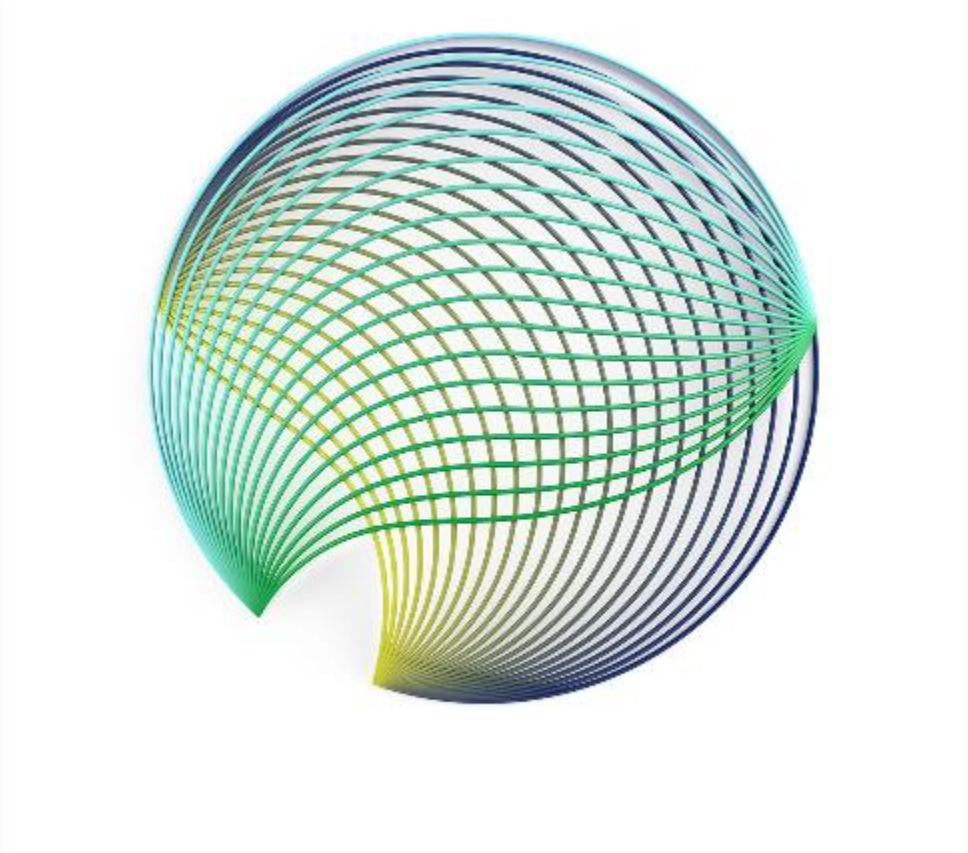
Deloitte.



# Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

# Değerleme Raporu

Financial Advisory

Finansal Danışmanlık Hizmetleri | 13 Şubat 2025

Özel ve Gizlidir

# İçindekiler


| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |



**Gökhan Altun**
Ortak
Ofis tel: +90 (212) 366 60 27
Email: galtun@deloitte.com

**Alper Alkan**
Ortak
Ofis tel: +90 (212) 366 65 42
Email: aalkan@deloitte.com

**İbrahim Küçük**
Müdür
Ofis tel: +90 (212) 366 60 00
E-posta: ikucuk@deloitte.com

**Koray Araz**
Uzman
Ofis tel: +90 (212) 366 60 00
E-posta: koaraz@deloitte.com


Önemli Uyarı

Bu rapor, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimi tarafından işbu rapor tarihi itibarı ile tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Bu rapor yalnızca Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimi ve hissedarlarını değerleme çalışmamızın bulguları konusunda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu raporun içeriği ya da bu dokümana dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Bu rapor elektronik ve basılı kopya formatında sunulmuş olabilir. Bu nedenle, bu raporun birden çok kopyası ve versiyonu farklı ortamlarda bulunabilir. Sadece nihai imzalı bir kopya kesin olarak görülmelidir.

Deloitte.

**DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.**
Deloitte Values House
Maslak No 1
34398 İstanbul
Tel: +90 (212) 366 60 00
www.deloitte.com.tr

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Kızılırmak Mah. Ufuk Üni. Cad. No:13/A-B
Çukurambar/Ankara

13 Şubat 2025

**Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetim Kurulu'na,**

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Başkentgaz" veya "Şirket") için hazırlanan değerleme çalışmasını içeren raporumuz ekte sunulmuştur.

Bu rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Başkentgaz'ın finansal raporlarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 31 Aralık 2024 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Değerleme çalışması 13 Aralık 2024 tarihinde Deloitte ve Başkentgaz arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Raporumuzla ilgili sorularınızı her zaman cevaplamaya hazır olduğumuzu belirtmek isteriz.

Saygılarımızla,

ALPER ALKAN

Digitally signed by ALPER ALKAN
Date: 2025.02.13 14:41:33 +03'00'

Alper Alkan

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Member of DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED

# Yönetici Özeti


| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Yönetici Özeti | Genel Bilgiler

### Raporun Amacı ve Kapsamı

- Bu raporun amacı, 31 Aralık 2024 itibarıyla Başkentgaz'ın Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılacak finansal raporlamalarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesidir.
- Bu rapor yukarıda belirtilen amaç doğrultusunda sadece Şirket hissedarlarının bilgilendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır ve tarafımızca yazılı izin alınmadıkça başka herhangi bir amaçla kullanılmamalıdır.
- Sözleşmede yer aldığı şekliyle kapsam ve kısıtlamalar Ek E1'de sunulmaktadır.
- Çalışma kapsamında Değerleme Tarihi 31 Aralık 2024 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.

### Raporun Kullanımı

- Bu rapor, Şirket ile Deloitte arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 13 Aralık 2024 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup Deloitte'un değerleme çalışmasıyla ilgili bulgularını içermektedir.
- Raporumuz Şirket'in finansal raporlama gereksinimleri doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme raporu sadece bahsi geçen amaca istinaden kullanılabilir. Bunun dışındaki herhangi bir amaç için içinden alıntılar yapılmamalı ve kullanılmamalıdır.
- Şirket dışında rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz.

### Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar

- Bu raporda yer verilen, ileriye dönük finansal bilgiler dahil olmak üzere, tüm finansal ve operasyonel veriler Şirket Yönetimi tarafından sunulmuştur.

### Kısıtlayıcı Koşullar ve Belirleyici Unsurlar (devam)

- İleriye dönük finansal bilgilerde kullanılan öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetimi sorumluluğunda olup, varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda değişiklik yapmakla beraber, varsayımların gerçekleşebilirliği ve doğruluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz.
- Ayrıca, şartlar ve olayların tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesinden dolayı öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.
- Tarafımıza sunulan verilerin raporda belirtilen değeri ve analiz sonuçlarını etkileyebilecek nitelikte eksik ve/veya hatalı olması durumunda Deloitte sorumluluk kabul etmeyecektir.
- Şirket'in iş planlarının tüm yasal ve diğer kısıtlamalar hakkında tam bilgi sahibi olarak hazırlanmış olması beklenmektedir.
- Şirket'in faaliyetleri için gerekli tüm lisansların, kullanım haklarının, onay mektubunun veya diğer yasal veya idari izinlerin mevcut olduğu veya kolayca alınabileceği veya yenilenebilir olduğu varsayılmaktadır.
- Şirket'in hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu kabul edilmiştir.
- Şirket'in halihazırdaki faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır.

### Kapsam Sınırlamaları

- Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standartlarına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmamaktadır.
- Çalışmalarımız, Şirket'in sahip olduğu sabit kıymetlere ilişkin bir gayrimenkul değerleme hizmetini içermemektedir.

# Yönetici Özeti | Genel Bilgiler

### Kapsam Sınırlamaları (devam)

- Çalışmamız, belirli bir satış veya alış önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi hususunda Şirket üst yönetimi ve hissedarlarına yardımcı olmaya yöneliktir. Gerçeğe uygun değer herhangi bir etki altında kalmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında bir işin el değiştireceği değerdir.

### Değerlemeye Konu Varlık

- Değerlemeye konu varlık Şirket uhdesindeki Ankara ili sınırları içerisinde doğalgaz dağıtım lisansına ilişkin kullanım hakkı imtiyazıdır. Lisans süresi 31 Ağustos 2037 tarihinde sona ermektedir.
- Şirket'in KAP'tan temin edilen güncel ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

**Ortaklık Yapısı**

| Ortağın Adı-Soyadı/Ticaret Ün | Sermayedeki Payı(TL) | Semayedeki Payı(%) |
|---|---|---|
| Torunlar Enerji Sanayi ve Tic. A.Ş. | 525 000 000 | 75,00% |
| Torunlar Gıda Sanayi ve Tic. A.Ş. | 68 000 000 | 9,71% |
| Diğer | 107 000 000 | 15,29% |
| **Toplam** | **700 000 000** | ***100,00%*** |

- Başkentgaz Ankara'nın resmi yetkili doğalgaz distribütörü olarak hizmet vermektedir. 2013'te yapılan özelleştirmede Başkentgaz'ın %100 hisseleri 1,162,000,000 ABD doları karşılığında Torunlar Grubu tarafından devralınmıştır.
- Şirket'in kayıtlı adresi, Kızılırmak Mah. Ufuk Üni. Cad. No:13/A-B, Çukurambar/Ankara'dır.
- Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre, Şirket'in hisseleri veya varlıkları üzerinde herhangi sınırlama/takyidat mevcut değildir.

### Şirket ile İlişki

- Deloitte son üç yıl içerisinde değerlemeye konu varlığın 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla Şirket'e değerleme hizmeti sunmuştur.

### Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluş

- Sermaye Piyasası Kurul Karar Organı'nın 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararı uyarınca DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin 'Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer aldığı kamuya duyurulmuştur.

### Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Beyanımız

- Değerleme çalışmasını SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz.

### Değer Esası

- Çalışmamızın amacına yönelik olarak, UDS 104/90 çerçevesinde değer esası "Gerçeğe Uygun Değer" olarak belirlenmiştir. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) 13 standardı kapsamında gerçeğe uygun değer aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

  *"Piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat"*

### Değerleme Tarihi

- Finansal Raporlama gerekliliklerinden ötürü çalışma kapsamında Değerleme Tarihi olarak 31 Aralık 2024 kabul edilmiştir.

### Değerleme Para Birimi

- Değerleme çalışması Şirket'in fonksiyonel para birimi olan Türk Lirası ("TL") üzerinden gerçekleştirilmiştir.

### Rapor Tarihi

- İşbu rapor 13 Şubat 2025 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.

# Yönetici Özeti | Genel Bilgiler

### Finansal Tablolar

- Değerleme çalışmasında, Şirket Yönetimi tarafından sağlanan geçmiş 2021, 2022, 2023 yıl sonu ve 30 Eylül 2024 tarihli yasal mali tablolar ile Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na ("TFRS") uygun olarak hazırlanmış mali tablolar analiz edilmiştir.

### Bilgi Kaynakları

- Değerleme çalışmasında kullanılan veriler Yönetim, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan halka açık veriler, Mergermarket veri tabanı, S&P Capital IQ veri tabanı, The Economist Intelligence Unit ("EIU"), kamu kurumları, medya kuruluşları, uluslararası finans kuruluşları ve değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmıştır.
- Bu çalışma kapsamında Yönetim tarafından sağlanan verilerin uygunluğu ve tutarlılığı tarafımızca incelenmiştir. Halka açık kaynaklardan elde edilen verilerin güvenilir kaynaklardan elde edildiği düşünülmektedir.

