	10,1	371,2	10,2	418,2	11,9

*Doğrudan BOTAŞ'tan veya özel toptan satış şirketlerinden doğal gaz satın alan ve dolayısıyla Şirket'in yalnızca taşıma hizmeti verdiği serbest tüketiciler tarafından tüketilen doğal gaz tutarına tekabül eder.

**Doğrudan Şirket'ten doğal gaz satın alan serbest tüketiciler tarafından tüketilen doğal gaz tutarına tekabül eder.

Kaynak: Şirket

EPDK 6 Mayıs 2021 tarihli kurul kararı ile 1 Haziran 2021 tarihinden itibaren 2022-2026 dönemi tarifesi belirlenene kadar uygulanmak üzere sistem kullanım bedellerini TL cinsinden yıllık tüketim miktarına göre müşteri grubu bazında belirlemiştir. Şirket bu tarihten itibaren tarife ile belirlenen sistem kullanım bedellerini uygulayacaktır. 2021'den sonra, Tarife Hesaplama Usul ve Esasları uyarınca, yeni sistem kullanım bedelleri belirlenecektir ve Şirket'in sistem kullanım bedellerindeki değişiklikler, Şirket'in, doğal gaz dağıtım faaliyetlerinden elde ettiği hasılatı olumsuz etkileyebilir.

Şirket ile ilgili olarak Doğal Gaz Piyasası Kanunu'nun Geçici 3. maddesinin 1. fıkrasının (e) bendinin 4. Ve 5. cümlelerinde; "Lisansın verilmesinden itibaren dağıtım şirketinin sistem kullanım bedeli (birim hizmet ve amortisman bedeli) 0,05555 ABD Dolar/m³ karşılığı TL, sistem kullanım bedeli (taşıma bedeli) 0,0077 ABD Dolar/m³ karşılığı TL olarak uygulanır. Bu tarifenin uygulanmasına, dağıtım şirketinin hisselerinin özelleştirilmesine dair hisse satış sözleşmesinin imza tarihini takip eden sekiz yıl süresince devam edilir" hükmü getirilmiştir.

Ancak söz konusu hükümde yer alan, "dağıtım şirketinin hisselerinin özelleştirilmesine dair hisse satış sözleşmesinin imza tarihini takip eden sekiz yıl" süresi 31 Mayıs 2021 tarihinde dolmaktadır. Bu nedenle, Şirketin 1 Haziran 2021 tarihinden itibaren uygulayacağı sistem kullanım bedelleri EPDK'nın 6 Mayıs 2021 tarihli ve 10206 sayılı kurul kararı ile belirlenmiş ve 7 Mayıs 2021 tarihli ve 31477 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Söz konusu Enerji Piyasası Denetleme Kurulu kararına göre; Şirket'in uygulayacağı sistem kullanım bedelleri (KDV hariç) aşağıdaki tabloda müşteri grubu bazında 2021 yılı Haziran ayı için üst sınır fiyat olarak belirlenen birim bedelleri geçemez.

Şekil 11 Başkentgaz Geçici Tarife (Haziran 2021)

Tüketim Aralığı	Sistem Kullanım Bedeli
Kademe-1 (0-100.000 Sm ³)	0.3878 TL/Sm ³
Kademe-2 (100.001 - 1.000.000 Sm ³)	0.2351 TL/Sm ³
Kademe-3 (1.000.001 - 10.000.000 Sm ³)	0.1148 TL/Sm ³
Kademe-4 (10.000.001 - 100.000.000 Sm ³)	0.0562 TL/Sm ³
Kademe-5 (100.000.001 - ÜZERİ Sm ³)	0.0233 TL/Sm ³

Yukarıdaki tablodaki 2021 yılı Haziran ayı için belirlenen sistem kullanım bedeli üst sınırları, Tarife Hesaplama Usul ve Esasları'nın 26. maddesi uyarınca aylık olarak, tarifenin uygulanacağı aydan iki ay önce gerçekleşen ve önceki ay içerisinde TÜİK tarafından açıklanan TÜFE değişim oranı ile güncellenecektir.

Doğal gaz dağıtım şirketleri, sistem kullanım bedeli tarifelerini, halka arza ilişkin hazırlanan İzahname'nin ekinde yer alan Teknik Danışman Raporu'nun "Başkentgaz'ın İkinci ve Sonraki Tarife Dönemi (2022'den itibaren ve sonrası)" başlıklı bölümünün ilgili kısmı aşağıda verilmektedir

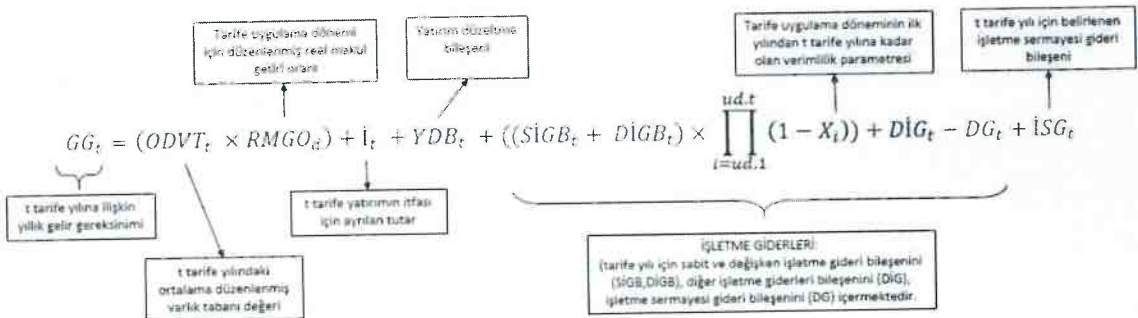
"

2.1.2 Başkentgaz'ın İkinci ve Sonraki Tarife Dönemleri (2022 ve sonrası)

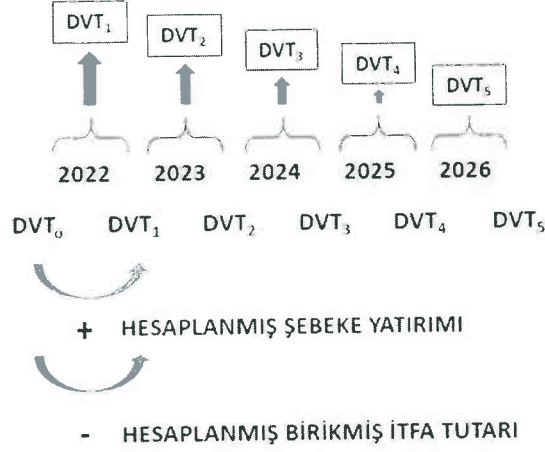
İlk tarife döneminin bitiminden sonra Başkentgaz, EPDK tarafından belirlenen perakende tarifesine tabi olacaktır. Bölgelerinde doğal gaz dağıtımını yapmaya yetkili tüzel kişilerin ihaleleri (sekiz yıl geçerli) ile belirlenen başlangıç tarifeleri kademeli olarak sona ermekte ve yeni bir tarife metodolojisi ile değiştirilmesi gerekmektedir. Bu konudaki düzenleme EPDK tarafından ilk tarife dönemi (2012-2016) için 2011 yılı sonunda yürürlüğe girmiştir. 22 Haziran 2017 tarihinde ise, güncellenen metodoloji EPDK tarafından yayınlanmıştır (EPDK Kurul Kararı No:7139).

Yukarıda belirtilen tarife metodolojisine göre, yeni fiyat artışları Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT) baz alınarak oluşturulacak ve gelir gereksinimleri belirli tüketim gruplarına göre hesaplanacaktır. Daha sonra sistem kullanım bedeli, gelir gereksinimine karşılık gelen müşteri gruplarının tüketimine bölünmesiyle belirlenecektir. EPDK tarafından değerlendirilip onaylandıktan sonra, bu artışlar takip eden 5 yıl boyunca geçerli olacak ve her ay TÜFE ile güncellenecektir. 22.06.2017 tarih ve 7139 sayılı EPDK Kurul Kararlarına göre tarife bileşenleri şu şekilde özetlenmiştir:

A) Gelir Gereksinimi Bileşenleri:



B) Açılış ve Yıllık Düzenlenmiş Varlık Tabanı:



DVT, BVT'nin yıl başındaki açılış değerini ifade etmektedir.

C) Tarife Dönemi Açılış Baz Varlık Tabanı

$$DVT_0 = BVT - \left[\frac{BVT}{iS} \times (n - r + 1) \right] + \sum_i^n \left[Y_i - \frac{Y_i}{iS} \times (n - i + 1) \right]$$

Belirlenen İlk Baz Varlık Tabanının İtfa Bileşeni

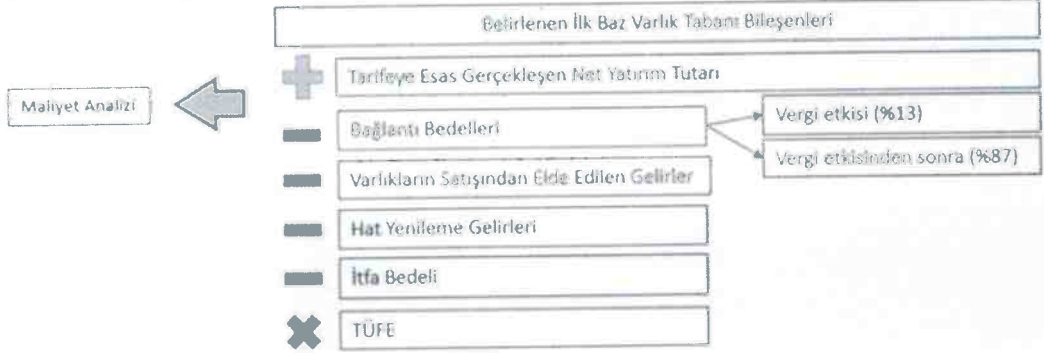
Tarife Dönemi Başlı Baz Varlık Tabanı (BVT) değeri

Belirlenen İlk Baz Varlık Tabanı

Tarife Esas Gerçekleşen Net Yatırım Tutarlarının İtfa Bileşeni

Tarife Esas Gerçekleşen Net Yatırım Tutarları: (Yapılan Yatırım Bedeli - Bağlantı Gelirleri)

D) Düzenlenmiş Varlık Tabanı Hesaplamaları



Not 1 : Vergi düzenlemelerine göre şirketler bağlantı ücreti gelirlerini net satışlara eklemek zorundadır, ancak bağlantı hatlarının maliyeti gider olarak değerlendirilemez ve bilançoda varlıklar altında izlenir. Vergi etkisini ortadan kaldırmak için bağlantı ücretinin düşülebilir kısmı buna göre hesaplanır.

Bağlantı Bedeli	İlgili Yılda Vergi Ödemesi (100x0.2)	Gelecekte Her Yıl için Vergi İndirimi (100/22x0.2)	Gelecekteki Vergi İndirimlerinin net bugünkü değeri	Net Vergi Etkisi (20-7)	Düşülebilir Bağlantı Ücreti (100-13) (%)
100	20	0.91	~7	13	87

Not 2: Değişen kurumlar vergisi ve reel getiri oranlarına göre hesaplamalar değişkenlik gösterebilir (örneğin, 2012-2017 arası net vergi etkisi yukarıda gösterildiği gibi %13 iken, 2018'de %14,76, 2019-2020'de 15,41, 2021'de ise %17,51 olarak hesaplanmaktadır).

E) İtfa

- Amortisman süresi her pazarda ve her sektörde farklı belirlenir.
- Doğal gaz dağıtım tarifeleri için belirlenen itfa süresi faydalı ömür göz önüne alınmadan 22 yıl olarak belirlenmiştir.

