

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler**

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Talep Toplama Tarihi	03 Haziran - 04 Haziran 2021
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Mevcut Ödenmiş Sermaye	700mn TL
Halka Açıklık Oranı	25.00%
Halka Arz Metodu	175 mn TL Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	175mn TL
Fiyat	9.72 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1,701mn TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	Grubu	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
		Pay (%)	Tutar (mn TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	0.14	1.0	0.14	1.0
Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B	0.14	1.0	0.14	1.0
Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	C	99.71	698.0	74.71	523.0
Halka Açık Kısım	C	-	-	25.00	175.0
TOPLAM		100.00	700	100.00	700

Kaynak: İzahname

Şirketin tek ortağı tüzel kişidir ve sermayesindeki veya toplam oy hakkı içindeki doğrudan payı %5 ve fazlası olan tek tüzel kişi ortak olan Torunlar Enerji Şirket sermayesinde 1mn adet A grubu, 1mn adet B grubu ve 698mn adet C grubu paya sahiptir. A ve B grubu payların Yönetim Kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. C grubu paylarda imtiyaz bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin ikisi A grubu pay sahiplerinin, ikisi B grubu pay sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından ve diğer üç üye Genel Kurulda gösterilen adaylar arasından olmak üzere, Genel Kurul tarafından seçilir.

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Şirket, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, sahip olduğu 1.9mn 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.

Başkentgaz'ın Yıllık Gaz Alımları

Şirket	2018		2019		2020	
	Hacim (mn ton)	Oran (%)	Hacim (mn ton)	Oran (%)	Hacim (mn ton)	Oran (%)
BOTAŞ	2,456.06	100.00%	2,705.64	100.00%	2,827.05	100.00%
Naturelgaz (CNG)	-	-	-	-	0.01	0.00%
Toplam	2,456.06	100.00%	2,705.64	100.00%	2,827.05	100.00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 içerisinde 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 maksadıyla 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 istasyonlarıdır. 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 itibarıyla, Şirket'in dağıtım hattının yaklaşık %40'ı 10 ila 15 yaş arasında olup, yaklaşık %30'u ise 10 yaşından gençtir. Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibarıyla Şirket'in dağıtım hattının km cinsinden uzunluğunu ortaya koymaktadır.

Başkentgaz Hat Uzunlukları

Hat Tipi (km)	2018	2019	2020
Çelik boru hatları	1,674	1,747	1,880
Polietilen boru hatları	6,120	6,566	6,949
Servis hatları	3,930	4,060	4,163
Toplam	11,724	12,373	12,992

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Türkiye'nin başkenti Ankara'da 5.7mn kişi ikamet etmektedir. Dağıtım lisansı kapsamında bulunan 22 ilçede toplam 5.4mn kişi ikamet etmekte ve bu nüfus, Ankara'nın toplam nüfusunun %96.4'üne tekabül etmektedir. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, Şirket'in 1.9mn mesken, ticari, sınai ve taşıma hizmeti verilen aktif abonesi bulunmaktadır.

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 müşteriler	1,785,283	1,818,044	1,897,564

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 193bin 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 itibarıyla Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısının kapsamına ilişkin verileri ortaya koymaktadır.

Başkentgaz Dağıtım Altyapısı

	2018	2019	2020
Şirketin lisans işletme bölgesinde bulunan ilçe sayısı	14	15	17
Şirketin 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 abonelerin sayısı	1,978,609	2,055,338	2,110,755

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

31 Aralık 2020 itibarıyla, Şirket müşterilerinin %31.18'i elektronik sayaç kullanmaktadır. Elektronik sayaçlar, müşterilerin nakit ödeme karşılığında metre-küp 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'ncı 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 değişikliğin yayımı tarihinde satın alma işlemi tamamlanmış doğal gaz alım işlemlerini kapsamayaacağı 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 578bin 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 itibarıyla tamamlamayı hedeflemektedir. Aşağıdaki tablo, belirtilen tarihler itibarıyla, elektronik sayaçların (ön ödemeli müşteri sayısına tekabül eder) ve mekanik sayaçların sayısını belirtmektedir.