### İleriye Dönük Finansal Bilgiler

- Değerleme çalışmasına baz olan nakit akım projeksiyonları ve tarife modeline girdi olarak kullanılan varsayımlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır. Bu kapsamda doğalgaz satış hacmi, abone sayısı, bağlantı gelirleri, yatırım harcamaları, işletme giderleri, tarife metodolojisi hakkında bilgi ve varsayımlar ışığında 2025-2037 dönemini kapsayan iş planı hazırlanmıştır.
- Bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetimi'nin sorumluluğundadır. Kullanılan varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda görüşümüzü bildirerek ilgili düzeltmeleri uygulamakla beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz Ayrıca beklentilerin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleşecek sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.

### Kullanılan Değerleme Yaklaşımları

- Değerleme çalışmasında sadece gelir yaklaşımı kullanılmıştır.
- Gelecekte beklenen nakit akımlarını dikkate almaması sebebiyle maliyet yaklaşımı, yakın zamanda benzer nitelikli sayılabilecek bir satın alma işlemi veya piyasa fiyatı gözlemlenebilir benzer halka açık bir varlık bulunmaması sebebiyle piyasa yaklaşımı uygulanmamıştır.

### 1 – Gelir Yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir varlığın değeri, o varlık için gelecekteki nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.

### İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yöntemi

- İNA yöntemi, bir varlığın gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, uygun bir iskonto oranıyla değerleme tarihine indirgenmesi esasına dayanır.
- Buna göre Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım lisansına ilişkin kullanım hakkı imtiyazının değeri 2025-2037 dönemindeki operasyonlardan elde edilecek nakit akımları ile lisans süresi sonundaki varlık tabanının uygun bir iskonto oranıyla Değerleme Tarihi'ne indirgenmesini gerektirmektedir.
- İNA yöntemi, varlığa özel büyüme ve nakit akım tahminlerine dayalı bir yöntem olması sebebiyle yatırımcılar tarafından en sık tercih edilen yöntemdir. Ancak, aynı zamanda gelecekle ilgili sübjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA çalışmasına temel teşkil eden İleriye Dönük Finansal Bilgiler Şirket Yönetimi tarafından hazırlanmış olup kullanılan temel varsayımların sonraki sayfalarda açıklanmaktadır.

# Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar

| Başkentgaz Varsayımları | | |
|---|---|---|
| 1 | Projeksiyonlar | • Değerleme çalışmasında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonlar kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi dağıtım lisansının sona ereceği 2037'ye kadar olan 13 yıllık bir tahmin dönemini kapsamaktadır. Bu dönemin 2025 – 2026 arası dönemine istinaden 12 Kasım 2022 tarihli resmi gazetede yayımlanan EPDK'nın 10.11.2022 tarihli 11382 sayılı kurul kararı sistem kullanım bedelleri baz alınmıştır. |
| 2 | Yeni Abone Sayısı | • Yeni sözleşmeli abone sayısı 2024 yılında yaklaşık 48 bin adet olarak gerçekleşmiştir. Yeni abone sayısının %8 azalarak 2025 yılı sonu itibariyle 45 bin adet olacağı öngörülmektedir. 2024 yılındaki artış sonrası yeni abone sayısının 2037'de 51 bin adet seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. |
| 3 | Talep Tahmini | • Toplam talebi oluşturan doğalgaz satış ve taşıma hacmi projeksiyonu EPDK tarafından belirlenen tüketim grupları metodolojisi doğrultusunda 5 kademe olarak Şirket yönetimi tarafından paylaşılmıştır. Projeksiyon süresince taşıma ve satış aboneleri arasında geçiş öngörülmediği bilgisi Şirket Yönetimi tarafından paylaşılmıştır.<br>• 2025 yılında 4.525 milyon $Sm^3$ seviyesinde gerçekleşmesi beklenen toplam tüketim hacminin 2025-2037 yılları arasında %2 BYBO ile büyüyerek 2037 yılında 5,723 milyon $Sm^3$ seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. |
| 4 | Yatırım Harcamaları | • Net yatırım harcaması hesaplamasında öngörülen şebeke yatırım harcamasından bağlantı gelirleri düşülmüştür.<br>• İtfa süresi mevcut ve yeni yatırım harcamaları için 22 yıl olarak kabul edilmiştir. |
| 5 | Reel Makul Getiri Oranı | • EPDK'nın 30.06.2022/11048 tarih ve sayılı kararı uyarınca Doğalgaz dağıtım şirketlerinin uygulayacakları sistem kullanım bedellerinin hesaplamasında, üçüncü tarife uygulama döneminin 2022-2026 yılları için reel makul getiri oranının %13.25 (vergi öncesi), düzeltilmiş reel makul getiri oranının %12.427 (vergi öncesi) olarak dikkate alınmasına karar verilmiştir.<br>• Değerleme çalışmasında bu oranlar dikkate alınmıştır. |

# Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar

| Başkentgaz Varsayımları | | |
|---|---|---|
| 6 | İşletme Giderleri | • Projeksiyon dönemi için 2022 yılı başı fiyatları ile hesaplanmış düzenlenmiş işletme giderlerinin 2025-2037 yılları arasında %2'lik BYBO artış göstermesi beklenmektedir.<br>• 2022 ve sonrası tarifeye esas net işletme giderleri hesaplanırken düzenlenmiş işletme giderlerinin üzerine Ar-Ge giderleri (düzenlenmiş işletme giderinin %1'i oranında) eklenmiş; diğer gelirler tenzil edilmiştir.<br>• Düzenlenmiş net İşletme giderleri üzerinden %1'lik kurumsal performans teşvik gelirleri hesaplanmıştır. Hesaplamaya dair detaylı açıklama sayfa 30'da yer almaktadır. |
| 7 | Güvence Bedeli | • Her bir aboneden tahsil edilecek güvence birim bedeli için EPDK'nın 2024 yılı için onayladığı bağlantı ve hizmet bedellerine göre Güvence Bedeli Soba/Merkezi Sistem olan 1.835 TL referans olarak alınmış ve yıllar itibarıyla enflasyon öngörülerine paralel olarak artırılmıştır. |
| 8 | Net İşletme Sermayesi | • Projeksiyon dönemi boyunca ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar 2021, 2022 ve 2023 yıllarının ortalaması kabul edilen alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresi üzerinden hesaplanmıştır. Buna göre alacak tahsil süresi, stok devir süresi ve borç ödeme süresi sırasıyla 48, 5 ve 103 gün olarak tahmin edilmiştir.<br>• Diğer dönen varlıklar 2023 itibarıyla hasılattaki büyümeye paralel olacak şekilde tahmin edilmiştir. Diğer kısa vadeli yükümlülükler altında görülen gelecek aylara ait gelirler temelde ön ödemeli sayaç gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucu ön ödemeli sayaçların mekanik sayaçlara geçişinin 2027 yılında tamamlanacağı bilinmektedir. Bu nedenle gelecek aylara ait gelirlerin 2027 sonunda sıfırlanacağı varsayılmıştır. Diğer kısa vadeli yükümlülükler altındaki diğer yükümlülükler ise 2023 itibarıyla satışların maliyetindeki büyümeye paralel olacak şekilde tahmin edilmiştir. |
| 9 | İskonto Oranı | • Gelecekte beklenen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmıştır.<br>• Çalışma kapsamında AOSM %19,8 olarak hesaplanmıştır. Borç/özkaynak oranı ve beta için Damodoran'ın global kamu hizmetleri ("Utility") sektör ortalamaları kullanılmıştır. AOSM hesaplamasına ilişkin detaylar sayfa 42'de sunulmuştur. |

# Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar

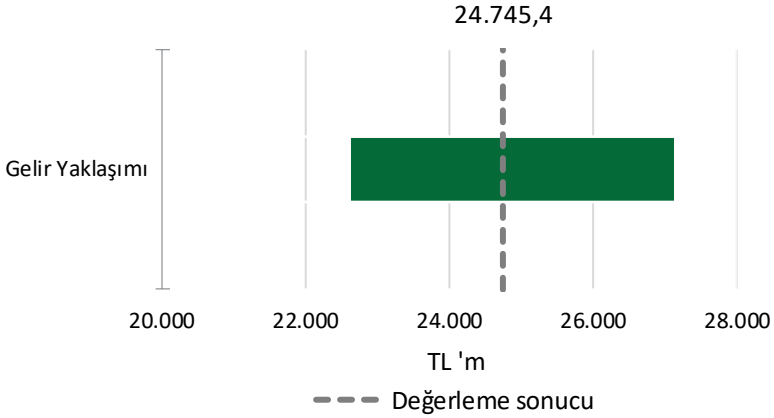
| Başkentgaz Varsayımları | | |
|---|---|---|
| 10 | Varlık tabanı hesaplamaları | • Şirket'in tarife hesaplamalarına esas 2022 yılı başı Düzenlenmiş Varlık Tabanı tutarı EPDK'nın 10.11.2022 tarihli ve 11382 no'lu kararı ile 3.527.804.900 TL olarak belirlenmiştir. Projeksiyon dönemi için DVT hesaplaması 2023 yılından itibaren bir önceki yılın tarifeye esas net yatırım tutarı tahmininden yatırım tahmini tutarının düşülmesiyle elde edilen tutarın bir önceki yılın DVT tutarına eklenmesiyle hesaplanmıştır.<br>• 2022 ve sonrası yıllara ait tarife dönemindeki Düzenlenmiş Varlık Tabanı ("DVT") hesaplamasında ise EPDK'nın 11037 sayılı Kurul kararı ile güncellenmiş 7139 sayılı Kurul Karar ekinde yer alan Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri için Tarife Hesaplama Usul ve Esasları'nın 8'inci maddesinde yer verilen eşitlik kullanılmıştır. Buna göre, DVT hesaplamasında tüketici fiyat endeksi ("TÜFE") kullanılmıştır.<br>• Çalışmada kullanılan enflasyon tahminleri, The Economist Intelligence Unit (EIU) öngörüleri temel alınarak oluşturulmuştur. |

# Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

**Değerleme Sonuçları**

| ₺ m | Sonuç | Düşük | Yüksek |
|---|---|---|---|
| **Gelir Yaklaşımı** | **24.745,4** | **22.598,0** | **27.137,6** |
| İndirgenmiş Nakit Akımı | 24.745,4 | 22.598,0 | 27.137,6 |