F) Yatırım Düzeltme Bileşeni

- 22 Haziran 2017 tarihli ve 7242 No'lu EPDK Kararı ile i) düzenlenmiş yatırım harcamalarının hesaplanmasında dikkate alınacak yatırım unsurları sınıflandırılmış; ii) sektör ortalamalarına dayalı yatırım maliyetleri aralığı hesaplama metodolojisi ana hatlarıyla belirtilmiş; ve iii) dağıtım şirketleri tarafından sağlanan maliyetlerin bu aralık değerleri çerçevesinde kalması amaçlanmıştır.
- Yapılacak toplam yatırımın 5 yıla eşit olarak dağıtılması belirlenmiştir.
- Tarife döneminin her bir yılı için ilgili yıla ait toplam yatırım tutarının en az %65'inin gerçekleştirilmesi gerektiği, aksi takdirde EPDK'nın tarife parametrelerini değiştirme hakkına sahip olduğu belirlenmiştir.
- Yatırım düzeltme tutarı, "karşılık gelen itfa tutarları da dahil olmak üzere izin verilen ile gerçekleşen gelir gereksinimleri farkı" ve "1 + RMGO" çarpılarak hesaplanır, TÜFE ile güncellenir.

G) İşletme Giderleri Hesaplamaları

Tarife metodolojisinde işletme giderleri tabanı için yönergeler vardır. Formüle göre işletme giderleri şu şekilde hesaplanmaktadır:

$$\dot{I}GB_t = ((S\dot{I}GB_t + D\dot{I}GB_t) \times \prod_{i=ud,1}^{ud,t} (1 - X_i)) + D\dot{I}G_t - DG_t + \dot{I}SG_t$$

a) Sabit ve değişken işletme maliyetleri çeşitli kalemlerden oluşur ve her yıl EPDK'ya sunulur:

- Bu maliyetler personel, araç, enerji giderleri, denetim, danışmanlık ve hizmetler, ofis, kira, iletişim, bilgi işlem, pazarlama, seyahat, sigorta giderleri ve resmi ücretlerden oluşmaktadır;
- Tek seferlik oluşan maliyetler gelecek tarife dönemlerinde dikkate alınmayacaktır;
- İleride gerçekleşmeyeceğine inanılan harcamalar dikkate alınmayacaktır;
- İleride gerçekleşeceğine inanılan harcamalar dikkate alınacaktır (örneğin 2022 yılında Güdül ilçesi Başkentgaz şebekesinin bir parçası olacak ve ek personel alınacaktır).

b) Verimlilik parametresi belirsizdir ve EPDK yönergelerine göre farklı yöntemler

kullanılabilir. Bu parametre EPDK tarafından hesaplanır veya dağıtım şirketlerine tayin edilir. Bu veriler halka açık değildir. Yeni tarifelerini alan dağıtım şirketleri doğal olarak kendileri için belirlenen verimlilik parametresini öğrenirler; ancak farklı dağıtım bölgelerini karşılaştırmak için mevcut / yayınlanmış veri yoktur.

- c) "Diğer giderler", metodolojide açıklandığı gibi çeşitli parametrelerden oluşur.
- i. Bu masrafların bir kısmı doğrudan hesaba katılabilir. Bunlar: "Sayaç Bakım ve Onarım Kalibrasyon Hizmet Giderleri, Isıtma Gazı Giderleri, Kokulandırma Hizmet Giderleri, Sigorta Giderleri, Vergi, Resmi Ücret ve Noter Giderleri ile Yıllık Lisans Payı ve Katılım Ücretleri".
 - ii. Doğrudan dikkate alınmayan giderlere ilişkin ön koşul olarak bu hizmetler aynı holding veya şirketler grubu dışındaki gerçek veya tüzel kişilerden alınmalıdır. Bu hizmetler, "Danışmanlık için tahakkuk eden maliyetler; çeviri; hukuk ve danışmanlık hizmetleri; reklam ve tanıtım giderleri; bağış, sponsorluk ve dernek ücreti giderleri; temsil ve ağırlama maliyetleri; ve bireysel ölçüm ekipmanlarının muayene giderleri" olarak tanımlanmaktadır. Metodolojide yukarıdaki harcamalar için "sabit ve değişken işletme maliyetlerinin toplamının 1-verimlilik parametresi ile çarpımı"nın belli bir kısmının kullanılacağı belirtilmektedir.
 - iii. Yukarıdaki maddeye benzer şekilde, şebeke harici harcamalar için EPDK "sabit ve değişken işletme maliyetlerinin toplamının 1-verimlilik parametresi ile çarpımı"nın belli bir kısmının kullanılacağı belirtilmektedir.
 - iv. Ar-Ge ile ilgili harcamalar "sabit ve değişken işletme maliyetlerinin toplamının 1-verimlilik parametresi ile çarpımı"nın %1'i olarak belirlenmiştir.
- d) "Diğer gelirler" çeşitli parametrelerden oluşur ve metodolojide şu şekilde tanımlanmıştır:
- İç tesisat işlem gelirleri
 - Sertifika hizmet gelirleri
 - Sayaç açma-kapama gelirleri
 - Yan hizmet gelirleri
 - Ön ödemeli sayaçların değişim gelirleri
 - Ölçü aletlerinin muayene gelirleri
 - Kalibrasyon gelirleri
 - Kira geliri
 - Hasar gelirleri
 - Hot-tap gelirleri
 - Diğer hizmet gelirleri
 - Kaçak gaz kullanım gelirleri
 - Sigorta gelirleri
 - Bağlantı hattı kontrol gelirleri
 - Şebeke harici hizmetler için mevcut varlıklarının kullanımından elde edilen gelirler
 - Münferit hat gelirleri
 - Reklam gelirleri

- Dağıtım faaliyeti kapsamında verilen eğitim hizmet gelirleri

e) İşletme sermayesi giderleri: Toplam işletme giderlerinin bir türevi olarak benimsenmiştir.

$$\dot{I}SG_t = \frac{\left\{ \left[(S\dot{I}GB_t + D\dot{I}GB_t) \times \prod_{i=ud,t}^{ud,t} (1 - X_i) \right] + D\dot{I}G_t - DG_t \right\}}{12} \times RMGO$$

H) Gelir Gereksiniminin Müşteri Gruplarına Dağıtılması

Gelir gereksinimi, müşteri gruplarına göre aşağıdaki parametreler göz önüne alınarak 5 kademeye ayrıştırılacaktır (yıllık tüketim miktarına göre 0-100.000 Sm³; 100.001-1.000.000 Sm³; 1.000.001-10.000.000 Sm³; 10.000.001-100.000.000 Sm³; ve 100.000.001 Sm³ ve üzeri olmak üzere):

- i. yatırım bileşeninin müşteri grubu ile ilgili direkt ayrıştırılabilen kısmı,
- ii. yatırım bileşeninin ayrıştırılamayan kısmının tüketim miktarı ve abone sayısı göz önüne alınarak dağıtılması,
- iii. işletme gideri bileşeninin müşteri grubu ile ilgili direkt ayrıştırılabilen kısmı,
- iv. işletme gideri bileşeninin ayrıştırılamayan kısmının tüketim miktarı ve abone sayısı göz önüne alınarak dağıtılması.

I) Reel Makul Getiri Oranı (RMGO) Hakkında Bilgi

RMGO hesaplamasında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılır. AOSM, yatırımların finansmanı kapsamında kullanılan kaynakların maliyetleri olan, borç maliyet oranı ve özkaynak maliyet oranı ile bu kaynaklar için EPDK tarafından uygun bulunan ağırlıklardan hareketle hesaplanır.

$$NMGO = AOSM = \left[k_d \times w_d \times (1-v) + k_e \times w_e \right] / (1-v)$$

NMGO : Nominal makul getiri oranını,

K_d : Borç maliyeti oranını (%),

$$k_d = r_f + m$$

R_f : Risksiz getiri oranını (%),

M : Risksiz getiriye eklenecek sektör borçlanma risk primi (%)

w_d : Kaynaklar içerisinde borçların ağırlığını,

v : Kurumlar vergisi oranını (%),

k_e : Özkaynak maliyeti oranını (%),

$$k_e = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

β : Doğal gaz dağıtım sektörünün piyasa bütününe göre göreceli riskini yansıtan ve Beta katsayısı olarak isimlendirilen faktörü,

r_M : Piyasa getirisini (%),

$(r_M - r_f)$: Piyasa risk primini (%) gösterir.
 w_e : Kaynaklar içerisinde özkaynakların ağırlığını gösterir.

Yukarıdaki eşitliğe göre hesaplanan NMGO'nun, beklenen enflasyon kullanılarak reel hale getirilmesiyle RMGO hesaplanır:

$$RMGO = \frac{(1 + NMGO)}{(1 + BE)} - 1$$

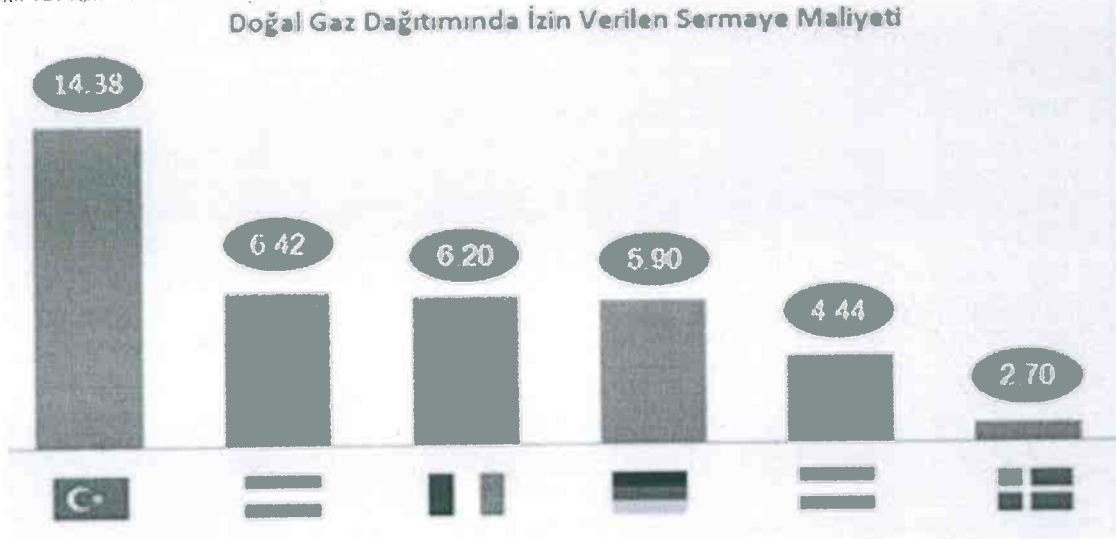
BE : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından açıklanan beklenen enflasyon oranını (%) gösterir.

ODVT değerinin ve reel makul getiri oranının aynı dönemsel bazda değerlendirilebilmesi amacıyla ODVT değerine uygulanacak getiri oranı aşağıdaki eşitlik kullanılarak hesaplanmaktadır.

$$RMGO_d = \frac{RMGO}{(1 + RMGO/2)}$$

Yukarıdaki formüllerde kullanılan parametrelerin tümü halka açık bilgiler değildir, ancak EPDK'nın 27.12.2018 tarihli 8305-1 No'lu kurul kararı doğrultusunda doğal gaz dağıtım şirketleri tarife hesaplamalarında %14,38 vergi öncesi, %13,415 vergi sonrası RMGO değerini kullanmaktadırlar. Türkiye'de kullanılan bu oran, diğer pazarlarla karşılaştırınca oldukça caziptir. Şekil 'da Türkiye'de kullanılan oranın diğer 5 AB ülkesiyle elimizdeki olan son verilere göre karşılaştırılması sunulmaktadır.

Şekil 12: İzin Verilen Sermaye Maliyeti



J) Dağıtım Tarifelerine ilişkin Diğer Bilgiler

- Kasım 2002'den itibaren EPDK tarafından belirlenmektedir.
- Aylık TÜFE değerlerine göre güncellenmektedir.
- Perakende satıştan dağıtım şirketleri sorumludur.