Başkentgaz Sayaç Dağılımı

Sayaç Tipi (bin)	2018	2019	2020
Mekanik sayaçlar	1,007	1,127	1,283
Elektronik sayaçlar	749	681	578
Toplam	1,756	1,808	1,862

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 75bin m³’ün üzerinde tüketim yapan tüm mesken aboneleri “serbest tüketicisi” 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 75bin m³’ün üzerinde tüketim yapan tüm mesken aboneleri üçüncü kişi tedarikçilerden doğal gaz satın almayı seçebilecek olsa da, 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla, 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 itibarıyla 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, BOTAŞ’tan veya duruma göre serbest tüketicilere doğrudan doğal gaz satan özel toptan satış şirketlerinden tahsil edilmektedir. Yılda 75bin m³’ün altında tüketimi olan mesken aboneleri “serbest olmayan tüketicisi” 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 bulunmamaktadır.

Şirket'in müşteri portföyü aşağıdakileri kapsamaktadır:

- (i) Şirket'ten doğal gaz satın almak zorunda olan serbest olmayan tüketiciler (yılda 75bin 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 75bin m³'ün üzerinde tüketimi olan mesken aboneleri, bütün ticari müşteriler ve sınai müşteriler), ve
- (iii) Doğrudan BOTAŞ'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 75bin m³ olan serbest tüketim miktarı eşiğini 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\$/1,000 m³ (Birim Amortisman Hizmet Bedeli) ve 7.70 ABD\$/1,000 m³ (Taşıma Bedeli) olarak sabitlenmiş sistem kullanım bedelleri almaktadır. Şirket'in Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşterileri yıllık 800bin m³'ten az tüketim yapan müşteriler olup Taşıma Bedeli Uygulanan Müşterileri ise yıllık 800bin m³'ten fazla tüketim yapan müşterilerdir.

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

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: Fiyat Tespit Raporu

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 sınırlandıran 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 itibarıyla Ankara ilini kapsayan doğal gaz dağıtım bölgesinde yaklaşık 1.9mn

müşteriye hizmet verdiği kapsamlı doğal gaz dağıtım altyapısı ile müşteri sayısı açısından Türkiye'deki en büyük ikinci doğal gaz dağıtım şirkettir.

31 Aralık 2020 itibarıyla Ankara'nın toplam nüfusu 5.7mn olup aynı tarih itibarıyla 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 ile 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 ortalama 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\$/1,000 m3 (Birim Amortisman Hizmet Bedeli) ve 7.70 ABD\$/1,000 m3 (Taşıma Bedeli) olarak sabitlenmiş sistem kullanım bedellerinden elde edilmektedir. Şirket'in Birim Amortisman Hizmet Bedeli Uygulanan Müşterileri yıllık 800bin m3'ten az tüketim yapan müşteriler olup Taşıma Bedeli Uygulanan Müşterileri ise yıllık 800bin m3'ten fazla tüketim yapan müşterilerdir. 31 Aralık 2020 itibarıyla, Şirket aktif müşterilerinin 1.9mn'a 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 800bin 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\$'ı cinsinden belirlenmiş olması, ilgili sekiz yıllık dönem boyunca Şirket hasılatının Türk Lirası'nda ABD\$'ı karşısında yaşanacak bir değer kaybına karşı koruma sağlamıştır. Ancak Şirket'in ABD\$'ı cinsinden belirlenen sistem kullanım bedelleri tarifi 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 tarifeyle 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'nci 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 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.

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 itibarıyla 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 Kanunun 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 esastan 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 41mn 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 kayıtla 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 Kanunun 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 gelirinin %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 578bin adet eski nesil elektronik sayacın yenilenmesi için çalışmaktadır. Bu çalışma ile ölçüm güvenliğini arttırmanın 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, Gündül 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.

İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler:

- Şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetlerine ilişkin olarak, EPDK tarafından belirlenen sistem kullanım bedelleri tarifesinde ve şirketin müşterilerini sınıflandırmak üzere belirlenen tüketim miktarı eşiğinde şirket aleyhine gerçekleştirilecek herhangi bir değişiklik şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirket doğal gaz dağıtım faaliyetleri ve GYO statüsü sebebiyle çeşitli hukuki düzenlemelere ve denetimlere tabi olup, şirketin söz konusu hukuki düzenlemeleri ihlali veya bunlara uygun hareket edememesi durumunda, idari para cezaları ile karşı karşıya kalabilir veya doğal gaz dağıtım lisansını veya GYO statüsünü kaybedebilir,
- Şirketin doğal gaz dağıtım lisansının süresi 31 Ağustos 2037 tarihinde dolması ve lisansın EPDK tarafından yenilenmemesi halinde, şirketin doğal gaz dağıtım altyapısını ve ilişkili varlık ve haklarını devretmesi ve doğal gaz dağıtım faaliyetlerini feshetmesi gerekebilir,
- Şirketin tabi olduğu mevzuat hükümlerinde meydana gelebilecek değişiklikler, şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz etkileyebilir. (Kaynak: İzahname)

İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler:

- Şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetlerini gerçekleştirebilmesi için gereken doğal gaz tedarikinin büyük ölçüde yabancı ülkelerden ithalat yolu ile sağlanması ve şirketin doğal gaz tedariki ve iletimi açısından büyük ölçüden BOTAS'a dayanması birtakım riskleri ve belirsizlikleri beraberinde getirmektedir,
- Şirketin doğal gaz dağıtım altyapısı operasyonel, teknik ve elektrik kaynaklı arızalara maruz kalabilir,
- Şirketin bilgi teknolojileri sistemlerinde meydana gelebilecek kesinti, arıza veya güvenlik ihlalleri şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilir,
- Deprem, afetler ve olağanüstü riskler şirketin doğal gaz dağıtım altyapısına ve genel olarak Türk ekonomisine zarar verebilir,
- Doğal gaz talebinde yaşanabilecek bir azalma şirketin ve şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetlerinin büyümesini ve geleceğe yönelik beklentilerini olumsuz etkileyebilir,
- Şirketin stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanmaması şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirketin hasılatı ve kar marjı dönemsel dalgalanmalara tabidir,
- Şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetleri, ölçüm hataları başta olmak üzere bir takım operasyonel risk ve tehlikelere tabidir,
- Şirketin BOTAS ile arasındaki doğal gaz alım anlaşmasında yer alan "sat al veya öde" yükümlülüğü şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirket mekanik sayaç kullanan müşterileri bakımından karşı taraf riskine maruz kalabilir,
- Şirketin taraf olduğu dava ve benzeri hukuki talepler, şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetlerini olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirket, taşeronlarının tabi olduğu kanun ve yönetmeliklere uymaması sebebiyle birtakım uyuşmazlıklara tabi olabilir veya birtakım hukuki taleplerle karşı karşıya kalabilir,
- Şirketin doğal gaz dağıtım altyapısı ile ilgili genişleme, bakım ve tahsilat faaliyetleri üçüncü kişilerden hizmet alınmasını gerektirmekte olup, söz konusu üçüncü kişilerin sözleşmeye dayalı yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumu şirketin finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve itibarını olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirket işin olağan akışı gereğince önemli yatırım harcamaları yapmak durumunda kalabilir,
- Şirket, doğal gaz dağıtım faaliyetlerini çoğunlukla üçüncü kişilerin mülkiyet hakları üzerinden yürütülmekte olup, şirketin söz konusu mülkiyet haklarından kabul edilebilir koşullarda veya hiç faydalanamaması durumunda, şirket daha az avantajlı şartlarda alternatif düzenlemeler yapmak zorunda kalabilir,
- Şirketin iş planında öngörülemez ve karlı olmayan veya düşük kar marjı olan yatırımlar yapması gerekebilecek olup, bu durum şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirket, emtia fiyatlarında yaşanabilecek dalgalanmalara ilişkin olarak fiyat riskine maruz kalmaktadır,
- Şirketin doğal gaz dağıtım faaliyetleri Ankara ilini kapsayan dağıtım bölgesinde bulunmakta olup, dağıtım bölgesini etkileyen herhangi bir olay veya durum şirketin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını olumsuz şekilde etkileyebilir,
- Şirket, faaliyetleri çeşitli çevresel, sağlık ve güvenlik riskleri barındırmaktadır,
- Şirketin doğal gaz dağıtım altyapısı, işletme faaliyetinin özü itibarıyla, birtakım risk ve tehlikelere, kaza veya aksamalara maruz kalabilir,
- Şirket karşı karşıya kaldığı tüm risklere karşı sigorta yaptıramayabilir ve sigorta kapsamında olmayan zararlara uğrayabilir,
- Şirketin performansı, yönetim ekibine ve diğer kalifiye personeline bağlıdır,
- Şirket ile çalışanları arasında gerçekleşecek herhangi bir huzursuzluk veya artan işgücü maliyeti ve işçilere sağlanan menfaatlerin maliyetleri, şirketin işini, finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve beklentilerini olumsuz şekilde etkileyebilir. (Kaynak: İzahname)