**Değerleme Sonucu**




**Değerleme Sonucu**

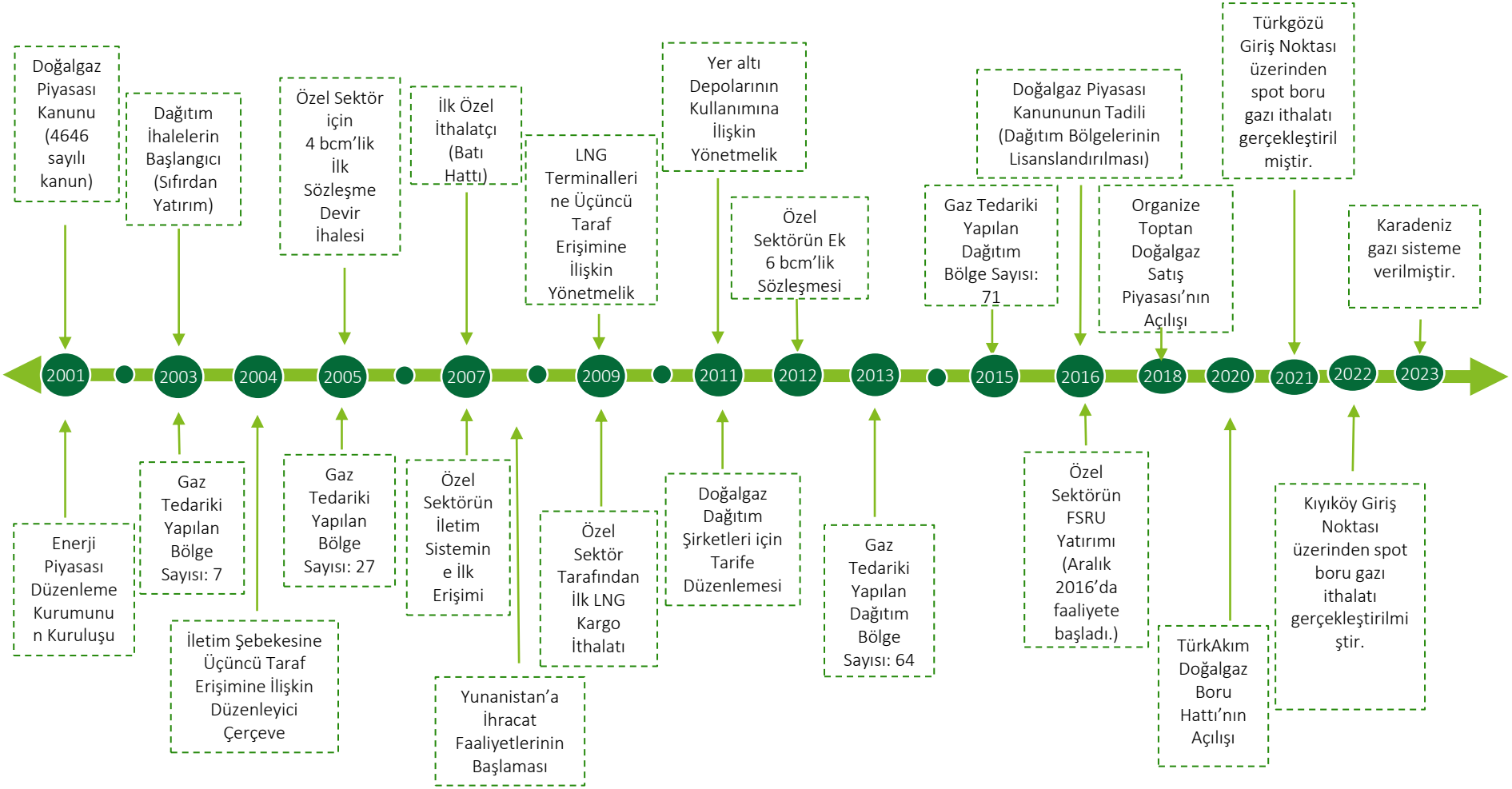
- Değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi uygulanmıştır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi Şirket'in gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecek ile ilgili sübjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA yönteminin geleceğe yönelik sübjektif varsayımlar içermesi nedeniyle fiili sonuçlar ile tahmini sonuçlar arasında farklılıklar olması muhtemeldir.
- Şirket'in imtiyaz hakkı değerine yönelik tahmini değer aralığına baz teşkil eden düşük ve yüksek değerler AOSM için +/- 100 baz puan değişime göre hesaplanmıştır.
- İndirgeme oranı olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olan %19,8 dikkate alınmıştır. Duyarlılık analizi sonuçları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti için +/- 100 baz puan değişime göre hesaplanmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile ilgili detay bilgiler sayfa 42'de sunulmaktadır.
- Şirket'in lisans dönemi sonuna kadar gelir yaklaşımı uygulanarak elde edilen değerleme sonuçlarına göre Başkentgaz'ın sahip olduğu doğalgaz dağıtım hakkının gerçeğe uygun değerinin 22,6 milyar TL – 27,1 milyar TL aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

# Sektör Hakkında

| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

## Reform Süreci



# Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

## Değer Zinciri

**İthalat ve Üretim** → **İletim** → **LNG ve Yer Altı Depolama** → **Toptan Satış** → **Dağıtım ve Perakende**

Serbest Piyasa
Regüle

*Toplam İthalat Hacmi: 50.483 milyon cm³*

*Toplam Üretim Hacmi: 807 milyon cm³*

*Giriş Noktası Sayısı: 9*

***LNG Terminali***

*Aktif Terminal Sayısı: 3*

***Yer Altı Depolama***

*Aktif Depo Sayısı: 2*

*Depolama Hizmeti Alan Tedarikçi Sayısı: 13*

*LNG Olarak Toptan Satış Yapan Şirket Sayısı: 9*

*Boru Hatlarıyla Toptan Satış Yapan Şirket Sayısı: 28*

*Dağıtım Hatlarının Toplam Uzunluğu: Yaklaşık 145 bin km*

*Abone Sayısı: 20,0 Milyon*

*Serbest Tüketici Sayısı: 772 Bin*

*Dağıtım Şirketi Sayısı: 72*

*Gaz Tedariki Yapılan Şehir Sayısı: 81*

---

- Doğalgaz rezervleri ve üretimi oldukça kısıtlı olsa da Türkiye kaynak açısından zengin ülkelerle çevrili bir konumda bulunmakta, dolayısıyla çok sayıda kaynaktan Doğalgaz tedarik etmektedir.
- Türkiye'nin esnek bir iletim sistemi olup bu sistem tüm ülkede doğalgaz kullanımını artırmak için büyük bir destek sağlamaktadır.
- Yer altı depolama, FSRU ve LNG yeniden gazlaştırma tesisleri için halihazırda devam etmekte olan ve yapılması planlanan yatırımlar arz güvenliğini ve sistem işlemlerinin esnekliğini artıracak olup Türkiye'nin bir Doğalgaz ticaret merkezi kurma vizyonunu da destekleyecektir. Piyasanın büyüme potansiyeli, bu alanda daha fazla yatırım yapılması ihtiyacını doğurmaktadır.
- Türkiye'nin coğrafi konumu, hem Avrupa hem de Türkiye dahil olmak üzere bölgedeki ülkelerin arz güvenliğine hizmet verecek bir likit Doğalgaz ticaret merkezinin kurulması ve geliştirilmesi açısından mükemmel bir potansiyel sunmaktadır.
- Sıfırdan yapılan Doğalgaz dağıtım yatırımı ihaleleri çok başarılı olmuş ve ülke genelinde çevre dostu Doğalgazın kullanımının hızlı bir şekilde artmasını desteklemektedir. Tahminler, giderek artan penetrasyon oranları ile birlikte meskenlere ve sanayiye ait doğalgaz talebinin, gelecek yıllar için doğalgaz talebinin artışının en fazla görüldüğü alanlar olacağını ortaya koymuştur.

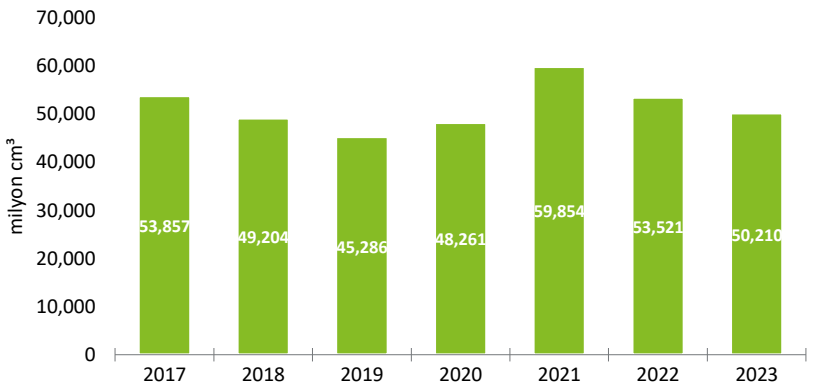
# Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

## Doğalgaz Talebinin Gelişimi

### Türkiye'de Doğalgaz Talebi ve Tüketimi

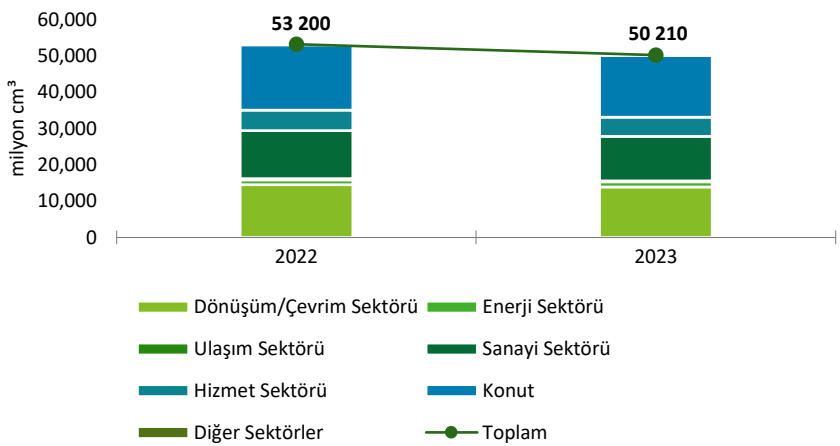
- EPDK 2023 Doğalgaz Piyasası Sektör Raporu'na göre, 2022 yılına göre toplam Doğalgaz iç tüketimi 2023 yılında %5,62 azalmış (2022 yılında -%11) ve 50.210 milyon cm³ olarak gerçekleşmiştir. 2017-2023 dönemine ait Doğalgaz iç tüketim ve ihracat grafiği sağ üstte sunulmaktadır.
- İllere göre doğalgaz tüketiminde ise, nüfus ve sanayinin yoğun olduğu Marmara Bölgesinde yer alan iller göze çarpmaktadır. Sağ alt tarafta bulunan grafikte de sunulduğu üzere Türkiye'de doğalgaz tüketiminin en yüksek olduğu il İstanbul'dur. Daha sonra sırasıyla Ankara, İzmir, Kocaeli, Bursa ve Balıkesir gelmektedir.
- Altta yer alan grafikte, 2022 yılı ve 2023 yılı sektörlere göre gaz tüketim rakamları yer almaktadır. 2023 yılında meydana gelen toplam tüketim azalmasının çok büyük bir kısmı konut ve sanayi sektörleri kaynaklıdır.