- Tarife hesaplamalarında zararlar ve şüpheli alacaklar dikkate alınmamaktadır.
- Sistem kullanım bedeli tüketim grupları bazında (tüketim düzeylerine göre) belirlenir.
- Bu ücretler ve fiyatlar tavan fiyat olarak belirlenmekte olup, ilgili firmalar tavan fiyatın altında kalmak şartı ile her türlü fiyatı talep etmekte serbesttirler.
- Farklı doğal gaz dağıtım bölgelerinde fiyat eşitleme mekanizması yoktur.

K) Genel Kalite İndikatörü (GKİ)

İlerleyen dönemlerde dağıtım şirketlerince sunulan hizmetin kalitesini artırmayı teşvik etmek amacıyla tarife hesaplamalarında genel kalite indikatörü (GKİ) kullanılması planlanmaktadır. GKİ'nin hesaplanmasında, ilgili mevzuat kapsamında belirlenen kalite göstergeleri, her bir kalite göstergesi için belirlenen ağırlık katsayıları, yıllar itibarıyla belirlenen hedef ve eşik değerler ile gerçekleşen değerler göz önüne alınacaktır. GKİ uygulanan sistem kullanım bedeli aşağıdaki eşitliğe göre hesaplanacaktır.

$$SKB_{m,j,0} = SKB_{m,j-1,k} \times (GKİ_j / GKİ_{j-1})$$

- j : GKİ uygulama dönemini,
 k : $j-1$ döneminin son ayını,
 $SKB_{m,j,0}$: m müşteri grubu için j döneminin ilk ayında GKİ uygulanmak suretiyle hesaplanan dönem başı güncellenmemiş sistem kullanım bedelini,
 $SKB_{m,j-1,k}$: m müşteri grubu için k ayında geçerli olan güncellenmiş sistem kullanım bedelini,
 $GKİ_j$: j dönemi için tespit edilen GKİ değerini,
 $GKİ_{j-1}$: $j-1$ dönemi için tespit edilen GKİ değerini gösterir.

Hali hazırda, genel kalite indikatörü dağıtım firmalarının tarifelerine uygulanmaya başlamamıştır. Önümüzdeki yıllar içinde bu uygulamanın başlanması beklenmekte ve hizmet kalitesi daha iyi olan doğal gaz dağıtım firmalarına pozitif katkı vereceği düşünülmektedir.

2.1.3 Gelecek Tarife Dönemleri için Hesaplanan Sistem Kullanım Bedelleri

2017 itibarıyla EPDK ikinci tarife dönemi metodolojisini yayımlamıştır. 7139, 7140, 7142, 7279, 7280, 8305-1, 8647, 9128 ve 9268 kurul kararlarıyla Başkentgaz ve tüm diğer dağıtım firmalarının kullanacakları metodoloji ve parametreler detaylandırılmıştır.

2022 yılı itibarıyla geçerli olmak üzere gerçekleşen ve öngörülen yatırım ve işletme giderleri ile ilgili itfa miktarları yukarıda belirtilen kurul kararları uyarınca modelleme çalışması yapılmış ve yeni sistem kullanım bedelleri (SKB) hesaplanmıştır. Bu hesaplar yapılırken 27.12.2018 tarihli ve 8305-1 sayılı EPDK kurul kararında belirlenen %13,415 yıl ortası RMGO ve 2012 yılında EPDK tarafından belirlenen 646.271.089 TL tutarındaki baz varlık tabanı değeri kullanılmıştır. Hesaplanan SKB değerleri Şekil-13'de sunulmuştur. Bu değerler tarife dönemleri açılış yıllarında (2022, 2027 ve 2032) hesaplanan sistem kullanım bedellerinin tarife dönemi boyunca TÜFE uygulanmış yıl ortası değerlerini yansıtmaktadır.

Şekil 13: Başkentgaz, 2022-2036 Sistem Kullanım Bedeli Hesap Sonuçları

	Kademe-1 (0-100.000 Sm ³)	Kademe-2 (100.001 - 1.000.000 Sm ³)	Kademe-3 (1.000.001 - 10.000.000 Sm ³)	Kademe-4 (10.000.001 - 100.000.000 Sm ³)	Kademe-5 (100.000.001 - ÜZERİ Sm ³)
2022	0,4510	0,3410	0,2131	0,1003	0,0409
2023	0,4926	0,3724	0,2328	0,1095	0,0447
2024	0,5332	0,4031	0,2520	0,1186	0,0484
2025	0,5744	0,4343	0,2715	0,1277	0,0521
2026	0,6175	0,4669	0,2918	0,1373	0,0560
2027	0,7215	0,5455	0,3409	0,1604	0,0655
2028	0,7756	0,5864	0,3665	0,1725	0,0704
2029	0,8338	0,6304	0,3940	0,1854	0,0756
2030	0,8963	0,6777	0,4236	0,1993	0,0813
2031	0,9635	0,7285	0,4553	0,2143	0,0874
2032	1,0641	0,8046	0,5029	0,2366	0,0965
2033	1,1439	0,8649	0,5406	0,2544	0,1038
2034	1,2297	0,9298	0,5811	0,2735	0,1116
2035	1,3220	0,9995	0,6247	0,2940	0,1199
2036	1,4211	1,0745	0,6716	0,3160	0,1289

2012 ve 2036 yılları arasında gerçekleşen ve öngörülen yatırım ve işletme maliyetleri göz önüne alınarak ve abone ve tüketim modellemesi yapılarak 55,55 ve 7,70 ABD Doları / 1000 m³ olan sistem kullanım bedelleri 1. kademe için 2022 yılı açılış değeri 0.4295 TL/Sm³, 2027 yılı açılış değeri 0.6954 TL/Sm³ ve 2037 yılı açılış değeri 1.0257 TL/Sm³ olarak hesaplanmıştır.”

Sistem kullanım bedellerine ek olarak Şirket, abone bağlantı bedelleri (sayaç gelirleri dâhil), güvence bedelleri, proje onay ücretleri, açma ve kapama bedelleri gibi diğer ücretler vasıtasıyla gelir elde eder.

Abone Bağlantı Bedelleri: Şirket, dağıtım alt yapısına bağlantı yaptığı her yeni müşterisinden abone bağlantı bedeli tahsil eder. Her bir yeni mesken aboneliği için abone bağlantı bedeli EPDK tarafından 2021 yılı için 749 TL (katma değer vergisi hariç) olarak belirlenmiştir. Mesken aboneleri hariç diğer müşterilerden (ticari müşterilerden ve sınıai müşteriler) tahsil edilen müşteri bağlantı bedelleri ise yine EPDK tarafından belirlenen ve maliyet + %10 ücret tutarında toplanmaktadır. Şirket'in doğal gaz dağıtım hattına ilk kez bağlantısı sağlanan mesken abonelerinden, ticari müşterilerden ve sınıai müşterilerden tahsil edilen müşteri bağlantı bedelleri, sayaç maliyetlerini de içerir. Abone bağlantı bedeli, yeni bir müşteri Şirket'in doğal gaz dağıtım hattına bağlandığı esnada bir kereye mahsus olmak üzere alınır ve müşteriye iade edilmez. Mevcut bir mesken aboneliğini devralan yeni bir müşteriden (örn. mesken amaçlı bir mülkün sahibinin veya kiracısının değişmesi halinde yeni mülk sahibi veya kiracıdan) abone bağlantı bedeli alınmaz. Abone bağlantı ücretleri, tahakkuk tarihinin başlangıcından itibaren ertelenmiş gelir olarak kaydedilir ve lisans sözleşmesinin tahmini faydalı ömrü boyunca amorti edilir.

Güvence Bedelleri: Şirket, ödemeleri teminat altına almak üzere mekanik sayaç kullanan müşterilerinden güvence bedeli tahsil eder. Şirket'in ticari ve sınıai müşterileri güvence bedellerini nakden yatırmak yerine Şirket'e banka teminat mektubu da verebilirler. Nakden tahsil edilen güvence bedellerinin aksine, Şirket, banka teminat mektubu aracılığıyla yatırılan güvence bedellerini sermayesinde ve işletme giderlerinde kullanamaz. Tabii olduğu mevzuat

uyarınca Şirket, müşterilerinden aldığı güvence bedellerini abonelik sözleşmesinin fesih tarihinden itibaren on beş gün içerisinde, güncel tarihe göre yeniden değerledikten ve varsa müşterilerinin herhangi bir ödenmemiş yükümlülük ve sorumluluğuna ilişkin kesintileri gerçekleştirdikten sonra, müşterilerine iade eder. Şirket, bahsi geçen yeniden değerlemelerinde, güvence bedellerinin tahsilat tarihi ile ilgili dönemin sonu arasında oluşan TÜFE farkını kullanır. Yeniden değerlendirme zararı, kar ve zarar tablosunda finansman giderleri altında muhasebeleştirilir.

Mekanik sayaç kullanan mesken abonelerinden tahsil edilen güvence bedeli 2021 yılı için (katma değer vergisi hariç) 35 TL ile 620 TL aralığında değişmekte olup, belirli kullanım kategorileri (örn. kombi, soba, merkezi ısıtma sistemi, fırın/ocak, su ısıtıcısı) dikkate alınmak suretiyle EPDK tarafından yıllık olarak belirlenir. Şirket'in mekanik sayaç kullanan ticari ve sınıai müşterilerinden tahsil edilen güvence bedelleri, EPDK tarafından belirlenen kurallar tahtında hesaplanan söz konusu müşterinin maksimum aylık tüketim kapasitesine göre belirlenir ve geçmiş on iki aylık dönemdeki maksimum iki aylık tüketim kapasitesi ile sınırlıdır.

Proje Onay Ücretleri: Şirket, yeni müşterileri için bağlantı projelerini (örn. bir bağımsız birim veya ofis içerisinde kurulacak ve söz konusu bağımsız birim veya ofisin Şirket doğal gaz dağıtım altyapısına erişimi için iç tesisat kurulumu) için proje onay ücreti tahsil eder. Şirket söz konusu projeleri onaylamadığı müddetçe Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısına dâhili erişim kurulmaz; Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısına erişim Şirket'in onayı olmadan tesis edilmiş ise, Şirket söz konusu erişimi mühürlemeye yetkilidir. Proje onay ücretleri, kapasitesine göre her biri "G" değeri ile belirlenen ve G4 ile G400'den büyük aralıktaki sayaçların ölçüm kapasitelerine göre (katma değer vergisi hariç) 52 TL ile 397 TL aralığında değişen altı kademe üzerinden alınmaktadır.

Açma ve Kapama Ücretleri: Şirket'in müşterilerinin faturalarını muaccel olduklarında ödememeleri durumunda, Şirket, bu müşterilerin doğal gaz dağıtım altyapısına bağlantılarını kesebilir ve bir kapama ücreti tahsil edebilir. Kapama ücretinin tutarı 2021 yılı için (katma değer vergisi hariç) 30 TL olup, söz konusu bedel sadece sayaç kapatılırken tahakkuk ettirilir.

Şirket'in Güçlü Yönleri ve Sektördeki/Pazardaki Avantajları

Cazip makro temeller ve Türkiye'nin stratejik konumu

Türkiye genç nüfus ve büyüyen tüketici tabanı da dâhil olmak üzere olumlu demografik karakteristiklere sahip bir pazardır. Türkiye'deki doğal gaz tüketimi aynı zamanda büyüyen tüketici tabanı ve olumlu demografik karakteristikler gösteren yüksek nüfus artışıyla da desteklenmektedir.

