

# BAŞKENT DOĞALGAZ DAĞITIM GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş ANONİM ŞİRKETİ

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park  
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL  
Tel: 0212 319 12 10

03 Haziran 2021

## 1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Rapor da yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Şirket", "Başkentgaz" ) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 17 Mayıs 2021 tarihli Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., 2007 yılında kurulmuş olup, 2013 yılında gerçekleştirilmiş olan özelleştirme ile Torunlar Enerji bünyesinde faaliyetlerini sürdürmeye devam etmektedir. Şirket 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, sahip olduğu 1.897.564 aktif abone sayısı ile abone bazında Türkiye'nin en büyük ikinci doğalgaz dağıtım şirkettir. Şirket EPDK dağıtım lisansı çerçevesinde Ankara'nın 25 ilçesi içerisindeki en yüksek nüfus yoğunluğuna sahip olan 17 ilçede doğalgaz dağıtımını yapmakta ve ilaveten 5 ilçe Şirket lisans alanında olup, söz konusu ilçelere 2021 yılında CNG/LNG yöntemi ile bu ilçelere doğalgaz dağıtımını yapılması planlanmaktadır.

Başkentgaz'ın 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin toplam doğalgaz dağıtım hacminin dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Toplam Doğalgaz Dağıtım Hacmi	31.12.2018		31.12.2019		31.12.2020	
	Hacim(milyon sm <sup>2</sup> )	Payı (%)	Hacim(milyon sm <sup>2</sup> )	Payı (%)	Hacim(milyon sm <sup>2</sup> )	Payı (%)
Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşteri	2.075,40	54,8%	2.334,30	64,2%	2.408,70	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%	931,20	25,6%	677,10	19,3%
<i>Doğalgaz Satış**</i>	380,60	10,1%	371,20	10,2%	418,20	11,9%
<b>Toplam Doğalgaz Dağıtım Hacmi</b>	<b>3.785,10</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.636,80</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.504,10</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Başkentgaz İzahname

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

\*\* Doğrudan Şirket'ten doğalgaz satın alan serbest tüketiciler tarafından tüketilen doğalgaz tutarına tekabül eder.

### 3- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 175.000.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Sermaye artışı yoluyla ihraç planlanmamaktadır. Halka arz fiyatı 9,72 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 1.701.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 6.804.000.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 03-04 Haziran 2021 tarihleri arasında “Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul’da Yıldız Pazar’da işlem görecektir. Şirket, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün boyunca bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını ve yeni iktisap olunan paylar da dahil olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını taahhüt etmiştir. Buna ek olarak, halka arz eden pay sahibi Torunlar Enerji, 180 Gün süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde Borsa’da veya Borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını; taahhüt etmiştir.

<b>Halka Arz Tarihleri</b>	3 - 4 Haziran 2021
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	9,72 TL
<b>Aracılık ve Halka Arz Yöntemi</b>	“En İyi Gayret Aracılığı” ve “Sabit Fiyat İle Talep Toplama”
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi</b>	700.000.000 TL nominal
<b>Halka Arz Edilen Miktar ve Türü</b>	175.000.000 TL nominal (Ortak Satışı) Toplam 175.000.000 TL nominal
<b>Halka Arz Oranı</b>	%25,00
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi</b>	700.000.000 TL
<b>Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)/ Pazarı</b>	Yıldız Pazar
<b>Tahsisatlar</b>	63.000.000 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%36) 70.000.000 TL Torunlar Grubu ve İhraççı Çalışanları'ndan Oluşan Yatırımcılar (%40) 31.500.000 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%18) 10.500.000 TL Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%6)
<b>Taahhütler</b>	Şirket, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 Gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etmiştir. Halka Arz Eden Pay Sahibi Torunlar Enerji, 180 Gün süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde Borsa’da veya Borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını; taahhüt etmiştir. Halka Arz Eden Pay Sahibi Torunlar Enerji, paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa’da satılmayacağını, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmiştir. Ayrıca, Halka Arz Edilecek Payları'dan herhangi bir kısmının, Torunlar Enerji'yi nihai olarak kontrol eden ortaklar veya bu ortaklar tarafından doğrudan ve dolaylı olarak kontrol edilen diğer şirketler/teşebbüsler tarafından satın alınması halinde, Halka Arz Edilecek Payları satın almak için dağıtım listesinde ismi geçen ilgili Torunlar Grubu Şirketi tarafından Garanti Yatırım'a 180 günlük satmamam taahhüdü verilecektir.
<b>Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler</b>	Payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gündür. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde, Halka Arz Eden Pay Sahibi portföyünden Halka Arz Edilecek Paylar'dan toplam 52.500.000 TL nominal değerdeki kısmının satışından elde edilecek 510.300.000 TL'ye tekabül eden hasılatın kullanılmasını planlanmaktadır.