### Türkiye'de Yıllara Göre Doğalgaz Tüketimi



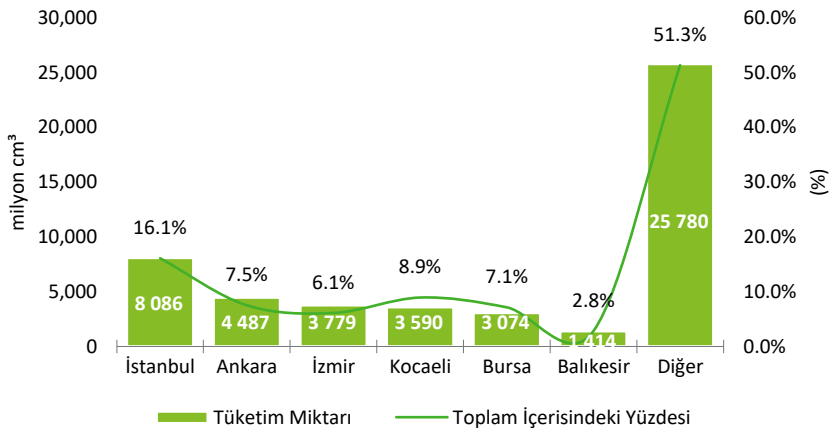

Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2023

### Sektörlere Göre Gaz Tüketimi




Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu 2023

### 2023 Yılı İl Bazında Doğalgaz Tüketimi




Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2023

# Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

## Üretim ve İthalat

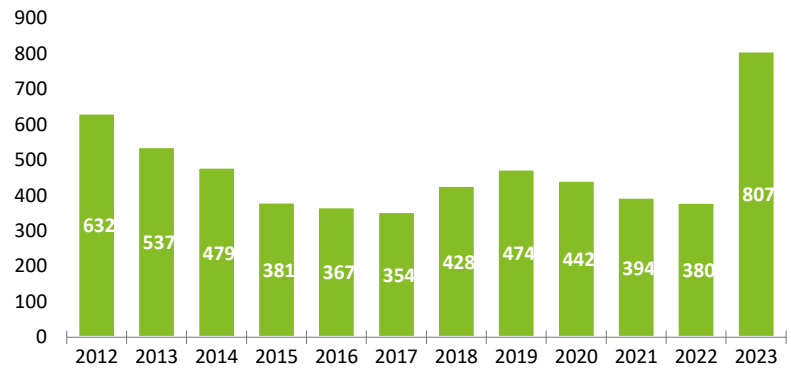
**Türkiye'de Doğal Gaz Üretimi**

- EPDK'nın 2023 yılında yayınladığı Doğalgaz sektör raporuna göre, 2023 döneminde Türkiye'nin Doğalgaz üretimi %112 artmıştır (2022 -%3,5'lik) BYBO ile artmıştır. Söz konusu artış 2023 yılının Eylül ayında Karadeniz gazının sisteme verilmesiyle gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla Doğalgaz üretimi yandaki grafikte sunulmaktadır.

**Türkiye'de Doğal Gaz İthalatı**

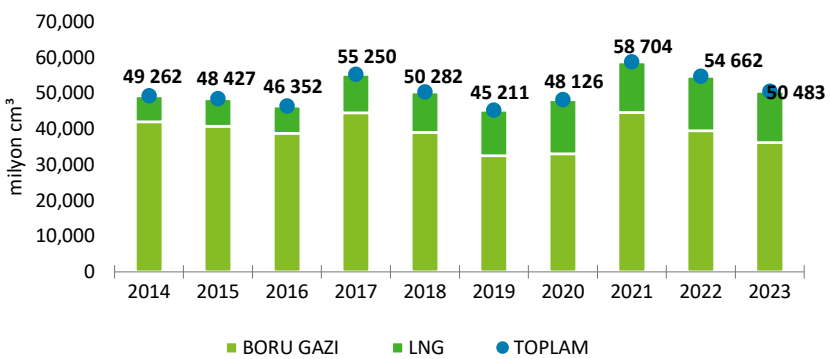
- Türkiye'de mevcut ve potansiyel doğalgaz kullanımını karşılayacak yerli rezerv ve üretim miktarının sınırlı olması nedeniyle Türkiye'ye doğalgaz ithalatı gerekli hale gelmiştir. Doğalgaz ithalatı ağırlıklı olarak %42'lik pay ile Rusya'dan yapılmaktadır. Rusya'yı İran, Azerbaycan, ABD, Cezayir ve Mısır takip etmektedir.
- Rusya tarafı ile Mavi Akım 2025 yılının sonunda, İran tarafı ile 2026 yılının Temmuz ayında sona erecektir. Bu iki ülke ile geliştirilecek yeni anlaşmalar, uluslararası konjonktürle doğrudan ilişkilidir. Ukrayna krizi sonrası Avrupa Birliği'nin Rusya'dan doğal gaz ithalatını durdurma kararı ve Amerika'nın İran'a karşı uyguladığı yaptırımlar, bu ülkelerle doğal gaz ilişkilerini etkileyen faktörlerdir.
- 2022 yılına ait ülke bazında doğalgaz ithalatı sağ alttaki grafikte gösterilmektedir. Buna ek olarak alt tarafta doğalgaz ithalatının türlerine göre yıllar bazında ayrımı yer almaktadır.

### Türkiye'de Yıllara Göre Doğalgaz Üretim Miktarı



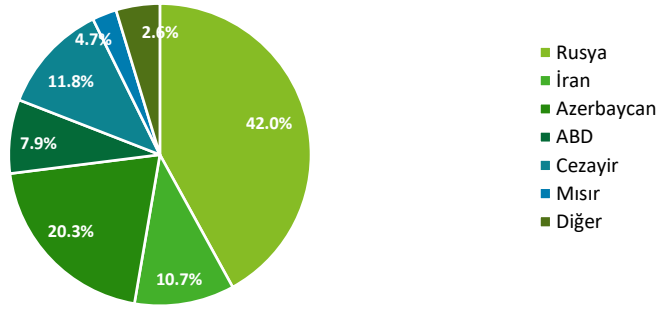

Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2023

### Türlerine Göre Gaz İthalatı




Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2023

### 2023 Yılı Ülkere Göre Doğalgaz İthalatı




Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Rporu, 2023

# Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

## Depolama

### Doğal Gaz Depolama

- EPDK tarafından yayınlanan 2023 doğalgaz sektör raporuna göre, 2022 yılını takiben doğalgaz piyasasında depolama alanında yapılan yatırımlar sonucunda hem yer altı depolama kapasitesi hem de LNG terminal kapasitesi önemli ölçüde artmıştır.
- Sağ üst grafikte gösterildiği gibi yıllar içinde stok miktarlarında önemli oranlarda artış oluşmuştur. 2017-2023 döneminde %10,8 (2017 – 2022 %12,6) BYBO ile artış gösteren toplam doğalgaz depolama miktarı, 2023 yılında kümülatif 59.973 milyon $cm^3$ (2022 yılında 35.593 milyon $cm^3$) olarak gerçekleşmiştir.
- Sağ alttaki grafikte ise, yıllık toplam doğalgaz ithalatı, tüketimi ve depolama miktarları gösterilmektedir. Dönem sonu stoku, 2023 yılında 2022 yılına göre %2 artarak 5.334 milyon $cm^3$ olarak gerçekleşmiştir.

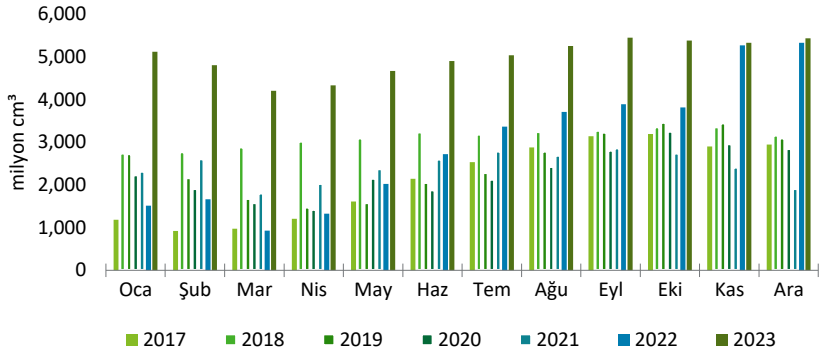
### Yer Altı Depolama

- Yer altı doğalgaz depolamanın temel amacı kısa vadede en yüksek talebi karşılamak, doğalgazı stratejik bir rezerv olarak depolamak, satın alma veya ödeme yükümlülüklerini yönetmek, boru hattı sistemindeki akışı dengelemek ve fiyat dalgalanmalarını azaltmaktır.
- 2022 yılı sonu itibarıyla; lisansa kayıtlı fiili yeraltı depolama kapasitesi 6,6 milyar $m^3$, lisansa kayıtlı fiili LNG depolama kapasitesi 1,05 milyon $m^3$ olarak gerçekleşmiştir.
- BOTAŞ Silivri depolama tesisinden 2022 yılında depolama hizmeti alan tedarikçi sayısı 13'tür. Bu tedarikçilerin 11'i ithalat lisansı sahibi (BOTAŞ dahil), 2'si ise toptan satış lisansı sahibidir. Tuzgölü depolama tesisini ise BOTAŞ kullanmıştır.

### LNG Depolama

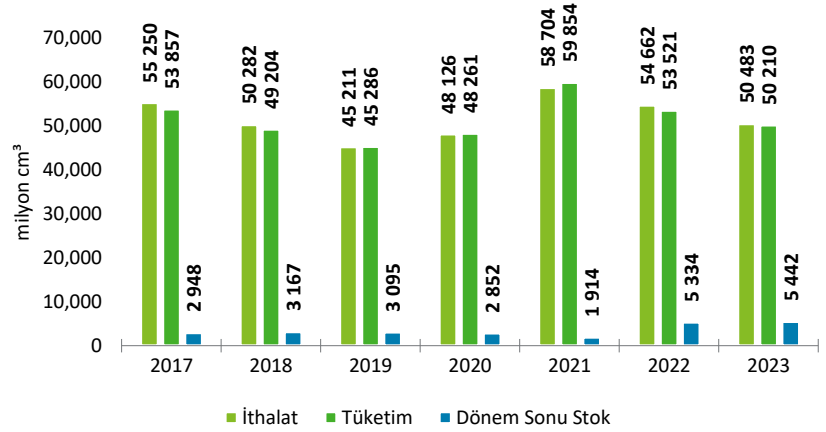
- 2023 yılında devreye giren BOTAŞ Saros Yüzen Sıvılaştırılmış Doğal Gaz Terminali faaliyetlerin hız kazanması ve LNG ithalatındaki artış ile LNG stok miktarlarında yıldan yıla büyük bir yükseliş gözlemlenmektedir. 2023 yılında LNG depolama tesislerinden çıkan toplam doğalgaz miktarı 13.761 milyon $cm^3$ olarak gerçekleşmiştir.