Doğal gazın Türkiye'de tercih edilen bir yakıt türü olması

Doğal gaz Türkiye'nin enerji talebinin karşılanmasında çok büyük bir paya sahip olup 31 Aralık 2019'da sona eren yıl için doğal gaz tüketimi içinde ısınma amacıyla yapılan konut tüketimlerinin payı yaklaşık %32 olmuştur. (Kaynak: EPDK 2019 Yılı Sektör Raporu)

Türkiye'de, merkezi ısıtma sistemi olan apartmanlardaki veya konut projelerindeki altyapı değişiklikleri ile belediye ve hükümet destekli girişimler sonucunda, özellikle mesken müşterileri bakımından ısıtma amacıyla doğal gaz kullanımında artışlar meydana gelmiştir. Ayrıca, 3 Temmuz 2009 tarihli ve 27277 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Endüstriyel Kaynaklı Hava Kirliliğinin Kontrolü Yönetmeliği ve 13 Ocak 2005 tarihli ve 25699 sayılı

Isınmadan Kaynaklanan Hava Kirliliğinin Kontrolü Yönetmeliği gibi endüstriyel yerleşimlerde ve konut yerleşimlerinde kömür kullanımını sınırlayan katı çevresel standartlar sebebiyle doğal gaz Türkiye'nin yakıt tercihidir.

Ankara'da sahip olunan münhasır doğal gaz dağıtım hakkının yanı sıra yeni yatırımlar yoluyla bölge genelinde genişleme imkânı

Şirket'in doğal gaz dağıtım lisansı Şirket'e 31 Ağustos 2037'ye kadar Ankara Büyükşehir Belediyesi sınırları dâhilinde (başka yerel dağıtıcılar tarafından hizmet sağlanan Polatlı, Kızılcahamam ve Beypazarı ilçeleri hariç) münhasır doğal gaz dağıtım hakkı sağlamaktadır. Şirket, 31 Aralık 2020 itibariyle Ankara ilini kapsayan doğal gaz dağıtım bölgesinde yaklaşık 1,9 milyon müşteriye hizmet verdiği kapsamlı doğal gaz dağıtım altyapısı ile müşteri sayısı açısından Türkiye'deki en büyük ikinci doğal gaz dağıtım şirkettir.

31 Aralık 2020 itibariyle Ankara'nın toplam nüfusu 5,7 milyon olup aynı tarih itibariyle Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısı Ankara'nın toplam nüfusunun %95'ini kapsamaktadır. Ankara doğal gaz dağıtım faaliyeti açısından cazip bir demografiye ve iklim yapısına sahiptir; şöyle ki:

- Ankara nüfus bakımından Türkiye'nin ikinci büyük şehridir. 2008 ila 2020 yılları arasındaki net iç göç, oranı %2,1 olmuştur. Aynı dönemdeki nüfus artış hızı %2,19 ile %1,56 olan Türkiye ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir (Kaynak: TÜİK).
- Aile yapısında çekirdek aileye yönelim trendi kapsamında Türkiye'de ortalama hane başına düşen kişi sayısı 2008'de 4,0 iken 2020'de 3,3'e gerilemiştir. Aynı şekilde, Ankara'da hane başına düşen ortalama kişi sayısı 2008'de 3,6'dan 2020'de 3,0'a düşmüştür. Bu trend aile yapısındaki, hane başına düşen kişi sayısının azaldığı çekirdek aileye yönelen değişiklikten kaynaklanmaktadır.
- Ankara, yüksek rakımı sebebiyle (1.000 metre yükseklik) Türkiye'deki en büyük dört şehir arasında ortalama kış sıcaklıkları açısından en soğuk şehirdir. Ankara'daki hava sıcaklıkları bir yılda ortalamada yaklaşık 80 gün boyunca 0°C'nin altına düşmektedir (Kaynak: Meteoroloji Genel Müdürlüğü).

Düzenlemeye tabi sistem kullanım bedellerinin gelirlerdeki öngörülebilirliği sağlaması

Şirket'in tüm gelir akışı, geçerli fiyatlandırması EPDK tarafından belirlenen düzenlenmeye tabi faaliyetlerden elde edilmektedir. 1 Haziran 2021 tarihine kadar Şirket'in kârının çoğunluğu, doğal gaz dağıtım hizmetleri için müşterilere tüketim seviyelerine bağlı olarak uygulanan ve 55,55 ABD Doları/1.000 m³ (Birim Amortisman Hizmet Bedeli) ve 7,70 ABD Doları/1.000 m³ (Taşıma Bedeli) olarak sabitlenmiş sistem kullanım bedellerinden elde edilmektedir. Şirket'in Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşterileri yıllık 800.000 m³'ten az tüketim yapan müşteriler olup Taşıma Bedeli Uygulanan Müşterileri ise yıllık 800.000 m³'ten fazla tüketim yapan müşterilerdir. 31 Aralık 2020 itibariyle, Şirket aktif müşterilerinin 1.897.397'sine Birim Amortisman Hizmet Bedeli, kalan 167'sine ise Taşıma Bedeli uygulamaktadır.

İlgili mevzuat uyarınca Şirket'in sistem kullanım bedelleri ve 13 Ekim 2016 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan son düzenleyici değişiklik ile 800,000 m³'lük sistem kullanım bedeli belirleme eşiği, 1 Haziran 2013 tarihinden itibaren sekiz yıl süreyle sabitlenmiştir. Sabit sistem kullanım bedellerinin uygulandığı sekiz yıllık dönem EPDK'nın Özelleştirme ile bağlantılı olarak Şirket'e sağladığı bir istisnadır. Ayrıca, sistem kullanım bedellerinin ABD Doları cinsinden belirlenmiş olması, ilgili sekiz yıllık dönem boyunca Şirket hasılatının Türk

Lirası'nda ABD Doları karşısında yaşanacak bir değer kaybına karşı koruma sağlamıştır. Ancak Şirket'in ABD Doları cinsinden belirlenen sistem kullanım bedelleri tarifesi 31 Mayıs 2021 tarihinde sona erecektir.

EPDK Şirket için 1 Haziran 2021 tarihinden, doğal gaz dağıtım sektörünün 2022 yılı başında başlayacak üçüncü tarife dönemindeki tarife belirleninceye kadar uygulanmak üzere TL cinsinden geçici bir tarife belirlemiştir. Yeni tarife ile geçiş döneminde uygulanacak tarife arasında ortaya çıkacak fark 2022-2026 tarife dönemindeki beş yıllık sürede tarifeye yansıtılarak giderilecektir. 1 Haziran 2021 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanacak geçici tarife uyarınca Birim Amortisman Hizmet Bedeli ve Taşıma Bedeli gibi ikili bir tarife olmayacak, EPDK tarafından tüketim kademeleri bazında sistem kullanım bedelleri belirlenecek ve uygulanan tarife EPDK mevzuatı uyarınca aylık olarak TÜFE ile güncellenecektir.

2022 ile başlayan ve 2026 ile biten ilk yeni tarife dönemi ve izleyen her beşer yıllık tarife dönemi öncesinde, EPDK tarafından yeni sistem kullanım bedelleri onaylanacaktır. Söz konusu sistem kullanım bedellerinin hesaplanmasında, fiyat tavanı ve Düzenlenmiş Baz Varlık Tabanına (DVT) dayalı bir yöntem uygulanacaktır. Mevcut durumda, DVT üzerinden uygulanan vergi öncesi reel makul getiri oranı %14,38 olup (27 Aralık 2018 tarihli 8305-1 sayılı EPDK kararı uyarınca, Şirket'in 2019-2021 yıllarında uygulanacak sistem kullanım bedelleri için %14,38'e çıkarılmıştır), bu oran Batı Avrupa'daki benzer düzenleme yapılarına kıyasla cazip bir getiri oranıdır.

Doğal gaz fiyatlarındaki değişime karşı korunaklı yapı

Şirket'in ön ödemeli sayaç kullanan müşterilerinin peşin ödeme karşılığında satın aldıkları doğal gazı sonraki bir tarihte tüketmeleri nedeniyle doğal gazın satın aldıkları tarih ile tükettikleri tarih arasındaki fiyat değişimlerinden kaynaklanan fiyat riski, EPDK Doğal Gaz Piyasası Dağıtım ve Müşteri Hizmetleri Yönetmeliği'nin 40'ncü maddesinde yapılan değişiklik ile ortadan kalkmıştır. 29 Temmuz 2018 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan bu değişiklik ile sistemde kullanılmakta olan mevcut ön ödemeli sayaçlara Türk Lirası yükleme/Türk Lirası düzeltme/Türk Lirası satış yöntemlerinin uygulanabileceği, dağıtım şirketinin uygulayacağı yöntemi Kurul'un onayına sunacağı, uygulamanın değişikliğin yayımı tarihinde satın alma işlemi tamamlanmış doğal gaz alım işlemlerini kapsamayacağı düzenlenmiştir.

Şirket bu değişiklik üzerine "Türk Lirası Düzeltme" yöntemini uygulamayı tercih etmiş ve kısaca "Adil Faturalandırma" (AF) olarak adlandırdığı bu yöntem için yazılım uygulamasında gerekli geliştirmeleri gerçekleştirerek EPDK'ya onay için başvurmuştur. EPDK, 13 Eylül 2018 tarih ve 8057/4 sayılı kurul kararı ile uygulama yöntemini onaylamıştır.

Söz konusu yöntem ile Şirket'in ön ödemeli doğal gaz satışlarından kaynaklanan fiyat riski 29 Temmuz 2018 tarihinden sonra yaptığı ön ödemeli gaz satışları açısından ortadan kalkmıştır.

Mekanik sayaç kullanan müşterilere gerçekleştirilen doğal gaz satışlarından elde edilen hasılat, tahakkuk esasına dayalı olarak, son okuma tarihi ile bir önceki okuma tarihi arasında iki endeks rakamı arasında gerçekleşen farkın karşılaştırılması suretiyle hesaplanan gaz kullanım miktarına, doğal gaz tedarik maliyeti ve EPDK tarafından onaylanmış ilgili tarihte geçerli olan sistem kullanım bedeli eklenerek belirlenen perakende satış fiyatının uygulanması yoluyla kaydedilir.

Güçlü nakit akış üretimi ve cazip temettü politikası

Özelleştirme'yi takip eden dönemde dağıtım altyapısının yeni müşterilere erişim sağlayacak şekilde genişletilmesi sonucu Şirket abone sayısında artış yaşanmıştır; 2013-2020 arası dönemde söz konusu artış oranı %23,5 olarak gerçekleşmiştir. Şirket EPDK onayını almak suretiyle, doğal gaz dağıtım altyapısını, Şereflikoçhisar ilçesine 2017, Haymana ilçesine 2019, Bala ve Kalecik ilçelerine 2020 yılında genişletmiştir. Bu ilçelerden Kalecik'e CNG yöntemi ile, diğerlerine ise boru gazı ile yatırım yapmıştır. Hâlihazırda doğal gaz erişiminin bulunmadığı beş ilçe olan Ayaş, Çamlıdere, Nallıhan, Gündül ve Evren ilçelerine de 2021 yılında dağıtım altyapısını genişletmeyi planlamaktadır.

Şirket'in Şubat 2016'da münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek bir GYO'ya dönüşmek suretiyle Şubat 2016 itibariyle kurumlar vergisinden muaf hâle gelmiştir.

Ancak Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından 1 Aralık 2017 tarihli ve 30257 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No:1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No:13)" ile 3 Nisan 2007 tarihli ve 26482 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No:1)'nin "5.5.4. Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları" başlıklı bölümünün birinci paragrafından sonra gelmek üzere "...Portföyü, yukarıda belirtilen gayrimenkul yatırım fon veya ortaklıklarından farklı olarak, altyapı yatırım ve hizmetleri gibi diğer varlık ve haklardan oluşan yatırım fon veya ortaklıklarının kazançlarının Kanununun 5 inci maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinin (4) numaralı alt bendi kapsamında istisnaya konu edilmesi mümkün değildir. Bu fon veya ortaklıkların, sermaye piyasası mevzuatına göre kurulmuş olmaları ya da unvanlarında "Gayrimenkul Yatırım Fonu" veya "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibarelerinin bulunması, bunların anılan istisnadan faydalanmasını sağlamayacaktır." şeklinde bir düzenleme yapılmıştır.