#### 4- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Unvanı/Adı Soyadı	Halka Arzdan Önce		Halka Arzdan Sonra	
	TL	(%)	TL	(%)
Torunlar Enerji	700.000.000	100,00%	525.000.000	75,00%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	175.000.000	25,00%
<b>Toplam</b>	<b>700.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>700.000.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Başkentgaz İzahnamesi

#### 5- Halka Arz Gerekçeleri

- Şirket'in kurumsallaşması,
- Şirket değerinin ortaya çıkması,
- Şirket bilinirlik ve tanınırlığının pekiştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması hedeflenmektedir.

#### 6- Finansal Tablolar

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

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Başkentgaz Bağımsız Denetim Raporu

Bilanço (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1.547.710.415</b>	<b>2.810.568.555</b>	<b>3.134.967.481</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	769.177.457	531.764.398	954.571.734
Finansal Yatırımlar	-	1.755.718.587	1.651.948.945
Ticari Alacaklar	369.378.458	451.343.892	506.221.589
Diğer Alacaklar	375.875.666	58.876.730	4.877.464
Stoklar	12.664.752	10.435.880	14.831.829
Peşin Ödenmiş Giderler	20.361.636	2.274.830	2.387.258
Diğer Dönen Varlıklar	252.446	154.238	128.662
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>3.208.840.857</b>	<b>2.524.191.754</b>	<b>2.652.007.135</b>
Diğer Alacaklar	954.075.826	71.539	205.582
Maddi Duran Varlıklar	45.611.647	35.473.121	26.532.615
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.203.378.560	2.301.773.169	2.461.243.824
Peşin Ödenmiş Giderler	5.774.824	2.092.182	-
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	184.781.743	164.025.114
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>4.756.551.272</b>	<b>5.334.760.309</b>	<b>5.786.974.616</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.096.632.972</b>	<b>2.546.521.283</b>	<b>2.734.761.527</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	<b>1.191.205</b>	<b>1.112.972</b>	<b>858.835</b>
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	160.765.560	137.230.167	195.511.351
Diğer Finansal Yükümlülükler	143.150	212.225	192.909
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	-	35.791.924	43.200.180
Ticari Borçlar	659.518.185	855.867.894	790.842.154
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.666.924	5.080.042	6.231.755
Diğer Borçlar	16.599.767	33.533.010	32.038.688
Ertelenmiş Gelirler	486.136.354	568.177.366	555.680.656
Güvence Bedeli	700.821.861	865.363.428	1.078.452.285
Kısa Vadeli Karşılıklar	60.299.013	39.330.049	24.486.486
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.490.953	4.822.206	7.266.228
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>685.373.993</b>	<b>882.860.951</b>	<b>1.172.946.316</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	345.500.000	322.500.000	554.500.000
Uzun Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	-	163.056.890	175.744.146
Ertelenmiş Gelirler	333.819.469	390.667.953	431.637.532
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.054.524	6.636.108	11.064.638
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>1.974.544.307</b>	<b>1.905.378.075</b>	<b>1.879.266.773</b>
Ödenmiş Sermaye	<b>700.000.000</b>	<b>700.000.000</b>	<b>700.000.000</b>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	267.175.855	90.011.415	118.621.721
Geçmiş Yıl Karları	637.537.958	699.774.481	527.954.151
Net Dönem Karı	369.830.494	415.592.179	532.690.901
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>4.756.551.272</b>	<b>5.334.760.309</b>	<b>5.786.974.616</b>

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Başkentgaz Bağımsız Denetim Raporu

## 7- Başkentgaz'ın Güçlü Yönleri

- a. Cazip makro temeller ve Türkiye'nin stratejik konumu
- b. Doğalgazın Türkiye'de tercih edilen bir yakıt türü olması
- c. Ankara'da sahip olunan münhasır doğalgaz dağıtım hakkının yanı sıra yeni yatırımlar yoluyla bölge genelinde genişleme imkanı
- d. Düzenlemeye tabi sistem kullanım bedellerinin gelirlerdeki öngörülebilirliği sağlaması
- e. Doğalgaz fiyatlarındaki değişime karşı korunaklı yapı
- f. Güçlü nakit akış üretimi cazip temettü politikası