**Yıllara Göre Aylık Doğal Gaz Stok Miktarları**




Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2023

**Yıllara Göre İthalat, Tüketim ve Stok Karşılaştırması**




Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2023

# Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

## Doğalgaz Dağıtım – Gelir Gereksinimleri

**Uygulama Dönemi Gelir Gereksinimi** = $\sum_{\text{2022'den Başlamak Üzere Tarife Yılı (t)}}^{\text{t tarife yılı}}$ ( Yatırım Gideri (t) [1] + İşletme Gideri (t) [2] + İşletme Sermayesi Gideri (t) [3] + Yatırım Düzeltme Bileşeni (t) [4] )

**[1] Yatırım Gideri (t)** = Ortalama Düzenlenmiş Varlık Tabanı (t) × Düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranı + İtfa (t)

Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri

**[2] İşletme Gideri (t)** = Düzenlenmiş İşletme Giderleri (t) − Diğer Gelirler (t)

**[3] İşletme Sermayesi Gideri (t)** = Tarifeye Esas Net İşletme Gideri (t) × Reel Makul Getiri Oranı ÷ 12

**[4] Yatırım Düzeltme Bileşeni (t)** = Önceki tarife dönemi içerisindeki planlanan yatırım miktarı ile gerçekleştirilen yatırım miktarı arasındaki farkın Tüketici Fiyat Endeksi değişimine göre güncellenmiş hali × Reel Makul Getiri Oranı

# Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

## Yatırım Gideri Bileşeni

**Yatırım Gideri (t)**

Ortalama Düzenlenmiş Varlık Tabanı (t) × Düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranı (t) + İtfa (t)

- Kabul edilen Yatırım giderleri dağıtım faaliyetlerinin yürütülebilmesi için gerçekleştirilen Yatırım giderlerinden oluşur.
- Yatırım harcamalarına esas varlıkların kullanıma hazır hale getirilmiş olması (aktifleştirilmesi) ve Hesap Planı'na Uygun olarak kayıt altına alınması esastır.
- EPDK bir önceki tarife döneminde gerçekleştirilen şebeke yatırımlarını birim fiyat, teknik ve ekonomik (iç verimlilik oranı, net bugünkü değer, mevcut bedellere etki ve geri dönüş süresi gibi parametreler) açıdan incelemek ve gerekli düzeltmeleri yapmakta yetkilidir.

- Tarife ve ortalama düzenlenmiş varlık tabanı, her bir tarife yılı için tarife yılı yılbaşı ve yılsonu düzenlenmiş varlık tabanlarının aritmetik ortalaması alınarak bulunan ve gelir gereksinimi hesaplamalarında kullanılan tutarı göstermektedir.

- Getiri oranı hesaplamalarında reel makul getiri oranı kullanılır.

# Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

## İşletme Gideri Bileşeni

Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri

İşletme Gideri (t) = Düzenlenmiş İşletme Giderleri (t) − Diğer Gelirler (t)

- Düzenlenmiş işletme giderleri, dağıtım faaliyetleri için gerekli olan zorunlu harcamalardan oluşmaktadır.

- Düzenlenmiş İşletme giderlerinde önceki yıllara göre makul olmayan artışlar dikkate alınmaz.
- t tarife yılına ait düzenlenmiş İşletme giderinin hesaplanmasında, verimlilik faktörü baz yıldaki düzenlenmiş işletme giderine uygulanır.

- Düzenlenmiş İşletme giderinden düşülecek gelir kalemleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:
  - Sayaç açma-kapama bedeli gelirleri
  - İç tesisat proje onay gelirleri
  - Sertifika hizmet bedeli gelirleri
  - Usulsüz gaz kullanımından elde edilen gaz bedeli dışındaki gelirler
  - Tarifeye esas varlıkların dağıtım faaliyeti dışında kullanımından ve bu tür varlıkların satışından elde edilen dolaylı gelirler
  - Tüketiciye verilen diğer hizmetler karşılığında tüketiciden tahsil edilen bedeller

İşletme Sermayesi Gideri (t) = Tarifeye Esas Net İşletme Gideri (t) × Reel Makul Getiri Oranı ÷ 12

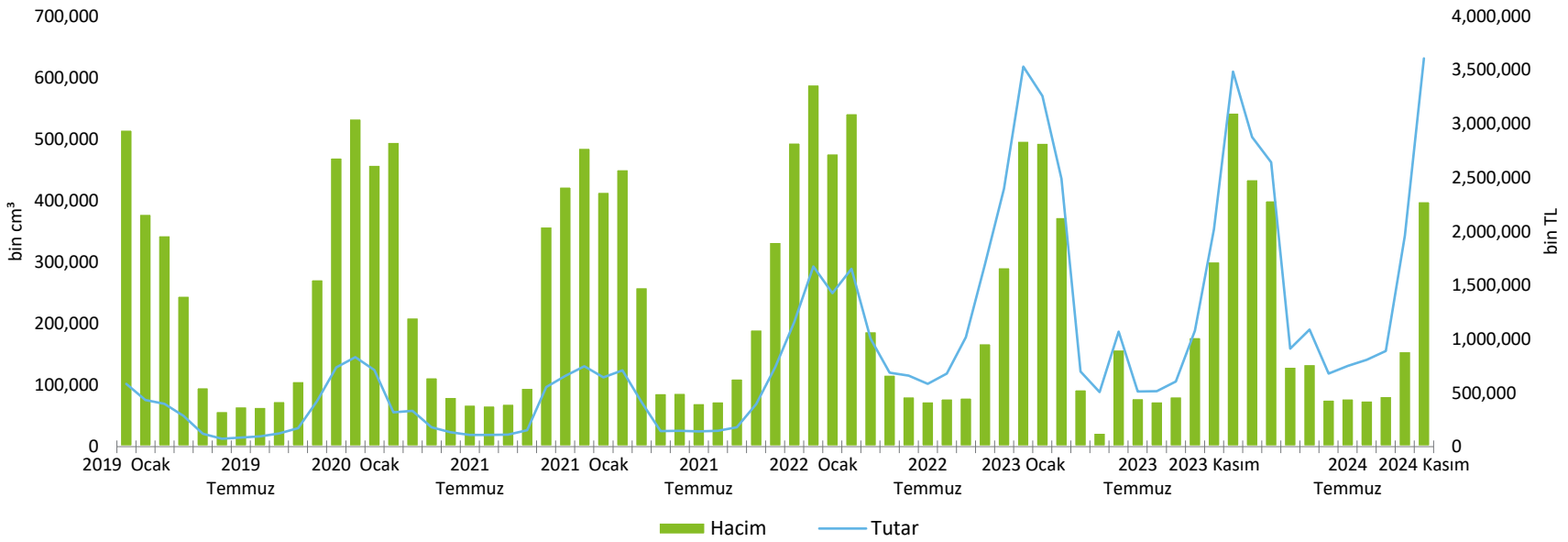
# Şirket Hakkında

| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Şirket Hakkında | Genel

- Başkentgaz Ankara'nın resmi yetkili doğal gaz distribütörü olarak hizmet vermektedir. Yaklaşık 2,1 milyon aboneye hizmet veren Şirket, Türkiye'nin en büyük ikinci dağıtım şirketidir.
- Ankara Büyükşehir Belediyesi ve EGO Genel Müdürlüğü bünyesinde sürdürülen doğal gaz dağıtım hizmetleri, özelleştirme kapsamında 2007 yılında kurulan Başkentgaz'a devredilmiştir.
- Özelleştirme sürecinin son aşamasında Şirket'in %100 oranındaki hisselerinin özelleştirilmesi için 25 Ocak 2013 tarihinde başlamış ve 31 Mayıs 2013 tarihinde imzalanan hisse devir sözleşmesi ile tamamlanmıştır. 31 Mayıs 2013 itibarıyla, Torunlar Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %100 oranında pay sahibi olduğu Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş, Şirket'in %100 oranındaki hissesini 1,162,000,000 ABD Doları karşılığında devralmıştır.
- Başkentgaz faaliyetlerini 2007 yılında aldığı ve 2037'ye kadar geçerli olan doğal gaz dağıtım lisansı ile yürütmektedir.

**Botaş'tan alınan aylık gaz miktarı ve tutarları**




Kaynak: Şirket Yönetimi

# Şirket Hakkında | Önemli Kilometre Taşları

**1988**
EGO tarafından Ankara'ya ilk defa doğal gaz tedarik edildi.

**1991**
1991-2006 yılları arasında gerçekleştirilen ve Ankara'da doğal gazın erişilebilirliğini artırmayı amaçlayan 6 yaygınlaştırma projesinden ilki hayata geçirildi.

**2007**
Özelleştirme kapsamında EGO'dan ayrılarak 2007 yılında Başkentgaz kuruldu.

Başkentgaz'ın %80'i için ilk özelleştirme çalışması, Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından 2007'de başlatıldı. Özelleştirme, tercih edilen teklif sahibinin gerekli yükümlülükleri yerine getirememesi nedeniyle gerçekleştirilemedi.

Başkentgaz, Ağustos 2037'ye kadar geçerli olacak Ankara doğal gaz dağıtım lisansını aldı.

**2008**
Başkentgaz'ın hisselerinin %80'i özelleştirme idaresine devredildi ve 2. özelleştirme ihalesi özelleştirme idaresi tarafından yapıldı. Ancak, tercih edilen teklif sahibinin yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle ihale tekrar iptal edildi.

**2010**
Başkentgaz'ın kalan %20'lik hisseleri de özelleştirme idaresi tarafından devralındı; 3. özelleştirme ihalesi de özelleştirme idaresi tarafından yapıldı. İhale, alınan tekliflerin beklenen miktarın altında kalması nedeniyle başarıya ulaşmadı.

**2013**
Başkentgaz, 25 Ocak 2013 tarihinde yapılan 4. özelleştirme ihalesinde Torunlar enerji tarafından 1,162 milyon ABD doları karşılığında satın alındı.

**2016**
Şirket, EPDK ve SPK tarafından alınan izinlerin ardından "Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." ünvanlı bir gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştü.

**2021**
Haziran 2021'de Şirket'in 175 milyon TL nominal değerli payları halka arz edildi. Şirket payları "BASGZ" koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

**2023**
Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş. ve Sakarya Elektrik Perakende Satış A.Ş.'nin ana ortağı olan AKCEZ Enerji Yatırımları San.ve Tic. A.Ş.'nin 124.875.000 TL nominal değerli (yaklaşık %24,99'u) payının alınmasına karar verilmiştir.

# Şirket Finansalları

| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Şirket Finansalları | Bilanço