Şirket, geçmişe dönük düzenlemeler içeren, kanunda düzenlenmemiş olan bir verginin konulması sonucunu doğuran söz konusu tebliğin ivedilikle yürütmesinin durdurulması ve iptali için Danıştay'da dava açmıştır. Yürütmeyi durdurma talebi reddedilmiş olup, davanın esasın görüşülmesi süreci devam etmektedir. Danıştay savcısı tebliğin iptali yönünde görüş bildirmiştir. Şirket'in talebi ile yapılan duruşma 2 Mart 2021 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Karar beklenmektedir.

Vergi müfettişleri tarafından yapılan inceleme 26 Temmuz 2018 tarihinde sonuçlanmıştır. Rapor ile 2016 yılı kurumlar vergisi ve 2017 yılı birinci, ikinci ve üçüncü geçici vergi dönemlerini kapsayacak şekilde vergi tarhiyatı yapılmıştır. 2016 yılı kurumlar vergisi için yapılan tarhiyat tutarı olan 41.240.000 TL'lik vergi, Vergi Yapılandırma Kanunu'ndan yararlanılarak altı taksitte bir yılda ödenmiştir. 2017 yılı için yapılan tarhiyat, mahsup dönemi geçtiği için aynı Kanundan yararlanılarak ödenmemiştir.

Bu gelişmelerin yaşandığı 2018 yılında ise geçici vergi dönemlerinde ihtirazi kayıtla vergi beyanında bulunulmuştur. İhtirazi kayıtla yapılan her geçici vergi beyanı ve 2018 yılı kurumlar vergisi beyannamesi için vergi mahkemelerinde dava açılmıştır. Söz konusu davaların tamamı Şirket lehine sonuçlanmış, istinaf mahkemeleri tarafından da onaylanmıştır. Gelir İdaresi Başkanlığı temyiz yoluna başvurmuş olup, Danıştay'daki temyiz süreci henüz sonuçlanmamıştır.

Şirket, geçici vergi dönemleri için açtığı davalardan lehe sonuçlanan ilk davadan sonra, söz konusu dava sonucunu emsal göstererek, 2019 yılı geçici birinci kurumlar vergisi beyannamesinden başlayarak vergi beyannamelerini istisna kapsamında vermeye başlamış ve 2018 yılında ihtirazi kayıtlarla ödenerek davaya konu edilen vergileri mahsup yoluyla vergi dairesinden geri almıştır. Şirket, kurumlar vergisi beyannamelerini Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/1-d-4 maddesi hükmünden yararlanarak, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına tanınan istisna kapsamında vergiden istisnalı olarak vermekte ve vergi ödememektedir.

Ancak, GYO'lara uygulanan kurumlar vergisi istisnasının, münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işletecek GYO'lara uygulanmamasına ilişkin Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından 1 Aralık 2017 tarihli ve 30257 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No:1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri No:13)" ile 3 Nisan 2007 tarihli ve 26482 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kurumlar Vergisi Genel Tebliği (Seri No:1)'nin "5.5.4. Gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları" başlıklı bölümünün birinci paragrafından sonra gelmek üzere "...Portföyü, yukarıda belirtilen gayrimenkul yatırım fon veya ortaklıklarından farklı olarak, altyapı yatırım ve hizmetleri gibi diğer varlık ve haklardan oluşan yatırım fon veya ortaklıklarının kazançlarının Kanununun 5 inci maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinin (4) numaralı alt bendi kapsamında istisnaya konu edilmesi mümkün değildir. Bu fon veya ortaklıkların, sermaye piyasası mevzuatına göre kurulmuş olmaları ya da unvanlarında "Gayrimenkul Yatırım Fonu" veya "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibarelerinin bulunması, bunların anılan istisnadan faydalanmasını sağlamayacaktır." hükmünün iptal edilmesine ilişkin davanın temyiz sürecinin Şirket aleyhine sonuçlanarak kesinleşmesi halinde, Şirket, vergi istisnası kapsamında çıkacak ve vergilendirilebilir geliri üzerinden kurumlar vergisine (işbu İzahname tarihi itibarıyla 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 ve 2023 yılı için %20 olarak uygulanmaktadır) ve kâr dağıtımları üzerinden stopaja (işbu İzahname tarihi itibarıyla %15,0 olarak uygulanmaktadır) tabi olacaktır.

Şirket, kurumlar vergisi kesintisi olmayan dağıtılabılır gelirin %100'ünü temettü olarak dağıtmayı amaçlayan cazip bir temettü politikasının uygulanmasını öngörmektedir.

Şirket'in Stratejisi

Şirket'in hedefi aşağıdaki iş stratejilerini uygulamak suretiyle nakit temettü ödeyebilme yetisini en üst seviyeye çıkarmak üzere, güçlü nakit üretimi ile büyümeye ve marjın korunmasına odaklanmaktadır.

Teknoloji yatırımlarına odaklanmak

Şirket, doğal gaz dağıtım altyapısının verimlilik ve güvenilirliğini arttıracak yeni teknolojik uygulama ve çözümler geliştirmek suretiyle hizmet kalitesini arttırmayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda, dağıtım altyapısı modernizasyon programı kapsamında, tüm A, B ve C Tipi İstasyonların daha etkin bir şekilde izlenmesini sağlamak amacıyla, modern SCADA sistemini geliştirmiştir. Şirket ayrıca yeni mekanik sayaçlara geçişi kolaylaştırmak için, araştırma ve geliştirme faaliyetleri ile pilot programlara yönelik yatırımlar yapmıştır. Bu strateji kapsamında Şirket, 2026 yılsonuna kadar 578.260 adet eski nesil elektronik sayacın yenilenmesi için çalışmaktadır. Bu çalışma ile ölçüm güvenliğini artırmanın yanı sıra sayaç yatırımlarından dolayı tarife metodolojisi gereği getiri sağlayacaktır.

Organik büyümede karlılığı gözetmek

Şirket yüksek ve/veya çabuk getirili projelere yatırım yapmak istemektedir; bu kapsamda Ankara'nın merkezini çevreleyen yedi banliyö de dâhil olmak üzere komşu belediyelere gaz arzı sağlanması, Ankara ilini kapsayan doğal gaz dağıtım bölgesi genelinde yeni bağlantılar geliştirilmesi suretiyle gaz hacimlerinin artırılması planlanmaktadır.

Şirket'in yönetim kadrosu, Şirket'in Ankara ilini kapsayan doğal gaz dağıtım bölgesindeki münhasır dağıtım haklarından yararlanarak Şirket'in mevcut operasyonel kapsamını sürekli olarak geliştirmeyi ve doğal gaz dağıtım altyapısını Ankara'da gaz sağlanmayan bölgelere ulaştırmayı amaçlamaktadır. Bu çerçevede 2017 yılında Şereflikoçhisar ilçesine, 2019 yılında Haymana ilçesine, 2020 yılında Bala ve Kalecik ilçelerine ilk defa yatırım yapılmıştır. Bu yatırımlar devam etmektedir. 2021 yılında yine ilk defa Ayaş, Evren, Çamlıdere, Güdül ve Nallıhan ilçelerine yatırım yapılacaktır.

Organik büyüme stratejisi kapsamında Şirket'in yönetim kadrosu, doğal gaz dağıtım hattının modernizasyonu ve sayaç altyapısının yenilenmesi yoluyla Şirket'in mali açıdan rekabetçi yapısını sürdürmeyi planlamaktadır.

Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in PwC tarafından TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre hazırlanan gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 14 Gelir Tablosu

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Hasılat	3.035.622.626	4.058.776.051	5.034.842.325	2.205.468.744	2.408.918.384
Satışların maliyeti (-)	(2.606.930.885)	(3.548.746.362)	(4.432.683.908)	(1.858.806.571)	(1.952.637.139)
Brüt kar	428.691.741	510.029.689	602.158.417	346.662.173	456.281.245
Genel yönetim giderleri (-)	(27.178.190)	(42.633.437)	(41.721.516)	(9.781.094)	(12.460.066)
Pazarlama giderleri (-)	(3.025.491)	(4.066.095)	(4.889.148)	(1.901.521)	(1.592.765)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	113.116.952	28.580.083	62.501.914	17.433.669	15.698.813
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(224.503.297)	(119.146.778)	(170.499.357)	(32.760.437)	(70.051.877)
Esas faaliyet karı	287.101.715	372.763.462	447.550.310	319.652.790	387.875.350
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	151.834.831	154.674.745	221.349.262	56.733.700	77.721.638
Finansman geliri/(gideri) öncesi faaliyet karı	438.936.546	527.438.207	668.899.572	376.386.490	465.596.988
Finansman gelirleri	59.649.707	4.182	7.544.835	3.898.635	4.048.077
Finansman giderleri (-)	(87.227.760)	(111.850.210)	(143.753.506)	(36.807.722)	(59.588.673)
Vergi öncesi kar	411.358.493	415.592.179	532.690.901	343.477.403	410.056.392
Vergi gideri	(41.527.999)	-	-	-	-
Sürdürülen faaliyetler net dönem karı	369.830.494	415.592.179	532.690.901	343.477.403	410.056.392
DİĞER KAPSAMLI GELİR	-	-	-	-	-
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	369.830.494	415.592.179	532.690.901	343.477.403	410.056.392
Pay başına kazanç	0,53	0,59	0,76	0,49	0,59

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2018 yılında Şirket'in net satışları 3.035.622.626 TL iken, 2019 yılında %33,7 artarak 4.058.776.051 TL olmuştur. 2020 yılındaysa net satışlar bir önceki yıla göre %24 artarak 5.034.842.325 TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihlerinde sona eren yıllardaki ve 31.03.2020 ve 31.03.2021 tarihlerinde sona eren 3 aylık sürelerdeki satışlarının detayı aşağıdaki gibidir.

Şekil 15 Satışların Detayı

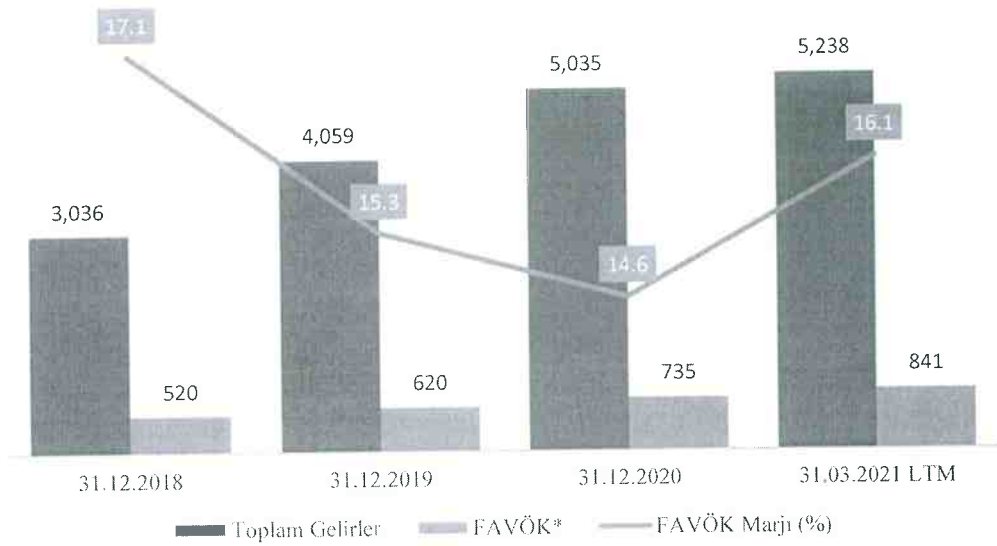
Gelir Kalemleri (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Mesken abonelerine gaz satışı	1.884.282.676	2.446.449.296	3.177.658.040	1.528.554.820	1.704.332.403
Mal ve hizmet üreten abonelere gaz satışı	937.361.029	1.321.002.411	1.505.741.876	640.217.325	644.907.902
Şebeke genişleme ve yenileme gelirleri	139.645.398	233.281.684	298.826.867	24.814.870	48.433.258
Gaz taşıma hizmet gelirleri	48.074.163	40.213.893	35.653.015	8.430.131	11.130.713
Bağlantı bedeli gelirleri	16.688.643	21.423.966	25.069.325	5.795.015	6.956.493
Diğer gelirler	21.531.305	17.200.899	18.327.617	4.324.321	7.045.677
Fatura düzeltmeleri (-)	(11.960.588)	(20.796.098)	(26.434.415)	(6.667.738)	(13.888.062)

Toplam	3.035.622.626	4.058.776.051	5.034.842.325	2.205.468.744	2.408.918.384
--------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in, 31 Aralık 2020'de sona eren yıldaki hasılatı; 5.034.842.325 TL olarak gerçekleşmiş olup söz konusu rakam, 31 Aralık 2019'da sona eren yılda gerçekleşen 4.058.776.051 TL ile karşılaştırıldığında, 976.066.274 TL tutarında veya %24 oranında bir artışı ifade etmektedir. Şirket'in en büyük gelir kalemi mesken abonelerine yapılan gaz satışlarıdır. 2020 yılında mesken abonelerine yapılan gaz satışı 2019 yılına kıyasla %30 artmış ve 3.177.658.040 TL olmuştur. İkinci en büyük gelir kalemi olan mal ve hizmet üreten abonelere gaz satışı ise 2020 yılında bir önceki yıla göre %14 artarak 1.505.741.876 TL olmuştur.