Şirketin Torunlar Grubu ile ilişkisine ilişkin riskler

- Şirketin dolaylı olarak paylarının tamamına sahip olan Torunlar Grubu'nun menfaatleri şirketin veya ihraç edilen payların sahiplerinin menfaatleriyle aynı yönde olmayabilir,
- Halka arzın ardından Torunlar Grubu, şirket paylarının önemli bir kısmı üzerinde (tüm A grubu paylar ve B grubu paylar dahil) kontrole sahip olmaya ve şirketin yönetimini önemli ölçüde etkilemeye devam edebilir,

- Şirket, çeşitli ilişkili taraf işlemlerine taraftır ve mevcut iş planı çerçevesinde bu ilişkili taraf işlemlerinin devam etmesi beklenmektedir,
- Şirket paylarının tamamı (kendilerine ilişkin feragat alınmış halka arz edilen paylar hariç), 2013 yılında gerçekleştirilen Özelleştirme işleminin finansmanı amacıyla alınan kredi tahtında, kredi verenler lehine rehin verilmiş olup, Torunlar Enerji'nin söz konusu kredi sözleşmesi tahtındaki yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde şirket paylarının %75'ini temsil eden paylar üzerindeki rehnin paraya çevrilmesi mümkün olabilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arz gerekçeleri:

- Kurumsallaşma,
- Şirket değerinin ortaya çıkması,
- Bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması hedeflenmektedir. (Kaynak: İzahname)

Sermaye maliyeti hesabında, risksiz faiz 2021 yılı için %18.2, 2022'de %11,4, 2023'de %10.4, 2024'de %9.9 ve sonrasında %9.7 olarak kabul edilmiştir

Halka arz gelirlerinin kullanım yeri

- 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.