## Bilanço

| ₺ 000 | Oca - Ara 2022 | Oca - Ara 2023 | Oca - Eyl 2023 | Oca - Eyl 2024 |
|---|---|---|---|---|
| **Dönen Varlıklar** | | | | |
| Hazır Değerler | 4 010 028 | 3 974 074 | 2 824 164 | 2 205 820 |
| Menkul Kıymetler | 134 993 | 205 255 | 188 674 | 41 774 |
| Ticari Alacaklar | 2 151 430 | 2 063 558 | 817 917 | 940 552 |
| Diğer Alacaklar | 18 432 | 3 183 | 18 338 | 9 111 |
| Stoklar | 106 078 | 284 214 | 398 612 | 927 005 |
| Gelecek Yıllara Ait Gid. ve Gelir Tahakkukları | 668 516 | 865 332 | 196 085 | 319 733 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 143 964 | 505 010 | 667 546 | 208 551 |
| **Toplam Dönen Varlıklar** | **7 233 441** | **7 900 627** | **5 111 335** | **4 652 546** |
| **Duran Varlıklar** | | | | |
| Ticari Alacaklar | 86 578 | 127 753 | 119 771 | 206 764 |
| Maddi Duran Varlıklar | 2 406 050 | 4 301 678 | 3 487 350 | 20 050 388 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 21 195 | 60 691 | 19 987 | 152 767 |
| Gelecek Yıllara Ait Gid. ve Gelir Tahakkukları | 112 | 14 | 53 543 | 64 727 |
| **Toplam Duran Varlıklar** | **2 513 935** | **4 655 053** | **3 680 651** | **20 684 070** |
| **Toplam Varlıklar** | **9 747 376** | **12 555 680** | **8 791 986** | **25 336 616** |
| **Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar** | | | | |
| Mali Borçlar | 229 190 | 339 208 | 37 374 | 51 937 |
| Ticari Borçlar | 3 717 419 | 4 571 609 | 1 661 648 | 2 845 486 |
| Diğer Borçlar | 8 540 | 16 085 | 15 822 | 33 151 |
| Alınan Avanslar | 48 436 | 55 206 | 67 542 | 99 364 |
| Ödenecek Vergi ve Diğer Yüküm. | 44 593 | 52 144 | 160 391 | 58 347 |
| Gelecek Aylara Ait Gel. ve Gider Tahakkukları | 1 155 905 | 1 964 222 | 1 089 520 | 1 644 299 |
| **Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar** | **5 204 082** | **7 118 410** | **3 032 327** | **4 599 877** |
| **Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar** | | | | |
| Mali Borçlar | 281 250 | 278 549 | 517 435 | 1 485 814 |
| Ticari Borçlar | 1 713 118 | 2 116 566 | 1 978 203 | 2 518 471 |
| Borç ve Gider Karşılıkları | 40 914 | 40 914 | 40 914 | 40 914 |
| **Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar** | **2 035 281** | **2 436 029** | **2 536 551** | **4 045 199** |
| **Toplam Yabancı Kaynaklar** | **7 239 364** | **9 554 440** | **5 568 878** | **8 645 076** |
| **Özkaynaklar** | | | | |
| Ödenmiş Sermaye | 700 000 | 700 000 | 700 000 | 14 764 620 |
| Kar Yedekleri | 268 346 | 366 728 | 366 728 | 2 214 230 |
| Geçmiş Yıllar Karları | 1 998 | 489 284 | 489 284 | - |
| Dönem Net Karı (Zararı) | 1 537 667 | 1 445 229 | 1 667 096 | 1 640 190 |
| **Toplam Özkaynaklar** | **2 508 012** | **3 001 240** | **3 223 108** | **16 691 540** |
| **Toplam Yabancı Kaynak ve Özkaynaklar** | **9 747 376** | **12 555 680** | **8 791 986** | **25 336 616** |

Kaynak: Şirket Yönetimi

### Başkentgaz Bilanço

- Başkentgaz'ın 2021-2023 yıl sonu ve 30 Eylül 2023-2024 ara dönem tarihli VUK'a göre düzenlenmiş veriler Şirket Yönetim tarafından sunulmuştur.

### Varlıklar

- 30 Eylül 2024 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam varlıklarının %18.3'lük kısmını dönen varlıklar oluşturmaktadır. Dönen varlıklar altındaki 2.2 milyar TL tutarındaki hazır değerlerin tamamına yakın bölümü ise vadeli mevduatlardan oluşmaktadır.
- 30 Eylül 2024 itibarıyla ticari alacaklar, diğer dönen varlıklar ve stoklar kalemleri toplam dönen varlıkların sırasıyla %20.2, %4.5 ve %19.9'ini oluşturmaktadır

### Yabancı Kaynaklar ve Özkaynaklar

- Başkentgaz 30 Eylül 2024 bilançosunda kısa vadeli yabancı kaynaklarının %61.8'ini ticari borçlar oluşturmaktadır. Kısa vadeli ticari borçların büyük çoğunluğu BOTAŞ'tan gaz alımından kaynaklanan borçlardan oluşmaktadır.
- 30 Eylül 2024 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam kısa vadeli yabancı kaynaklarının %35.7'unu gelecek aylara ait ön ödemeli müşterilerden peşin tahsil edilen doğalgaz gelir tahakkukları ve faiz ve diğer çeşitli gider tahakkukları oluşturmaktadır.
- 30 Eylül 2024 itibarıyla Başkentgaz'ın yaklaşık 2.5 milyar TL tutarındaki uzun vadeli ticari borçlarının tamamı alınan güvence bedellerinden oluşmaktadır.
- 30 Eylül 2024 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam uzun vadeli yabancı kaynaklarının %36.7'ünü içeren mali borçların tamamı banka kredilerinden oluşmaktadır.
- Başkentgaz'ın 30 Eylül 2024 itibarıyla 16.7 milyar TL tutarında özkaynakları bulunmaktadır.

# Şirket Finansalları | Gelir Tablosu

**Gelir Tablosu**

| ₺ 000 | Oca - Ara 2022 | Oca - Ara 2023 | Oca-Eyl 2023 | Oca-Eyl 2024 |
|---|---|---|---|---|
| Brüt Satışlar | 16.709.710 | 22.253.437 | 15.496.218 | 16.554.574 |
| Satış İndirimleri (-) | (140.396) | (2.729.622) | (2.017.039) | (1.169.851) |
| **Net Satışlar** | **16.569.315** | **19.523.815** | **13.479.180** | **15.384.724** |
| Satışların Maliyeti (-) | (15.289.227) | (17.723.870) | (12.013.369) | (14.289.255) |
| **Brüt Kar** | **1.280.088** | **1.799.945** | **1.465.811** | **1.095.468** |
| Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-) | (28) | - | (7) | (50) |
| Genel yönetim giderleri (-) | (88.600) | (193.782) | (128.490) | (228.899) |
| Toplam faaliyet giderleri | (88.628) | (193.782) | (128.496) | (228.949) |
| **Faaliyet Karı veya Zararı** | **1.191.460** | **1.606.163** | **1.337.314** | **866.520** |
| Diger Faaliyetlerden Olagan Gelir ve Karlar | 552.281 | 1.079.744 | 830.159 | 2.004.461 |
| Diger Faaliyetlerden Olagan Gider ve Zararlar (-) | (106.666) | (470.328) | (414.909) | (284.219) |
| Finansman Giderleri | (107.578) | (147.370) | (88.501) | (484.332) |
| **Olağan Kar veya Zarar** | **1.529.497** | **2.068.209** | **1.664.062** | **2.102.430** |
| Olağan Dışı Gelir ve Karlar | 17.371 | 6.984 | 4.917 | 9.905 |
| Olağandışı Gider ve Zararlar (-) | (9.201) | (2.647) | (1.883) | (3.321) |
| **Dönem Karı veya Zararı** | **1.537.667** | **2.072.546** | **1.667.096** | **2.109.013** |
| Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler | - | (627.318) | - | (468.823) |
| **Dönem Net Karı veya Zararı** | **1.537.667** | **1.445.229** | **1.667.096** | **1.640.190** |

Kaynak: Şirket Yönetimi

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Net satış büyümesi (%) | *173,3%* | *17,8%* | *41,7%* | *14,1%* |
| Brüt kar marjı (%) | *7,7%* | *9,2%* | *10,9%* | *7,1%* |
| FVÖK marjı (%) | *7,2%* | *8,2%* | *9,9%* | *5,6%* |

**Başkentgaz Gelir Tablosu**

- Başkentgaz'ın 2021-2023 yıl sonu ve 30 Eylül 2023-2024 ara dönem tarihli VUK'a göre düzenlenmiş veriler Şirket Yönetim tarafından sunulmuştur.

**Satışlar**

- Başkentgaz'ın gelirleri doğal gaz satışları, sistem kullanım gelirleri, bağlantı gelirleri ve taşıma hizmeti gelirlerinden oluşmaktadır.

**Faaliyet Giderleri ve Operasyonel Karlılık**

- Faaliyet giderlerinin neredeyse tamamı genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu faaliyet giderleri 30 Eylül 2024 itibarıyla 228,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

# Tarife Tahmini


| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Tarife Tahmini | Hacim Projeksiyonu

**Hacim Projeksiyonu**

| m' sm3 | 2025 T | 2026 T | 2027 T ... | 2032 T ... | 2037 T | BYBO 2025 - 2037 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Toplam tüketim | 4.525 | 4.584 | 4.680 | 5.189 | 5.723 | *2,0%* |
| 1. Kademe (0-100.000 Sm3) | 2.292 | 2.343 | 2.392 | 2.652 | 2.925 | *2,1%* |
| 2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm3) | 404 | 408 | 417 | 462 | 509 | *2,0%* |
| 3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm3) | 337 | 340 | 348 | 385 | 425 | *2,0%* |
| 4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm3) | 343 | 343 | 350 | 389 | 429 | *1,9%* |
| 5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm3) | 1.150 | 1.150 | 1.174 | 1.301 | 1.435 | *1,9%* |
| Satış | 3.088 | 3.140 | 3.206 | 3.555 | 3.921 | *2,0%* |
| 1. Kademe (0-100.000 Sm3) | 2.292 | 2.343 | 2.392 | 2.652 | 2.925 | *2,1%* |
| 2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm3) | 392 | 396 | 404 | 448 | 494 | *2,0%* |
| 3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm3) | 278 | 281 | 287 | 318 | 351 | *1,9%* |
| 4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm3) | 126 | 121 | 123 | 137 | 151 | *1,5%* |
| 5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm3) | - | - | - | - | - | *n/a* |
| Taşıma | 1.437 | 1.444 | 1.474 | 1.634 | 1.803 | *1,9%* |
| 1. Kademe (0-100.000 Sm3) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | *2,1%* |
| 2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm3) | 12 | 12 | 12 | 14 | 15 | *2,1%* |
| 3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm3) | 58 | 60 | 61 | 67 | 74 | *2,1%* |
| 4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm3) | 218 | 223 | 227 | 252 | 278 | *2,1%* |
| 5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm3) | 1.150 | 1.150 | 1.174 | 1.301 | 1.435 | *1,9%* |

- Toplam tüketim hacmi satış ve taşıma olarak ikiye ayrılmıştır. Buna göre doğalgaz tedarikinin Şirket dışındaki bir tedarikçiden karşılandığı ve Başkentgaz'ın sadece taşıma hizmeti verdiği abonelere ait tüketimler "taşıma" altında; satış ve taşıma hizmeti alan abonelerin tüketimleri ise "satış" altında gösterilmiştir. Projeksiyon süresince taşıma – satış aboneleri arasında geçiş öngörülmemiştir.
- Toplam talebi oluşturan doğalgaz satış ve taşıma hacmi projeksiyonu EPDK tarafından belirlenen tüketim grupları metodolojisi doğrultusunda 5 kademeli olarak tahmin edilmiştir. Buna göre, 2025 – 2037 yılları arasında toplam tüketim hacminin %2 BYBO ile büyüyerek 2037 yılında 5,723 milyon $Sm^3$ seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

# Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

## Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni

**Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni (2022 Fiyatlarıyla)**

| | Birim | 2025 T | 2026 T | 2027 T ... | 2032 T ... | 2037 T | Dönem Sonu DVT - Reel | Dönem Sonu DVT - Nominal |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Tarife Yılı Başı Düzenlenmiş Varlık Tabanı** | TL'm | **5 673** | **6 156** | **6 356** | **9 943** | **12 795** | **13 301** | **162 212** |
| **Tarifeye Esas Net Yatırım Tutarı** | TL'm | **915** | **664** | **1 332** | **1 416** | **1 494** | | |
| Düzenlenmiş Şebeke Yatının Harcamaları | TL'm | 990 | 739 | 1 410 | 1 503 | 1 590 | | |
| Şebeke Yatırım Harcamaları | TL'm | 990 | 739 | 1 410 | 1 503 | 1 590 | | |
| Yatırım Kabul Oranı | % | *100,0%* | *100,0%* | *100,0%* | *100,0%* | *100,0%* | | |
| Aktifleştirilen Bağlantıya İlişkin Gelirler (Vergi Yükü Hariç) | TL'm | 74 | 75 | 79 | 87 | 96 | | |
| Bağlantı Bedeli Gelirleri | TL'm | 93 | 94 | 99 | 109 | 121 | | |
| Vergi Yükü | % | *79,6%* | *79,6%* | *79,6%* | *79,6%* | *79,6%* | | |
| **Nominal Düzenlenmiş Varlık Tabanı** | TL'm | **7 305** | **7 968** | **9 300** | **16 213** | **23 470** | | |
| **Yatırımların İtfası** | TL'm | **433** | **463** | **524** | **838** | **988** | | |
| Tarifeye Esas Düzenlenmiş Varlık Tabanı | TL'm | 5 915 | 6 256 | 6 760 | 10 232 | 13 048 | | |
| Şebeke Harici Düzenlenmiş Varlık Tabanı | TL'm | - | - | - | - | - | | |
| Reel Makul Getiri Oranı | % | *12,4%* | *12,4%* | *12,4%* | *12,4%* | *12,4%* | | |
| Reel Makul Getiri Tutarı | TL'm | 735 | 777 | 840 | 1 272 | 1 621 | | |
| **Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni** | **TL'm** | **1 168** | **1 241** | **1 364** | **2 110** | **2 609** | | |

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir. 2025 – 2037 yılları arasında yapılan hesaplamalar için mevcutta yürürlükte olan tarife hesaplama metodolojileri ile ilgili kurur kararları baz alınmıştır.
- Tarifeye esas net yatırım tutarı hesaplanırken öngörülen şebeke yatırım harcamasından tarife metodolojisi doğrultusunda vergi yükünden arındırılmış bağlantı bedeli gelirleri düşülmüştür.
- İtfa süresi 22 yıl olarak kabul edilmiştir.
- EPDK'nın 30.06.2022/11048 tarih ve sayılı kararı uyarınca belirtilen %12.427 düzeltilmiş reel makul getiri oranı kullanılmıştır.
- 2037 yıl sonu varlık tabanı, açıklanan metodoloji doğrultusunda, açılış varlık tabanı hesaplaması net yatırım tutarının eklenip itfa tutarının çıkarılmasıyla 13.301 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

# Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

## Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni

**Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni (2022 Fiyatlarıyla)**

| | Birim | 2025 T | 2026 T | 2027 T ... | 2032 T ... | 2037 T |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri** | **TL'm** | **512,2** | **522,7** | **533,7** | **591,7** | **652,6** |
| Düzenlenmiş İşletme Giderleri | TL'm | 541,2 | 552,2 | 563,8 | 625,1 | 689,4 |
| Ar-Ge Giderleri | TL'm | 5,4 | 5,5 | 5,6 | 6,3 | 6,9 |
| Ar-Ge Dahil Düzenlenmiş İşletme Giderleri | TL'm | 546,6 | 557,7 | 569,4 | 631,3 | 696,3 |
| Diğer Gelirler | TL'm | 34,4 | 35,0 | 35,7 | 39,6 | 43,7 |
| **Kurumsal Performans Teşvik Gelirleri** | **TL'm** | 5,4 | 5,5 | 5,6 | 6,3 | 6,9 |
| **İşletme Sermayesi Gideri** | **TL'm** | **5,7** | **5,8** | **5,9** | **6,5** | **7,2** |
| Reel Makul Getiri Oranı | % | 13,25% | 13,25% | 13,25% | 13,25% | 13,25% |
| **Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni** | **TL'm** | **523,3** | **534,0** | **545,2** | **604,5** | **666,7** |

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir. 2025 – 2037 yılları arasında yapılan hesaplamalar için mevcutta yürürlükte olan tarife hesaplama metodolojileri ile ilgili kurul kararları baz alınmıştır.
- 2025 ve sonrası tarifeye esas net işletme giderleri hesaplanırken düzenlenmiş işletme giderlerinin üzerine Ar-Ge giderleri (düzenlenmiş işletme giderinin %1'i oranında) eklenmiş; diğer gelirler ise düşülmüştür.
- 23 Aralık 2021 tarihli EPDK Kurul kararına istinaden Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri İçin Tarife Hesaplama Usul ve Esasları'nda değişiklik yapılmıştır. Buna göre 1 Ocak 2022 itibarıyla dağıtım şirketlerince sunulan hizmetin kalitesini ve dağıtım şirketlerinin kurumsal performansını artırmayı teşvik etmek amacıyla tarife hesaplamalarında kalite faktörü ve kurumsal performans teşviki kullanılmaya başlanacaktır.
- Madde 25/3 (a) bendi uyarınca Başkentgaz paylarının doğrudan halka arz edilmiş olması ve Borsa İstanbul'da işlem görüyor olması nedeniyle işletme gideri bileşenleri gelir gereksinimi toplamının %1'ine tekabül eden tutar kurumsal performans teşviki olarak işletme gideri bileşenine gelir gereksinimine eklenmiştir.
- İşletme sermayesi gideri hesaplamasında EPDK'nın 30.06.2022/11048 tarih ve sayılı kararı uyarınca belirtilen %13,25 'lik reel makul getiri oranı kullanılmıştır.

# Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

## Gelir Gereksinimi ve Birim Bedeller

**Tarife Dönemi Gelir Gereksinimi ve Birim Bedeller (2022 Fiyatlarıyla)**

| | Birim | 2025 T | 2026 T | 2027 T ... | 2032 T ... | 2037 T |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni** | **TL'm** | **1 168,1** | **1 240,7** | **1 363,9** | **2 109,6** | **2 609,4** |
| Makul Getiri Tutarı | TL'm | 735,0 | 777,4 | 840,1 | 1 271,6 | 1 621,5 |
| Yatırımların İtfası | TL'm | 433,1 | 463,3 | 523,8 | 838,1 | 987,9 |
| **Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni** | **TL'm** | **523,3** | **534,0** | **545,2** | **604,5** | **666,7** |
| Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri | TL'm | 512,2 | 522,7 | 533,7 | 591,7 | 652,6 |
| Kurumsal Performans Teşvik Gelirleri | TL'm | 5,4 | 5,5 | 5,6 | 6,3 | 6,9 |
| İşletme Sermayesi Gideri | TL'm | 5,7 | 5,8 | 5,9 | 6,5 | 7,2 |
| **Gelir farkı** | TL'm | **53,3** | **53,3** | - | - | - |
| **Toplam Gelir Gereksinimi** | **TL'm** | **1 744,7** | **1 828,0** | **1 909,1** | **2 714,1** | **3 276,2** |
| **Tarife Dönemi Baz** | | | | | | |
| **Gaz Tüketimi** | **m' sm3** | **4 525,2** | **4 583,9** | **4 680,2** | **5 189,1** | **5 723,2** |
| SKB-1 | m' sm3 | 2 292,2 | 2 342,8 | 2 392,0 | 2 652,1 | 2 925,1 |
| SKB-2 | m' sm3 | 403,6 | 407,9 | 416,5 | 461,8 | 509,3 |
| SKB-3 | m' sm3 | 336,6 | 340,4 | 347,5 | 385,3 | 424,9 |
| SKB-4 | m' sm3 | 343,3 | 343,3 | 350,5 | 388,6 | 428,6 |
| SKB-5 | m' sm3 | 1 149,5 | 1 149,5 | 1 173,7 | 1 301,3 | 1 435,3 |
| **Gelir Gereksinimindeki Payı** | | | | | | - |
| SKB-1 | | 86% | 86% | 86% | 86% | 86% |
| SKB-2 | | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| SKB-3 | | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| SKB-4 | | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| SKB-5 | | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| **Birim Bedeller - Reel** | | | | | | |
| SKB-1 | TL/Sm3 | 0,59486 | 0,59486 | 0,77294 | 0,91593 | 0,91593 |
| SKB-2 | TL/Sm3 | 0,34059 | 0,34059 | 0,44561 | 0,52804 | 0,52804 |
| SKB-3 | TL/Sm3 | 0,13520 | 0,13520 | 0,17631 | 0,20893 | 0,20893 |
| SKB-4 | TL/Sm3 | 0,05027 | 0,05027 | 0,06734 | 0,07980 | 0,07980 |
| SKB-5 | TL/Sm3 | 0,01961 | 0,01961 | 0,02570 | 0,03046 | 0,03046 |
| **Enflasyon** | | | | | 10,8% | 10,8% |
| TÜFE - Dönem Sonu | | 3 476,5 | 4 164,8 | 4 685,4 | 8 241,0 | 13 761,9 |
| TÜFE - Yılortası | | 3 080,5 | 3 820,7 | 4 425,1 | 7 839,4 | 13 091,2 |
| **Enflasyon Endeksi** | | **2,73** | **3,39** | **3,92** | **6,95** | **11,60** |
| **Birim Bedeller - Nominal** | | | | | | |
| SKB-1 | TL/Sm3 | 1,62389 | 2,01405 | 3,03104 | 6,36302 | 10,62582 |
| SKB-2 | TL/Sm3 | 0,92976 | 1,15315 | 1,74742 | 3,66834 | 6,12587 |
| SKB-3 | TL/Sm3 | 0,36909 | 0,45776 | 0,69140 | 1,45145 | 2,42383 |
| SKB-4 | TL/Sm3 | 0,13724 | 0,17022 | 0,26409 | 0,55439 | 0,92580 |
| SKB-5 | TL/Sm3 | 0,05353 | 0,06640 | 0,10079 | 0,21158 | 0,35333 |

# Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

## Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir.
- Yatırım bileşeni, işletme gideri bileşeni ve gelir farkı bileşeni doğrultusunda toplam gelir gereksinimi rakamına ulaşılmıştır.
- Gelir gereksiniminin abone gruplarına dağılımı, EPDK tarafından belirlenen metodoloji doğrultusunda yapılmıştır. Tüketim gruplarının gelir gereksinimindeki payları belirlenmiş ve tüketim miktarlarına bölünerek birim bedeller hesaplanmıştır. Hesaplanan birim bedellere enflasyon endeksi uygulanarak nominal birim bedellere ulaşılmıştır.
- Değerleme çalışmasında kullanılan enflasyon tahminleri The Economist Intelligence Unit (EIU) öngörüleri temel alınarak oluşturulmuştur.