Şekil 16 Net Satış ve FAVÖK Gelişimi (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

*FAVÖK; 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.

Şirket'in, 31.03.2021 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı 841.026.965 TL'dir. 31 Aralık 2020'de sona eren yıldaki FAVÖK rakamı 735.447.040 TL, 31 Aralık 2019'da sona eren yılda gerçekleşen FAVÖK rakamı 620.339.582 TL ve 31 Aralık 2018'de sona eren yılda gerçekleşen FAVÖK rakamı ise 520.458.131 TL'dir. Öte yandan Şirket'in FAVÖK marjı, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren yıllar için sırasıyla %17,1, %15,3 ve %14,6 olarak gerçekleşmiştir. Son 12 aylık FAVÖK marjı ise %16,1'dir.

Şekil 17 Bilanço

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Dönen varlıklar				
Nakit ve nakit benzerleri	769.177.457	531.764.398	954.571.734	1.057.127.671
Finansal yatırımlar	-	1.755.718.587	1.651.948.945	1.660.528.431
Ticari alacaklar				
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	369.378.458	451.343.892	506.221.589	552.096.173
Diğer alacaklar				

- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	300.000.000	17.936.295	4.546.051	6.851.404
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	75.875.666	40.940.435	331.413	612.858
Stoklar	12.664.752	10.435.880	14.831.829	13.720.399
Peşin ödenmiş giderler	20.361.636	2.274.830	2.387.258	1.590.109
Diğer dönen varlıklar	252.446	154.238	128.662	42.550
Toplam dönen varlıklar	1.547.710.415	2.810.568.555	3.134.967.481	3.292.569.595
Duran varlıklar				
Diğer alacaklar				
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	954.000.000	-	-	
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	75.826	71.539	205.582	206.539
Maddi duran varlıklar	45.611.647	35.473.121	26.532.615	24.966.159
Maddi olmayan duran varlıklar				
- İmtiyaza bağlı maddi olmayan duran varlıklar	2.193.765.639	2.296.445.400	2.454.746.754	2.466.530.719
- Diğer maddi olmayan duran varlıklar	9.612.921	5.327.769	6.497.070	6.248.972
Kullanım hakkı varlıkları	-	184.781.743	164.025.114	155.406.561
Peşin ödenmiş giderler	5.774.824	2.092.182	-	
Toplam duran varlıklar	3.208.840.857	2.524.191.754	2.652.007.135	2.653.358.950
TOPLAM VARLIKLAR	4.756.551.272	5.334.760.309	5.786.974.616	5.945.928.545
Kısa vadeli yükümlülükler				
Kısa vadeli borçlanmalar	1.191.205	1.112.972	858.835	1.057.551
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	160.765.560	137.230.167	195.511.351	225.205.770
Diğer finansal yükümlülükler	143.150	212.225	192.909	196.550
Kısa vadeli kiralama yükümlülükleri	-	35.791.924	43.200.180	47.606.854
Ticari borçlar				
- İlişkili taraflara ticari borçlar	9.257.408	46.011.056	70.429.836	24.933.140
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	650.260.777	809.856.838	720.412.318	783.509.848
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	4.666.924	5.080.042	6.231.755	6.053.040
Diğer borçlar				
- İlişkili taraflara diğer borçlar	-	27.425.384	28.716.385	7.435.367
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	16.599.767	6.107.626	3.322.303	3.335.042
Ertelenmiş gelirler	486.136.354	568.177.366	555.680.656	378.770.399
Güvence bedeli	700.821.861	865.363.428	1.078.452.285	1.174.415.996
Kısa vadeli karşılıklar				
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	2.805.854	3.003.839	4.799.789	5.021.462
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	57.493.159	36.326.210	19.686.697	18.184.483
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	6.490.953	4.822.206	7.266.228	9.407.246
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	2.096.632.972	2.546.521.283	2.734.761.527	2.685.132.748
Uzun vadeli yükümlülükler				

Uzun vadeli borçlanmalar	345.500.000	322.500.000	554.500.000	554.500.000
Uzun vadeli kiralama yükümlülükleri	-	163.056.890	175.744.146	196.954.838
Ertelenmiş gelirler	333.819.469	390.667.953	431.637.532	435.220.030
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	6.054.524	6.636.108	11.064.638	11.440.507
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	685.373.993	882.860.951	1.172.946.316	1.198.115.375
Toplam yükümlülükler	2.782.006.965	3.429.382.234	3.907.707.843	3.883.248.123
ÖZKAYNAKLAR				
Ödenmiş sermaye	700.000.000	700.000.000	700.000.000	700.000.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	267.175.855	90.011.415	118.621.721	199.046.059
Geçmiş yıl karları	637.537.958	699.774.481	527.954.151	753.577.971
Net dönem karı	369.830.494	415.592.179	532.690.901	410.056.392
Toplam özkaynaklar	1.974.544.307	1.905.378.075	1.879.266.773	2.062.680.422
TOPLAM KAYNAKLAR	4.756.551.272	5.334.760.309	5.786.974.616	5.945.928.545

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerleme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmalarının pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi, kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğuna düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Şirket EPDK'nın bağımsız düzenleyici olarak sıkı regülasyonları tabi tuttuğu doğalgaz dağıtım sektöründe faaliyet göstermektedir. Doğalgaz dağıtım sektöründe, her bir tarife dönemi için dağıtım şirketlerinin elde edecekleri gelir tavanları belirlenir. Şirket'in her bir tarife dönemi için operasyonel öngörülere EPDK tarafından kontrol edilmekte ve uygun görülen şekilde onaylanarak, Şirket'lerin parametre tabloları ve son olarak tüketim kademelerine göre SKB tarifeleri hesaplanmaktadır. EPDK, şirketlerin tarife dönemi içerisinde performanslarını yakından takip etmekte, yapılan yatırımların, veya gerçekleşen tüketimlerin öngörülen tutarlardan fazla saptığı durumlarda şirketlerin tarifelerini güncelleyebilmektedir. Özetle, doğalgaz dağıtım piyasasında faaliyet gösteren Şirket'in gelirleri yüksek öngörülebilirliğe sahiptir.

Bu kapsamda, Şirket'in gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülmüş, Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket'in paylarının halka arz edileceği ve Şirket'in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde amaç belirli durumlara en uygun yöntemin bulunmasıdır. Değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı ve Şirket'e önemli ölçüde benzerlik taşıyan şirketlerin aktif olarak teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmesinden dolayı Pazar Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için ise Maliyet Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (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 itibariyle sahip olması öngörülen varlık tabanının 31.03.2021 tarihine indirgenmiş değeri kullanılmıştır.

Projeksiyonlar

Gelir ve Giderler

Raporun önceki bölümlerinde detaylı olarak anlatıldığı üzere Şirket'in birden çok gelir kalemi bulunmaktadır. Şirket doğal gaz alım maliyetlerini (özel tüketim vergisi dâhil) müşterilerine doğal gaz satış bedeli olarak yansıtmaktadır. Doğalgaz satış gelirlerinden sonra Şirket'in en büyük gelir kalemi dağıtım yapılan müşterilere yansıtılan sistem kullanım bedelidir.

Sistem kullanım bedellerine ek olarak Şirket, abone bağlantı bedelleri (sayaç gelirleri dâhil) ve diğer gelirler (proje onay ücretleri, açma ve kapama bedelleri gibi diğer ücretler) vasıtasıyla gelir elde eder.

Şirket'in ikinci büyük gelir kalemi bağlantı gelirleridir. Şirket konut abonelerinden abone bağlantı geliri elde ederken, yüksek tüketim sahip müşterilerinden (tesisler, fabrikalar, vb.) ise münferit hat geliri elde etmektedir.

Şirket'in giderlerinin büyük kısmı satılan malın maliyeti olarak muhasebeleştirilen doğalgaz alım bedellerinden oluşmaktadır. Şirket'in operasyonel giderlerinin neredeyse tamamı ise doğalgaz tarifesi uyarınca Şirket'in gelir gereksinimine dahil edilmektedir. Faaliyet giderlerinin projeksiyonlarının detayları halka arza ilişkin hazırlanan İzahname'nin ekinde yer alan Teknik Danışman Raporunda verilmektedir

Sektör 18 Gelir ve Gider Projeksiyonu

(‘000 TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Gaz Satış Gelirleri	5.351.010	5.703.727	6.434.754	7.161.808	7.905.469	8.690.041	9.699.753	10.630.594
Taşıma Gelirleri	40.147	52.765	59.527	66.253	73.133	80.391	95.888	105.090
Abone Bağlantı Gelirleri	47.614	65.983	69.496	68.871	68.744	73.804	79.250	85.108
Münferit Hat Gelirleri	20.967	34.126	37.538	41.292	45.421	49.963	54.960	60.456
Tarife Dışı Gelirler	21.480	22.763	25.679	28.682	31.855	35.284	39.508	44.239
Toplam Gelirler	5.481.218	5.879.363	6.626.995	7.366.906	8.124.622	8.929.484	9.969.360	10.925.487
Satılan Malın Maliyeti (-)	(4.297.349)	(4.582.909)	(5.170.285)	(5.754.468)	(6.351.996)	(6.982.395)	(7.662.922)	(8.398.297)
Brüt Kar	1.183.869	1.296.454	1.456.710	1.612.437	1.772.627	1.947.090	2.306.438	2.527.190
Operasyonel Giderler (-)	(426.528)	(533.307)	(570.517)	(613.807)	(654.793)	(696.833)	(752.843)	(809.822)
FAVÖK	757.341	763.147	886.193	998.630	1.117.834	1.250.257	1.553.595	1.717.368
(‘000 TL)	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Gaz Satış Gelirleri	11.637.293	12.726.779	13.904.300	15.267.051	16.657.239	18.164.177	19.798.065	21.569.930
Taşıma Gelirleri	115.042	125.812	137.453	154.168	168.206	183.423	199.922	217.814
Abone Bağlantı Gelirleri	91.410	98.188	103.979	111.716	120.036	128.984	138.604	148.949
Münferit Hat Gelirleri	66.501	73.152	80.467	88.513	97.365	107.101	117.811	129.592
Tarife Dışı Gelirler	49.536	55.467	62.108	69.544	77.871	87.194	97.634	109.324
Toplam Gelirler	11.959.782	13.079.398	14.288.307	15.690.992	17.120.716	18.670.879	20.352.037	22.175.610
Satılan Malın Maliyeti (-)	(9.193.601)	(10.054.309)	(10.984.565)	(11.992.259)	(13.084.250)	(14.267.949)	(15.551.367)	(16.943.166)
Brüt Kar	2.766.181	3.025.089	3.303.742	3.698.734	4.036.466	4.402.930	4.800.670	5.232.444
Operasyonel Giderler (-)	(867.841)	(926.973)	(987.296)	(1.048.894)	(1.111.856)	(1.176.275)	(1.242.252)	(1.309.893)
FAVÖK	1.898.340	2.098.116	2.316.446	2.649.839	2.924.610	3.226.654	3.558.417	3.922.551

Net İşletme Sermayesi (NİS)

Diğer projeksiyonlarla tutarlı olması açısından işletme sermayesine ilişkin projeksiyonlarda Vergi Usul Kanuna göre hazırlanmış ve son durumu en iyi şekilde yansıttığı düşünülen 31.12.2020 tarihli mizan dikkate alınmıştır. Bu kapsamda işletme sermayesi ihtiyacının net satışlara oranı -17% olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca “İşletme Sermayesi/Net Satışlar” oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

Projeksiyonlar 31.03.2021 tarihli finansallar baz alınarak yapıldığından 2021 yılı için işletme sermayesi değişimi hesaplanırken, 31.03.2021 tarihli Vergi Usul Kanuna göre hazırlanan mizanlar dikkate alınmıştır. Bu kapsamda bu tarihteki Şirket’in işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmış ve Şirket’in 31.12.2021 tarihindeki işletme sermayesi ihtiyacından düşülerek, 2021 yılı için işletme sermayesi değişimi bulunmuştur. Aşağıdaki tablolarda ilgili hesaplamalar ve projeksiyonlar gösterilmektedir.