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
VARLIKLAR	4,756.6	5,334.8	5,787.0	5,945.9
Dönen Varlıklar	1,547.7	2,810.6	3,135.0	3,292.6
Nakit ve Nakit Benzerleri	769.2	531.8	954.6	1,057.1
Finansal Yatırımlar	0.0	1,755.7	1,651.9	1,660.5
Ticari Alacaklar	369.4	451.3	506.2	552.1
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	369.4	451.3	506.2	552.1
Diğer Alacaklar	375.9	58.9	4.9	7.5
-İlişkili olan taraflardan diğer alacaklar	300.0	17.9	4.5	6.9
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	75.9	40.9	0.3	0.6
Stoklar	12.7	10.4	14.8	13.7
Peşin Ödenmiş Gider	20.4	2.3	2.4	1.6
Diğer Dönen Varlıklar	0.3	0.2	0.1	0.0
Duran Varlıklar	3,208.8	2,524.2	2,652.0	2,653.4
Diğer Alacaklar	954.1	0.1	0.2	0.2
-İlişkili olan taraflardan diğer alacaklar	954.0	0.0	0.0	0.0
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	0.1	0.1	0.2	0.2
Maddi Duran Varlıklar	45.6	35.5	26.5	25.0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,203.4	2,301.8	2,461.2	2,472.8
-İmtiyaza bağlı maddi olmayan duran varlıklar	2,193.8	2,296.4	2,454.7	2,466.5
-Diğer maddi olmayan duran varlıklar	9.6	5.3	6.5	6.2
Kullanım Hakkı Varlıkları	0.0	184.8	164.0	155.4
Peşin Ödenmiş Giderler	5.8	2.1	0.0	0.0
KAYNAKLAR	4,756.6	5,334.8	5,787.0	5,945.9
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,096.6	2,546.5	2,734.8	2,685.1
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.2	1.1	0.9	1.1
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	160.8	137.2	195.5	225.2
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.1	0.2	0.2	0.2
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	0.0	35.8	43.2	47.6
Ticari Borçlar	659.5	855.9	790.8	808.4
-İlişkili taraflara ticari borçlar	9.3	46.0	70.4	24.9
-İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	650.3	809.9	720.4	783.5
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.7	5.1	6.2	6.1
Diğer Borçlar	16.6	33.5	32.0	10.8
-İlişkili taraflara diğer borçlar	0.0	27.4	28.7	7.4
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	16.6	6.1	3.3	3.3
Ertelenmiş gelirler	486.1	568.2	555.7	378.8
Güvence Bedeli	700.8	865.4	1,078.5	1,174.4
Kısa Vadeli Karşılıklar	60.3	39.3	24.5	23.2
-Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	2.8	3.0	4.8	5.0
-Diğer kısa vadeli karşılıklar	57.5	36.3	19.7	18.2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.5	4.8	7.3	9.4
Uzun Vadeli Yükümlülükler	685.4	882.9	1,172.9	1,198.1
Uzun Vadeli Borçlanmalar	345.5	322.5	554.5	554.5
Uzun Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	0.0	163.1	175.7	197.0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	333.8	390.7	431.6	435.2
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	6.1	6.6	11.1	11.4
Özkaynaklar	1,974.5	1,905.4	1,879.3	2,062.7
Ödenmiş Sermaye	700.0	700.0	700.0	700.0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	267.2	90.0	118.6	199.0
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	637.5	699.8	528.0	753.6
Net Dönem Karı	369.8	415.6	532.7	410.1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	2018	2019	2020	1Ç20	1Ç21
Hasılat	3,035.6	4,058.8	5,034.8	2,205.5	2,408.9
Satışların Maliyeti	-2,606.9	-3,548.7	-4,432.7	-1,858.8	-1,952.6
Brüt Kar	428.7	510.0	602.2	346.7	456.3
Genel Yönetim Giderleri	-27.2	-42.6	-41.7	-9.8	-12.5
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-3.0	-4.1	-4.9	-1.9	-1.6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	113.1	28.6	62.5	17.4	15.7
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-224.5	-119.1	-170.5	-32.8	-70.1
Esas Faaliyet Karı	287.1	372.8	447.6	319.7	387.9
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	151.8	154.7	221.3	56.7	77.7
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	438.9	527.4	668.9	376.4	465.6
Finansal Gelirleri	59.6	0.0	7.5	3.9	4.0
Finansal Giderleri	-87.2	-111.9	-143.8	-36.8	-59.6
Vergi Öncesi Kar	411.4	415.6	532.7	343.5	410.1
Vergi Gideri	-41.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Dönem Karı	369.8	415.6	532.7	343.5	410.1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Operasyonel Karlılık Oranları

(mn TL)	2018	2019	2020	1Ç20	1Ç21
Net Satışlar	3,035.6	4,058.8	5,034.8	2,205.5	2,408.9
Satışların Maliyeti	-2,606.9	-3,548.7	-4,432.7	-1,858.8	-1,952.6
Brüt Kar	428.7	510.0	602.2	346.7	456.3
Brüt Kar Marjı	14.1%	12.6%	12.0%	15.7%	18.9%
Faaliyet Giderleri	-30.2	-46.7	-46.6	-11.7	-14.1
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	-1.0%	-1.2%	-0.9%	-0.5%	-0.6%
Net Kar	369.8	415.6	532.7	343.5	410.1
Net Kar Marjı	12.2%	10.2%	10.6%	15.6%	17.0%
FAVÖK	520.5	620.3	735.4	384.0	489.6
FAVÖK Marjı	17.1%	15.3%	14.6%	17.4%	20.3%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Bağımsız Denetim Raporu

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO'nun ortak satışı yolu ile halka arzı için, Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde 2 temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

- 1) İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yöntemi
- 2) Çarpan Analizi Yöntemi

2 temel yöntem değerlendirilerek, değerlendirilme %50 indirgenmiş nakit akımı yöntemi ve %50 çarpan analizi yöntemi ağırlıklılarıyla kullanılmıştır.

1) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi ("İNA")

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 2021 Son 9 Ay - 2036 yılları için projekte edilmiştir.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz faiz 2021 yılı için %18.2, 2022'de %11.4, 2023'de %10.4, 2024'de %9.9 ve sonrasında %9.7 olarak kabul edilmiştir, risk primi %5.5 ve beta 0.26 kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn TL)	2021T Son 9 Ay	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Net Satışlar	3,378	5,879	6,627	7,367	8,125	8,929	9,969	10,925	11,960	13,079	14,288	15,691	17,121	18,671	20,352	22,176
FAVÖK	359	763	886	999	1,118	1,250	1,554	1,717	1,898	2,098	2,316	2,650	2,925	3,227	3,558	3,923
FAVÖK Marjı	11%	13%	13%	14%	14%	14%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	18%
NİS Değişimi	286	66	123	122	125	132	171	157	170	184	199	230	235	254	276	299
Yatırım Harcamaları (-)	-502	-803	-594	-829	-732	-911	-798	-1,016	-1,126	-1,070	-1,018	-1,769	-1,881	-1,780	-1,856	-1,983
Serbest Nakit Akımları	143	26	415	291	511	471	926	859	942	1,212	1,497	1,111	1,279	1,701	1,978	2,239
İndirgeme Faktörü	1.14	1.29	1.44	1.60	1.78	1.97	2.19	2.43	2.70	3.00	3.33	3.69	4.10	4.55	5.05	5.61
İndirgenmiş SNA Değerleri	125	20	288	182	287	239	423	353	349	405	450	301	312	374	392	399
SNA İndirgenmiş Değer Toplamı	4,900															
2037 Başlı Varlık Tabanı	17,468															
İndirgenmiş Varlık Tabanı	3,116															
Şirket Değeri	8,017															
Güvence Bedelleri* (-)	-482															
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (-)	-335															
Finansal Borçlar (-)	-781															
Nakit ve Finansal Yatırımlar (+)	2,718															
Özsermaye Değeri (31.03.2021)	9,136															
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1.02															
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	9,348															

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, *Şirketin müşterilerinden topladığı güvence bedellerine ilişkin yükümlülüğü enflasyon ile güncellenirken, tarife yapısından ötürü Şirket topladığı 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.

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre şirket için 9,348mn TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

2) Piyasa Çarpanları Yöntemi

• Yurtiçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değeri

Yurtiçi çarpan analizinde, yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında şirketin halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'un XELKT kodlu BIST Elektrik endeksi altında yer alan şirketler incelenmiştir. Halka açık enerji şirketleri içerisinde sadece Enerjisa ve Zorlu Enerji elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri ile iştigal etmektedir. Bu şirketlerin FAVÖK çarpanları elektrik üretimiyle iştigal eden şirketlerden ayrıştığından dolayı muhafazakar kalınması adına göreceli olarak yüksek olan XELKT çarpanı yerine değerlemede Enerjisa ve Zorlu Enerji'nin çarpanları kullanılmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK Son 12 Ay (mn TL)	FD/FAVÖK Son 12 Ay
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	1,123	7,643	454	16.84
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	8,280	11,490	1,639	7.01
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	97	136	10	13.33
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	5,839	6,320	1,046	6.04
Ayen Enerji A.Ş.	1,564	3,886	258	15.04
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	2,491	2,844	131	21.79
Çan2 Termik A.Ş.	1,977	3,614	264	13.69
Enerjisa Enerji A.Ş.	12,610	19,331	3,021	6.40
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	1,895	2,098	76	27.73
Galata Wind Enerji A.Ş.	2,411	2,898	266	10.91
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	1,210	1,640	72	22.69
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1,041	1,148	88	13.11
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	1,545	3,861	298	12.94
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	490	523	9	55.91
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4,226	18,327	1,968	9.31
Ortalama				7.86

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

• Yurtiçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değeri

Şirket'in sahip olduğu regüle tarife yapısına en yakın olduğu düşünülen Avrupa'da faaliyet gösteren doğalgaz, elektrik ve su dağıtım şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir. Benzer yurtdışı İD / FAVÖK LTM çarpanları arasından 20'den büyük olan 2 adet çarpan ile en düşük çarpan uç değer olarak ortalamaya dahil edilmemiştir.