## 8- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Garanti Yatırım'ın hazırladığı 17 Mayıs 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

### • Piyasa Çarpanları Yöntemi

Garanti Yatırım, "Piyasa Çarpanları" yönteminde Şirket'le benzer faaliyet alanına sahip şirketler seçmeye özen göstermiştir. Bu çalışma kapsamında hem yurt içi hem de Dünya borsalarında işlem gören benzer şirketleri baz almıştır. Şirket'in faaliyetlerine uygunluğu gözeticilerle, söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı baz alınarak analizi yapılmıştır.

#### ➤ Yurtiçi Benzer Şirketler

Garanti Yatırım, yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında BİST Elektrik endeksi altında yer alan şirketleri incelemiştir. Bu çalışma kapsamında görece yüksek olan BİST Elektrik Endeksi çarpanının kullanılması yerine muhafazakar kalınması adına Enerjisa ve Zorlu Enerji'nin çarpanları dahil edilmiştir. Çalışma doğrultusunda çarpanları baz alınan iki şirket'in FD/FAVÖK çarpanı ortalaması alınarak yurt içi benzer şirketler çarpanı 7,86 olarak bulunmuştur.

#### ➤ Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Garanti Yatırım, yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde Şirket'in sahip olduğu regüle yapısına en uygun olduğu düşünülen Avrupa'da faaliyet gösteren 14 adet doğalgaz, elektrik ve su dağıtım şirketine yer vermiştir. Bu çalışma doğrultusunda, yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları arasından 20'den büyük olan 2 adet çarpan ile en düşük çarpan uç değer olarak belirlenmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir. Çalışmada baz alınan şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı ortalaması alınarak yurt dışı benzer şirketler çarpanı 12,28 olarak bulunmuştur.

Sonuç olarak pazar yaklaşımı kapsamında Şirket'in şirket değeri 7.351.270.685 TL olarak hesaplanmıştır. Finansal borçlara, güvence bedellerine, ön ödemeli sayaç yükümlülüğüne ilişkin düzeltmeler sonrasında özkaynakdeğeri Garanti Yatırım tarafından yapılan değerlendirme tarihi itibarıyla 8.471.147.919 TL olarak hesaplanmıştır.

	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
			<b>Hesaplanan Şirket Değeri</b>	<b>7.351.270.685</b>
			Finansal Borç (-)	780.959.871
			Güvence Bedelleri (-)	481.770.243
			Ön Ödemeli Savaş Yükümlülüğü (-)	335.048.754
			Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	2.717.656.102
			<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>84.717.919</b>

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

- **İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi**

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, Garanti Yatırım 2021-2036 yılları için projeksiyon gerçekleştirmiştir. Bu projeksiyon çerçevesinde, Şirket’in projeksiyon dönemi boyunca “İşletme Sermayesi/Net Satışlar” oranının sabit kalacağı varsayılarak oran -17% olarak hesaplanmıştır.

Rapor’da AOSM’nin %18,8 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit indirgeme oranı kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı, Türkiye 10 yıllık TL tahvil faiz getirisi (12 Mayıs 2021) olan %18,21 olarak alınmıştır. Hisse senedi risk primi için %5,5 öngörülmüştür. Beta hesaplaması yapılırken projeksiyon dönemi boyunca Şirket’in karlılığının net nakitte olacağı dolayısıyla AOSM’nin sermaye maliyetine eşit olacağı ve projeksiyonda kullanılan betanın kaldıraçsız olacağı öngörülmüştür. Garanti Yatırım kaldıraçsız beta değeri olarak, Borsa İstanbul’da işlem gören elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri olan Enerjisa ve Zorlu Enerji’nin 5 yıllık kaldıraçsız beta ortalaması olan 0,26’yı çalışmalarına dahil etmiştir. Projeksiyon çerçevesinde 2026 yılından sonra enflasyon tahminlerinin %7,5’de sabitlenmesi sebebiyle sermaye maliyeti/AOSM’nin %11,1’de sabitlenmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde Başkentgaz’ın 31.03.2021 tarihi itibarıyla firma 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 yansıması amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlendirme kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %19,5 dikkate alınarak özsermaye değeri 17 Mayıs 2021 tarihine getirilmiştir. Bu özsermaye değeri, sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanan değerlendirme faktörü ile çarpılarak değerlendirme tarihindeki özsermaye değeri 9.348.439.654 TL olarak bulunmuştur.