Şekil 19 İşletme Sermayesi Hesabı

(*000 TL)	31.12.2020	31.03.2021
Ticari Alacaklar	339.971	377.025
Diğer Alacaklar	1.174	1.378
Stoklar	54.411	57.658
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları (faiz tahakkukları hariç)	204.153	196.599
Diğer Dönen Varlıklar (kar payı avansları hariç)	13.111	15.886
Ticari Borçlar (-)	876.868	867.417
Diğer Borçlar (-)	3.930	3.824
Alınan Avanslar (-)	23.075	23.575
Ödenecek Vergi ve Diğer Yükümlülükler (-)	22.993	26.824
Gelecek Aylara Ait Gelirler ve Gider Tahakkukları (faiz tahakkukları hariç)	478.951	342.428
Net İşletme Sermayesi	(792.998)	(615.523)
Satışlar	4.802.409	-
Net İşletme Sermayesi / Satışlar	(%17)	

Kaynak: Şirket

Şekil 20 Net İşletme Sermayesi (NİS) Projeksiyonu

(*000 TL)	03/2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NİS	(615.523)	(901.540)	(967.071)	(1.090.043)	(1.211.725)	(1.336.319)	(1.468.656)	(1.639.667)	(1.796.767)
NİS/Satışlar		-17%	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%
NİS Değişimi		(286.017)	(65.532)	(122.971)	(121.682)	(124.594)	(132.337)	(171.012)	(157.100)
(*000 TL)		2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
NİS		(1.966.680)	(2.150.578)	(2.349.102)	(2.579.493)	(2.814.201)	(3.068.632)	(3.344.510)	(3.643.697)
NİS/Satışlar		-17%	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%	-17%
NİS Değişimi		(169.913)	(183.897)	(198.525)	(230.391)	(234.708)	(254.431)	(275.877)	(299.187)

Yatırım Harcamaları

Şirket, doğalgaz dağıtım şebekesine yaptığı yatırımlar üzerinden gelir elde etmektedir, yatırımların detayları için halka arza ilişkin hazırlanan İzahname’nin ekinde yer alan Teknik Danışman Raporu incelenebilir. Şirket’in 31 Mart’dan sonra 2021 yılı içinde yapacağı yatırım

harcamaları belirlenirken, 31 Mart 2021 tarihine kadar yapılan yatırım tutarı dikkate alınmıştır. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca yapacağı yatırımları gösteren tablo aşağıda yer almaktadır.

Şekil 21 Yatırımlar Projeksiyonu

(*000 TL)	03/2021	2021 Toplam	2021 Kalan	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Yatırımlar	22.176	524.275	502.099	802.545	594.253	829.110	731.603	911.474	798.244
(*000 TL)	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Yatırımlar	1.015.917	1.126.074	1.070.017	1.017.678	1.768.740	1.880.559	1.779.678	1.856.139	1.983.210

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi için enflasyon tahminlere göre değişen AOSM tahmin edilmiştir.

2021 yılı için risksiz TL faizi 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 12 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %18,21 olarak dikkate alınmıştır. İlerleyen yıllardaki risksiz getiri oranı ise geçmiş yıllardaki risksiz getiri oranının enflasyon beklentisi (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından yayınlanan 12 aylık enflasyon beklenti anketi verileri kullanılmıştır) ile korelasyona göre tahmin edilmiştir. Yapılan regresyon analizi sonucunda enflasyon ve risksiz getiri oranında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edildiğinden ($R^2=0,8425$), projeksiyon dönemi için risksiz getiri oranı enflasyon tahminleri üzerinden modellenmiştir.

Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.

Şirket'in karlılığı, abonelerinden toplandığı güvence bedelleri ve sahip olduğu pozitif işletme sermayesi sayesinde 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla 2,7 milyar TL nakdi bulunmaktadır. Bundan dolayı AOSM hesaplanırken projeksiyon dönemi boyunca net nakitte olacağı dolayısıyla AOSM'nin sermaye maliyetine eşit olacağı ve hesaplamada kullanılan betanın da kaldıraçsız olacağı varsayılmıştır.

Kaldıraçsız beta değeri olarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde hesaplamaya dahil yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin kaldıraçsız betalarının yaklaşık 2 katı olan yurtiçindeki halka açık elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri olan Enerjisa (0,25) ve Zorlu Enerji'nin (0,27) 5 yıllık kaldıraçsız betalarının ortalaması olan 0,26 kullanılmıştır.

2026 yılında sonra enflasyon tahminleri %7,5'da sabitlediği için sermaye maliyeti/AOSM %11,1'de sabitlenmektedir.

Şekil 22 Sermaye Maliyeti/AOSM Tablosu

	2021	2022	2023	2024	2025	2026+
Enflasyon	16,5%	12,3%	9,2%	8,2%	7,7%	7,5%
Risksiz Getiri Oranı	18,2%	11,4%	10,4%	9,9%	9,7%	9,7%
Beta	0,26x	0,26x	0,26x	0,26x	0,26x	0,26x
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Sermaye Maliyeti	19,6%	12,8%	11,8%	11,4%	11,1%	11,1%
AOSM	19,6%	12,8%	11,8%	11,4%	11,1%	11,1%

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akışları yönetimi kapsamında 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. İndirgenmiş nakit akımları Şirket vergi ödemediği için amortisman giderlerine ilişkin vergi düzeltilmesi yapılmadan hesaplanmıştır.

Devam eden değer olarak ise halka arza ilişkin hazırlanan İzahname'nin ekinde yer alan Teknik Danışman Raporu'nda verilen Şirket'in 2036 yıl sonu itibariyle sahip olması öngörülen varlık tabanınının 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.

(*000 TL)	2021 Son 9 Ay	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Gelirler	3.377.850	5.879.363	6.626.995	7.366.906	8.124.622	8.929.484	9.969.360	10.925.487
FAVÖK	358.885	763.147	886.193	998.630	1.117.834	1.250.257	1.553.595	1.717.368
<i>FAVÖK Marjî</i>	11%	13%	13%	14%	14%	14%	16%	16%
NİS Değişimi	286.017	65.532	122.971	121.682	124.594	132.337	171.012	157.100
Yatırım Harcamaları (-)	(502.099)	(802.545)	(594.253)	(829.110)	(731.603)	(911.474)	(798.244)	(1.015.917)
Serbest Nakit Akımı (SNA)	142.802	26.134	414.912	291.202	510.826	471.120	926.363	858.550
İndirgeme Faktörü	1,14	1,29	1,44	1,60	1,78	1,97	2,19	2,43
İndirgenmiş SNA Değerleri	124.939	20.292	288.343	181.918	287.471	238.833	423.045	353.194
(*000 TL)	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Gelirler	11.959.782	13.079.398	14.288.307	15.690.992	17.120.716	18.670.879	20.352.037	22.175.610
FAVÖK	1.898.340	2.098.116	2.316.446	2.649.839	2.924.610	3.226.654	3.558.417	3.922.551
<i>FAVÖK Marjî</i>	16%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	18%
NİS Değişimi	169.913	183.897	198.525	230.391	234.708	254.431	275.877	299.187
Yatırım Harcamaları (-)	(1.126.074)	(1.070.017)	(1.017.678)	(1.768.740)	(1.880.559)	(1.779.678)	(1.856.139)	(1.983.210)
Serbest Nakit Akımı (SNA)	942.179	1.211.997	1.497.293	1.111.490	1.278.759	1.701.408	1.978.155	2.238.528
İndirgeme Faktörü	2,70	3,00	3,33	3,69	4,10	4,55	5,05	5,61
İndirgenmiş SNA Değerleri	349.159	404.607	450.277	301.107	312.066	374.031	391.743	399.342
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 Savaş Yükümlülüğü (-)	(335.049)							
Finansal Borçlar (-)	(780.960)							
Nakit ve Finansal Yatırımlar (+)	2.717.656							
Özsermaye Değeri (31.03.2021)	9.136.394							
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,02							
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	9.348.440							

*Şirketin müşterilerinden topladığı güvence bedellerine ilişkin yükümlülüğü enflasyon ile güncellenirken, tarife yapılandırma ötürü Şirket toplandıği güvence bedellerinden halihazırda %14,38 oranında getiri elde edilmektedir. Dolayısıyla güvence bedeli yükümlülüğünün bugünkü değeri hesaplanırken bakiye enflasyon ile projeksiyon dönemi sonuna götürülmüş ve %14,38 ile iskonto edilmiştir.

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 yansıtması 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.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

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

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirme yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda 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 İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XELKT kodlu BIST Elektrik endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir.

Şekil 24 BIST Elektrik Endeksinde Yer Alan Şirketler

Endeks	Şirket Kodu	Şirket
XELKT	AKENR.E	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.
XELKT	AKSEN.E	Aksa Enerji Üretim A.Ş.
XELKT	AKSU.E	Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.
XELKT	AYDEM.E	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.
XELKT	AYEN.E	Ayen Enerji A.Ş.
XELKT	BIOEN.E	Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.
XELKT	CANTE.E	Çan2 Termik A.Ş.
XELKT	ENJSA.E	Enerjisa Enerji A.Ş.
XELKT	ESEN.E	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.
XELKT	GWIND.E	Galata Wind Enerji A.Ş.
XELKT	NATEN.E	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.
XELKT	NTGAZE	Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.
XELKT	ODAS.E	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.
XELKT	PAMELE	Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.
XELKT	ZOREN.E	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Kaynak: Borsa İstanbul A.Ş.