Yurtdışı Benzer Şirketler

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK Son 12 Ay (mn TL)	FD/FAVÖK Son 12 Ay
E.ON SE	281,048	652,471	72,856	8.99
Électricité de Strasbourg Société Anonyme	8,427	7,527	1,399	5.51
Elia Group SA/NV	61,809	141,798	8,989	15.94
Enagás, S.A.	51,056	96,278	7,053	13.63
Energiedienst Holding AG	11,137	10,333	895	11.46
Fluxys Belgium SA	24,524	38,461	3,073	12.45
National Grid Plc	391,743	766,555	55,891	13.84
Pennon Group Plc	51,841	61,802	2,806	22.37
Red Eléctrica Corporación, S.A.	88,364	149,371	15,379	9.80
REN - Redes Energéticas Nacionales, SGPS, S.A.	15,729	44,383	4,552	9.48
Severn Trent Plc	70,465	147,365	10,078	22.40
Snam S.p.A.	159,831	300,862	22,143	13.53
Terna - Rete Elettrica Nazionale Società per Azioni	125,690	221,774	18,097	12.41
United Utilities Group PLC	79,132	175,545	13,086	13.54
Ortalama				12.28

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/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.

Çarpan analizi yöntemiyle Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO için hem yurtiçi hem de yurtdışı (FD/FAVÖK) oranları ile hesaplanan değerlerin yurtiçi çarpanlar %80, yurtdışı çarpanlar %20 ağırlıklandırılarak 8,471mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi	Ağırlık	Çarpan	FAVÖK Son 12 Ay (mn TL)	Hesaplanan Şirket Değeri (mn TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	80%	7.9	841.0	6,607.4
Yurtdışı Benzer Şirketler	20%	12.3	841.0	10,326.9
Hesaplanan Şirket Değeri				7,351.3
Finansal Borç (-)				781.0
Güvence Bedelleri (-)				481.8
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (-)				335.0
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)				2,717.7
Özsermaye Değeri				8,471.1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Garanti Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı yöntemine %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiş olup, bu analizler sonucunda 8,910mn TL hedef değerine ulaşılmış olup, halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri de 12.73TL olmuştur. **Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %23.65 iskonto uygulandığında halka arz fiyatı hisse başına 9.72TL olarak bulunmuştur.**

Ağırlıklandırılmış Hedef Değer Sonucu ve İskonto Oranları

Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO Değerleme Sonucu (mn TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Sonuç
İNA Yöntemi	9,348.4	50%	4,674.2
Çarpan Analizi Yöntemi	8,471.1	50%	4,235.6
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100%	8,909.8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Fiyatı ve İskontosu

Hesaplanan Özkaynak Değeri (mn TL)	8,909.8
Başkentgaz Ödenmiş Sermayesi (mn)	700.0
1TL Nominal Değerli Pay Başına Düşen Değer	12.72
Halka Arz Fiyatı	9.72
Halka Arz İskonto Oranı	23.65%
Halka Arz Özsermaye Değeri (mn TL)	6,802.6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinde, AOSM hesabında risksiz faiz 2021 yılı için %18.2, 2022'de %11.4, 2023'de %10.4, 2024'de %9.9 ve sonrasında %9.7 olarak kabul edilmiştir, mevcut piyasa koşullarında 2022 yılından itibaren kullanılan risksiz faiz oranının düşük olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmalarında İndirgenmiş nakit akımına %50 ve piyasa çarpanları analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Yurt içi benzer şirket seçilirken BIST Elektrik endeksinde yer alan benzer şirketlerin çarpanlarının kullanılmış olmasının makul buluyoruz. Halka açık enerji şirketleri içerisinde sadece Enerjisa ve Zorlu Enerji elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetlerinde bulunduğu çarpan analizinde iki şirketin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in sahip olduğu regüle tarife yapısına en yakın olduğu düşünülen Avrupa'da faaliyet gösteren doğalgaz, elektrik ve su dağıtım şirketlerin yurtdışı çarpan analizinde kullanılmasını makul buluyoruz.
- Değerlemede yurtiçi benzer şirketlere %80, yurtdışı benzer şirketlere %20 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan hesaplamasında uç değerlerin analize dahil edilmemesini makul buluyoruz.
- Garanti Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 9.72TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Öte yandan, değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlemesi açısından risk olarak sayabiliriz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Garanti Yatırım") lider aracı kurum olduğu Başkent Doğalgaz Dağıtım GYO. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.