İNA (bin TL)	2021 Son 9 Ay	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Gelirler	3.377.850	579.363	6.626.995	7.366.906	8.124.622	8.929.484	9.969.360	10.925.487	11.959.782	13.079.398
<b>FAVÖK</b>	<b>358.885</b>	<b>763.147</b>	<b>886.193</b>	<b>998.630</b>	<b>1.117.843</b>	<b>1.250.257</b>	<b>1.553.595</b>	<b>1.717.368</b>	<b>1.898.340</b>	<b>2.098.116</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
NİS Değişimi	286.017	6.552	122.971	121.682	124.594	132.337	171.012	157.100	169.913	183.897
Yatırım Harcamaları	-502.099	-802.545	-594.253	-829.110	-731.603	-911.474	-798.244	-1.015.917	-1.126.074	-1.070.017
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>142.802</b>	<b>26.134</b>	<b>414.912</b>	<b>291.202</b>	<b>510.826</b>	<b>471.120</b>	<b>926.363</b>	<b>858.550</b>	<b>942.179</b>	<b>1.211.997</b>
İndirgenme Faktörü	1,14	1,29	1,44	1,60	1,78	1,97	2,19	2,43	2,70	3,00
<b>İndirgenmiş SNA Değerleri</b>	<b>124.939</b>	<b>20.292</b>	<b>288.343</b>	<b>181.918</b>	<b>287.471</b>	<b>238.833</b>	<b>423.045</b>	<b>353.194</b>	<b>349.159</b>	<b>404.607</b>
<b>SNA İndirgenmiş Değer Toplamı</b>									<b>4.900.368</b>	

İNA (bin TL)	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Gelirler	14.288.307	15.690.992	17.120.716	18.670.879	20.352.037	22.175.610
<b>FAVÖK</b>	<b>2.316.446</b>	<b>2.649.839</b>	<b>2.924.610</b>	<b>3.226.654</b>	<b>3.558.417</b>	<b>3.922.551</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>
NİS Değişimi	198.525	230.391	234.708	254.431	275.877	299.187
Yatırım Harcamaları	-1.017.678	-1.768.740	-1.880.559	-1.779.678	-1.856.139	-1.983.210
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>1.497.293</b>	<b>1.111.490</b>	<b>1.278.759</b>	<b>1.701.408</b>	<b>1.978.155</b>	<b>2.238.528</b>
İndirgenme Faktörü	3,33	3,69	4,10	4,55	5,05	5,61
<b>İndirgenmiş SNA Değerleri</b>	<b>450.277</b>	<b>301.107</b>	<b>312.066</b>	<b>374.031</b>	<b>391.743</b>	<b>399.342</b>

2037 Başı Varlık Tabanı	17.467.689
<b>İndirgenmiş Varlık Tabanı</b>	<b>3.116.149</b>
<b>Şirket Değeri</b>	<b>8.016.517</b>
Güvence Bedelleri *	-481.770
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü	-335.049
Finansal Borçlar	<b>-780.960</b>
Nakit ve Finansal Yatırımlar	2.717.656
<b>Öz Sermaye Değeri (31.03.2021)</b>	<b>916.394</b>
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,02
<b>Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri</b>	<b>9.348.440</b>

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

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



## 9- Sonuç

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında %50 "İndirgenmiş Nakit Akımı", %10 "Yurt Dışı Benzer Şirketler" çarpanları, %40 "Yurt İçi Benzer Şirketler" çarpanları kullanılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Başkentgaz için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde halka arz öncesi özsermaye değeri 8.909.793.786 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 700.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 12,73'e karşılık gelmektedir. Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %23,65 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 9,72 TL olarak belirlenmiştir.

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

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Garanti Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### Garanti Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Başkentgaz fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in gerçek değerini yansıtmaları açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem "Piyasa Çarpanları" hem de "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca, Çarpan analizinde şirketin faaliyet konusu ve işleyişi düşünüldüğünde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının da makul olduğu görüşündeyiz.
- Projeksiyon döneminde %18,8 olarak hesaplanan AOSM ve uygulanan %23,65 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekinçelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Başkentgaz için %23,65 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 9,72 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

### Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerinticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.