Şekil 25 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları

Şirket	Faaliyet Alanın İlişkin Özet Bilgi
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	1.224 MW kurulu güce sahip şirketin 1 Doğal Gaz Çevrim (904 MW), 1 rüzgar (28 MW) ve 7 hidroelektrik (292 MW) santrali bulunmaktadır. Ek olarak, inşaat aşamasında 198 MW HES projesi olan şirketin, elektrik perakende satışı, doğalgaz ithalatı ihracatı ve toptan ticareti faaliyetleri de bulunmaktadır.
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	Yurtiçinde 1.470 MW kurulu güce sahip şirketin 2 Doğal Gaz Çevrim (1.047 MW), 1 akaryakıt (153 MW) ve 1 linyit (270 MW) santrali bulunmaktadır. Ek olarak, şirketin yurtdışında toplam 470 MW kapasiteli akaryakıt enerji santrali bulunmaktadır.
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	Şirketin 8 MW kurulu güce sahip güneş enerjisi santralleri, 16 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali bulunmaktadır. Şirketin ayrıca 103,4 MW kapasiteli HES projesinde %16,74 oranında iştirak payı bulunmaktadır.
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	25 elektrik üretim santralinin tamamı yenilenebilir enerji üreten Şirket 1 GW kurulu kapasiteye sahiptir. Portföyü ağırlıklı hidroelektrik santrallerinden oluşmaktadır.
Ayen Enerji A.Ş.	Mevcut toplam gücü 408,86 MW'dır. Bu portföyün kurulu gücü 278,61 MW'si HES, 130,25 MW'si RES'den oluşmaktadır. Şirketin yatırımı devam eden toplam 209 MW kapasiteli HES projeleri bulunmaktadır.
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	Şirket Türkiye genelinde çöp gaz, biyometanizasyon ve biyokütle faaliyetleri yürütmektedir. Ayrıca atık ayırma ve bertaraf hizmeti de veren firma, bu atıklardan yakıt üretebilmektedir.
Çan 2 Termik A.Ş.	Şirket, Çanakkale'nin Çan ilçesinde yer alan 330 MWe kapasiteli Çan 2 Termik Santrali'nin sahibidir.

Enerjisa Enerji A.Ş.	Şirket İstanbul'un Anadolu yakası ile, Ankara, Adana ve Gaziantep şehirlerinde elektrik dağıtımını yapmaktadır.
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	Şirket 98 MW güce sahip güneş enerjisi santrallerine sahiptir. Şirket ayrıca, yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan bir EPC şirkettir. 2020 yılsonu itibarıyla satışlarının %42'si enerji üretiminden gelmektedir.
Galata Wind Enerji A.Ş.	Galata Wind 259 MW kurulu güce sahip olan bir yenilenebilir enerji firmasıdır. Portföyü ağırlıklı rüzgar santrallerinden oluşmaktadır.
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	Naturel Enerji yurtiçinde işletmede olan 44 MW kapasiteli santrallere sahiptir. Ayrıca, Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin sermayesinin tamamına sahiptir. Ek olarak, enerji santrali müteahhithliği de yapmaktadır.
Naturalgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Naturalgaz taşıma doğalgaz alanında Türkiye'nin lider firmalarındandır. Ağırlıklı NCG ve LNG taşıması yapmaktadır.
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	Şirket 140 MW kapasiteli doğal gaz çevrim santraline, 8,2 MW kapasiteli hidroelektrik santraline, 340 MW kapasiteli termik santrale sahiptir. Şirket ek olarak, doğal gaz toptan satışı, elektrik ticareti, kömür madenciliği ve değerli metal madenciliği faaliyetlerini de yürütmektedir.
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	Şirket 6,7 MW kurulu güce sahip Hidroelektrik Santrali ile yenilenebilir elektrik enerjisi üretmektedir.
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	991 MW kurulu güce sahip olan Şirket aynı zamanda, Eskişehir, Afyonkarahisar, Bilecik, Kütahya ve Uşak'da elektrik dağıtımını, Edirne-Kırklareli-Tekirdağ ile Gaziantep-Kilis-Nizip'de doğal dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket 2020 yılında FAVÖK'ünün %30'unu elektrik %8'ini ise doğalgaz dağıtım faaliyetlerinden elde etmiştir.

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve KAP

Şekil 26 Yurt İçi Benzer Şirket ED/FAVÖK Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD / FAVÖK LTM
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	1.123	7.643	454	16,84x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	8.280	11.490	1.639	7,01x
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	97	136	10	13,33x
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	5.839	6.320	1.046	6,04x
Ayen Enerji A.Ş.	1.564	3.886	258	15,04x
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	2.491	2.844	131	21,79x
Çan2 Termik A.Ş.	1.977	3.614	264	13,69x
Enerjisa Enerji A.Ş.	12.610	19.331	3.021	6,40x
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	1.895	2.098	76	27,73x
Galata Wind Enerji A.Ş.	2.411	2.898	266	10,91x
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	1.210	1.640	72	22,69x
Naturalgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.041	1.148	88	13,11x
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	1.545	3.861	298	12,94x
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	490	523	9	55,91x

Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4.226	18.327	1.968	9,31x
Ortalama*				7,86x

Kaynak: CapitalIQ veritabanı ve KAP

*Üzeri çizili olan değerler ortalamaya dahil edilmemiştir.

Yurtiçinde faaliyet gösteren halka açık enerji şirketleri içerisinde sadece Enerjisa ve Zorlu Enerji elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri ile iştigal etmektedir. Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere bu şirketlerin FAVÖK çarpanları elektrik üretimiyle iştigal eden şirketlerden ayrılmaktadır. Dolayısıyla muhafazakar kalınması adına göreceli olarak yüksek olan XELKT çarpanı yerine değerlendirilmede Enerjisa ve Zorlu Enerji'nin çarpanları kullanılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket'in sahip olduğu regüle tarife yapısına en yakın olduğu düşünülen Avrupa'da faaliyet gösteren doğalgaz, elektrik ve su dağıtım şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Sekil 27 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları

Şirket Kodu	Şirket	Ülke	Faaliyet Alanına İlişkin Özet Bilgi
XTRA:EOAN	E.ON SE	Almanya	Almanya menşeli E.ON uluslararası bir entegre altyapı firmasıdır. Elektrik ve doğalgaz dağıtım yapan firma aynı zamanda bakım onarım hizmetleri de sunmaktadır.
ENXTPA:ELEC	Électricité de Strasbourg Société Anonyme	Fransa	Firma Fransa'da elektrik ve doğalgaz dağıtım yapmaktadır. İlaveten mühendislik ve termal renovasyon hizmetleri sunmaktadır.
ENXTBR:ELI	Elia Group SA/NV	Belçika	Elia ağırlıklı olarak Belçika'da faaliyet gösteren bir elektrik iletim firmasıdır. 18.990 km yüksek akım hattını yöneten firma elektrik üreticilerine, dağıtım şirketlerine ve sanayi müşterilerine hizmet etmektedir.
BME:ENG	Enagás, S.A.	İspanya	Enegas, İspanya'ya ek olarak Meksika, Şili, Peru, Yunanistan, İtalya ve ABD gibi ülkelerde faaliyet gösteren bir doğalgaz altyapı firmasıdır. Sahip olduğu 12.000 km boru hattı üzerinden doğalgaz taşıması yapan Enegas'ın aynı zamanda doğalgaz depolama ve regazifikasyon faaliyetleri mevcuttur.
SWX:EDHN	Energiedienst Holding AG	İsviçre	İsviçre menşeli firma, yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretip bunun satışını ve dağıtımını yapmaktadır. Yaklaşık 270.000 gerçek ve tüzel kişiye hizmet vermektedir.
ENXTBR:FLUX	Fluxys Belgium SA	Belçika	Fluxys Belçika'da faaliyet gösteren bir doğalgaz taşıma firmasıdır. Aynı zamanda doğalgaz depolama faaliyetleri mevcuttur.
LSE:NG	National Grid Plc	Birleşik Krallık	National Grid, İngiltere'de ve ABD'de faaliyet gösteren bir doğalgaz ve elektrik dağıtım firmasıdır. İngiltere'de 8 doğalgaz dağıtım bölgesinde faaliyet gösteren National Grid, 7.630 km yüksek basınç doğalgaz dağıtım hattına sahiptir.
LSE:PNN	Penon Group Plc	Birleşik Krallık	Firma regüle su dağıtımını yapmakta, aynı zamanda atık su servisleri sunmaktadır. 18.370 km kullanım suyu boru hattı ve 17.515 km atık su boru hattına

			sahip firmanın 2 milyonun üzerinde müşterisi bulunmaktadır.
BME:REE	Red Eléctrica Corporación, S.A.	İspanya	Red Eléctrica'nın ana faaliyet konusu elektrik iletimidir. İspanya ve diğer ülkelerde yaklaşık 45.000 km lik bir elektrik iletim ağını yöneten şirketin, aynı zamanda hem elektrik hem de telekom altyapı danışmanlık ve mühendislik faaliyetleri mevcuttur.
ENXTLS:RENE	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	Portekiz	REN, Portekiz'de faaliyet gösteren bir elektrik ve doğalgaz iletim firmasıdır. Portekiz'in iletim ve dağıtım sistemlerini yöneten firma, doğalgaz ve elektrik ithalatı, ihracatı ve ticareti yapmaktadır. REN'in aynı zamanda doğalgaz depolama faaliyetleri de mevcuttur.
LSE:SVT	Severn Trent Plc	Birleşik Krallık	Firma regüle su dağıtımını yapmakta, aynı zamanda atık su servisleri sunmaktadır.4,6 milyon gerçek ve tüzel kişiye hizmet vermektedir.
BIT:SRG	Snam S.p.A.	İtalya	Snam, İtalya'da faaliyet gösteren entegre bir doğalgaz altyapı firmasıdır. Sahip olduğu 32.600 km yüksek ve orta basınç boru hatlarıyla doğalgaz taşıması yapan SNAM'ın, aynı zamanda doğalgaz depolama ve regazifikasyon faaliyetleri mevcuttur.
BIT:TRN	Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	İtalya	Ana faaliyeti elektrik iletimi olan Terna, ek olarak elektrik iletim sistemi için projelendirme, yapım ve bakım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Ayrıca güç transformatörleri üreten firmanın, yenilenebilir enerji yatırımları da mevcuttur.
LSE:UU	United Utilities Group Plc	Birleşik Krallık	Firma regüle su dağıtımını yapmakta, aynı zamanda atık su servisleri sunmaktadır. 42.000 km kullanım suyu boru hattı ve 78.000 km atık su boru hattına sahip firmanın 3 milyon gerçek ve 200.000 tüzel kişi müşterisi bulunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

Şekil 28 Yurt Dışı Benzer Şirket FÖ/FAVÖK Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD / FAVÖK LTM
E.ON SE	281.048	652.471	72.856	8,99x
Électricité de Strasbourg Société Anonyme	8.427	7.527	1.399	5,51x
Elia Group SA/NV	61.809	141.798	8.989	15,94x
Enagás, S.A.	51.056	96.278	7.053	13,63x
Energiedienst Holding AG	11.137	10.333	895	11,46x
Fluxys Belgium SA	24.524	38.461	3.073	12,45x
National Grid Plc	391.743	766.555	55.891	13,84x
Pennon Group Plc	51.841	61.802	2.806	22,37x
Red Eléctrica Corporación, S.A.	88.364	149.371	15.379	9,80x
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	15.729	44.383	4.552	9,48x
Severn Trent Plc	70.465	147.365	10.078	22,40x
Snam S.p.A.	159.831	300.862	22.143	13,53x

Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	125.690	221.774	18.097	12,41x
United Utilities Group PLC	79.132	175.545	13.086	13,54x
Ortalama*				12,28x

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

*Üzeri çizili olan uç değerler ortalamaya dahil edilmemiştir..

Benzer yurtdışı İD / FAVÖK LTM çarpanları arasından 20'den büyük olan 2 adet çarpan ile en düşük çarpan uç değer olarak ortalamaya dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizi Sonucu

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.

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.

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

Sekil 29 Çarpan Analizi Tablosu

	Ağırlık	FD/FAVÖK Çarpanı	31.03.2021 LTM FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	%80	7,9x	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

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.

Başkentgaz Değerlemesi Sonucu

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.

Şekil 30 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.

Şekil 31 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 hesaplanmaktadır.

Ek: Sorumluluk Beyanı

Ek: Sorumluluk Beyanı

**SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA**
Eskişehir Yolu 8. Km no:156



Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sokak No : 1 34337
Etiler - Beşiktaş - İstanbul
Tel : (0212) 384 10 10
Fax: (0212) 352 42 40
Ticaret Sicil No: 235103
Mersis No: 0-3890-0068-3300011
www.garantiyatirim.com.tr

İstanbul, 17.05.2021

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sok. No:1 34337
Beşiktaş - İSTANBUL

S. Akın Kozikoğlu
Birim Müdürü

Utku Ergüder
Genel Müdür