# Gelir Yaklaşımı


| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Gelir Yaklaşımı | İş Planı

**İş Planı**

| | Birim | 2023 | 2024 | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T ... | 2032 T ... | 2037 T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Gaz Satış Geliri** | **TL'm** | **17 244,4** | **27 710,2** | **36 415,1** | **44 363,6** | **50 956,6** | **60 716,0** | **99 370,4** | **183 024,4** |
| **Doğal Gaz Satışından gelen Gelirler** | **TL'm** | **1 771,5** | **3 110,7** | **4 206,5** | **5 324,2** | **8 187,3** | **9 590,2** | **19 056,3** | **35 098,7** |
| **Taşıma gelirler** | **TL'm** | **53,0** | **92,2** | **123,9** | **155,4** | **241,9** | **283,4** | **563,1** | **1 037,1** |
| **Bağlantı Bedeli Gelirleri** | **TL'm** | **109,3** | **189,9** | **255,1** | **319,9** | **386,7** | **453,0** | **759,6** | **1 399,0** |
| **Diğer Gelirler** | **TL'm** | **39,3** | **69,4** | **94,0** | **118,4** | **140,1** | **164,1** | **275,1** | **506,7** |
| **Toplam gelir** | **TL'm** | **19 217,4** | **31 172,4** | **41 094,5** | **50 281,4** | **59 912,6** | **71 206,5** | **120 024,5** | **221 065,9** |
| **Satışların Maliyeti** | **TL'm** | **(17 244,4)** | **(27 710,2)** | **(36 415,1)** | **(44 363,6)** | **(50 956,6)** | **(60 716,0)** | **(99 370,4)** | **(183 024,4)** |
| Satış Hacmi | m' sm3 | 2 986,4 | 3 043,0 | 3 088,0 | 3 140,3 | 3 206,2 | 3 273,5 | 3 554,8 | 3 920,7 |
| BOTAŞ Doğal Gaz Fiyatları | TL/Sm3 | 5,8 | 9,1 | 11,8 | 14,1 | 15,9 | 18,5 | 28,0 | 46,7 |
| **Brüt kar** | **TL'm** | **1 973,1** | **3 462,2** | **4 679,5** | **5 917,9** | **8 956,0** | **10 490,5** | **20 654,1** | **38 041,5** |
| **Faaliyet giderleri (Ar-Ge dahil)** | **TL'm** | **(628,8)** | **(1 105,1)** | **(1 492,2)** | **(1 888,2)** | **(2 232,9)** | **(2 615,5)** | **(4 385,8)** | **(8 077,9)** |
| **FAVÖK** | **TL'm** | **1 344,3** | **2 357,1** | **3 187,3** | **4 029,6** | **6 723,1** | **7 875,1** | **16 268,3** | **29 963,5** |
| Amortisman | TL'm | (388,4) | (804,7) | (1 182,4) | (1 568,6) | (2 054,2) | (2 634,6) | (5 822,0) | (11 461,1) |
| **FVÖK** | **TL'm** | **955,9** | **1 552,4** | **2 004,8** | **2 461,0** | **4 668,9** | **5 240,4** | **10 446,3** | **18 502,4** |
| | | | | | | | | | |
| Brüt kar marjı | % | *10,3%* | *11,1%* | *11,4%* | *11,8%* | *14,9%* | *14,7%* | *17,2%* | *17,2%* |
| FAVÖK marjı | % | *7,0%* | *7,6%* | *7,8%* | *8,0%* | *11,2%* | *11,1%* | *13,6%* | *13,6%* |
| FVÖK marjı | % | *5,0%* | *5,0%* | *4,9%* | *4,9%* | *7,8%* | *7,4%* | *8,7%* | *8,4%* |

- Önceki sayfalarda açıklanan gelir ve gider varsayımları neticesinde ortaya çıkan operasyonel sonuçlar yukarıda gösterilmektedir.
- Tablodaki tutarlar nominal değerleri göstermektedir.

# Gelir Yaklaşımı | İş Planı

- 2025 ve sonrası için:
  - I. Gaz satış gelirleri tahmin edilirken sektördeki dağıtım şirketlerinden gaz tedarik eden abonelere BOTAŞ fiyatı referans alındığı için gaz satış gelirleri ve satışların maliyeti değerlerinin birbirine eşit olacağı öngörülmüştür,
  - II. Doğalgaz satışından gelen gelirleri ve taşıma gelirleri tahmini abone gruplarında tüketilen gaz hacmin ilgili birim bedelleriyle çarpılmasıyla hesaplanmıştır,
  - III. Bağlantı bedelleri gelirleri ve diğer gelirler için projeksiyon Şirket Yönetimi tarafından paylaşılmıştır,
- 2025-2037 yılları arasında toplam gelirlerin %15'lik BYBO ile artış göstereceği varsayılmaktadır.
- Satışların maliyeti, yukarıda belirtildiği gibi BOTAŞ'tan tedarik edilen gaz maliyetlerinden oluşturmaktadır. Satışların maliyetinin de 2025-2037 arasında %14,4'lük BYBO ile artması tahmin edilmektedir.
- Faaliyet giderlerinin 2025-2037 arasında %15,1 BYBO ile büyümesi öngörülmektedir.

# Gelir Yaklaşımı | İşletme Giderleri

**İşletme Giderleri**

| ₺ m | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T … | 2032 T … | 2037 T | BYBO 2025 - 2037 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **İşletme Giderleri** | **1 477,4** | **1 869,5** | **2 210,8** | **2 589,6** | **4 342,4** | **7 998,0** | ***15,1%*** |
| Personel Ücret ve Giderleri | 328,9 | 410,1 | 484,9 | 568,0 | 952,5 | 1 754,4 | *15,0%* |
| İlk Madde ve Malzeme Giderleri | 19,7 | 24,5 | 29,0 | 34,0 | 57,0 | 104,9 | *15,0%* |
| Dışarıdan Sağlanan Hizmet Giderleri | 742,7 | 949,6 | 1 122,9 | 1 315,3 | 2 205,5 | 4 062,2 | *15,2%* |
| Kira Giderleri | 104,5 | 130,3 | 154,1 | 180,5 | 302,6 | 557,4 | *15,0%* |
| Enerji Giderleri | 137,4 | 172,4 | 203,9 | 238,8 | 400,5 | 737,6 | *15,0%* |
| Yasal Zorunlu Harcamalar | 118,9 | 151,2 | 178,8 | 209,4 | 351,1 | 646,7 | *15,2%* |
| Haberleşme Giderleri | 7,4 | 9,3 | 11,0 | 12,9 | 21,6 | 39,7 | *15,2%* |
| Büro ve İdari Giderler | 7,9 | 9,9 | 11,7 | 13,7 | 23,0 | 42,3 | *15,0%* |
| Diğer Giderler | 9,9 | 12,3 | 14,5 | 17,0 | 28,6 | 52,6 | *15,0%* |
| **Ar-Ge Giderleri** | **14,8** | **18,7** | **22,1** | **25,9** | **43,4** | **80,0** | *15,1%* |
| **Faaliyet giderleri (Ar-Ge dahil)** | **1 492,2** | **1 888,2** | **2 232,9** | **2 615,5** | **4 385,8** | **8 077,9** | ***15,1%*** |

- Tablodaki tutarlar nominal fiyatlarla gösterilmektedir.
- İşletme giderlerinin 2025-2037 yılları arasında BYBO %15,1'lik artış göstermesi beklenmektedir.
- Ar-Ge gideri toplam işletme giderlerinin %1'i olarak varsayılmıştır.

# Gelir Yaklaşımı | Net İşletme Sermayesi

**Net İşletme Sermayesi**

| | 31 Ara | | | 30 Eyl | 31 Ara | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ₺ m | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2024 | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T ... | 2032 T ... | 2037 T |
| Ticari alacaklar | 644 | 2.400 | 2.299 | 1.195 | 4.067 | 5.362 | 6.560 | 7.817 | 9.290 | 15.659 | 28.842 |
| Stoklar | 90 | 106 | 284 | 927 | 407 | 535 | 652 | 749 | 892 | 1.460 | 2.690 |
| Ticari borçlar (-) | (1.385) | (3.703) | (4.571) | (2.845) | (7.838) | (10.300) | (12.548) | (14.413) | (17.173) | (28.106) | (51.766) |
| **Net ticari işletme sermayesi** | **(650)** | **(1.197)** | **(1.988)** | **(723)** | **(3.363)** | **(4.403)** | **(5.336)** | **(5.847)** | **(6.990)** | **(10.986)** | **(20.235)** |
| Diğer dönen varlıklar | 535 | 691 | 1.059 | 602 | 1.683 | 2.219 | 2.715 | 3.235 | 3.844 | 6.480 | 11.935 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler (-) | (636) | (1.257) | (2.208) | (1.702) | (1.639) | (1.257) | (1.104) | (937) | (1.117) | (1.828) | (3.367) |
| **Net diğer işletme sermayesi** | **(100)** | **(566)** | **(1.149)** | **(1.100)** | **44** | **962** | **1.611** | **2.297** | **2.728** | **4.652** | **8.569** |
| **Net İşletme Sermayesi** | **(751)** | **(1.764)** | **(3.137)** | **(1.824)** | **(3.319)** | **(3.441)** | **(3.725)** | **(3.550)** | **(4.263)** | **(6.334)** | **(11.666)** |
| *Hasılata oranı (%)* | *(12,4%)* | *(12,1%)* | *(16,3%)* | *(11,9%)* | *(10,6%)* | *(8,4%)* | *(7,4%)* | *(5,9%)* | *(6,0%)* | *(5,3%)* | *(5,3%)* |
| **Net işletme sermayesindeki değişim** | **(74)** | **(1.013)** | **(1.373)** | **(1.129)** | **(182)** | **(122)** | **(284)** | **175** | **(713)** | **(233)** | **(1.335)** |
| **Hasılat** | 6.037 | 14.542 | 19.217 | 15.385 | 31.172 | 41.095 | 50.281 | 59.913 | 71.207 | 120.024 | 221.066 |
| **Satışların maliyeti** | (4.625) | (13.037) | (17.244) | (14.289) | (27.710) | (36.415) | (44.364) | (50.957) | (60.716) | (99.370) | (183.024) |
| **Devir Hızı (Gün)** | | | | | | | | | | | |
| Alacak tahsil süresi (A) | 39 | 60 | 44 | 21 | 48 | 48 | 48 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| Stok devir süresi (B) | 7 | 3 | 6 | 18 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Borç ödeme süresi (C) | 109 | 104 | 97 | 55 | 103 | 103 | 103 | 103 | 103 | 103 | 103 |
| **Nakit çevirim süresi (A + B - C)** | **(63)** | **(40)** | **(47)** | **(15)** | **(50)** | **(50)** | **(50)** | **(50)** | **(50)** | **(50)** | **(50)** |
| **Dönem gün sayısı** | 365 | 365 | 365 | 274 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 |
| **Brüt kar marjı** | *23,4%* | *10,4%* | *10,3%* | *7,1%* | *11,1%* | *11,4%* | *11,8%* | *14,9%* | *14,7%* | *17,2%* | *17,2%* |
| **Hasılat büyüme oranı** | *26,0%* | *140,9%* | *32,1%* | *14,1%* | *62,2%* | *31,8%* | *22,4%* | *19,2%* | *18,9%* | *16,0%* | *12,9%* |

- Alacak tahsil süresi 2021, 2022 ve 2023 yılları için ticari alacakların satış gelirlerine oranıyla dönemdeki gün sayısı (365 gün) hesaba katılarak belirlenmiş olup, devam eden dönemler için alacak tahsil süresi 2024 yılı değerine eşit olacak şekilde yansıtılmıştır.
- Stok devir süresi ve borç ödeme süresi 2021, 2022 ve 2023 yılları için stokların, satışların maliyetine oranıyla dönemdeki gün sayısına (365 gün) göre hesaplanmış ve devam eden dönemler için stok devir süresi 2024 yılı değerine eşit olacak şekilde yansıtılmıştır.

# Gelir Yaklaşımı | Net İşletme Sermayesi

- Ticari borçlar içinde en büyük bölümü BOTAŞ'a ödenen aylık gaz tedarik faturaları oluşturmaktadır. Kış aylarında hava sıcaklığının düşmesiyle birlikte yıl sonlarında BOTAŞ'tan tedarik edilen gaz miktarları artmaktadır. Borç ödeme süresi yılsonu mevsimsellikten kaynaklı olarak 2025 ve sonrası için 2024 yılı değerine eşit olacak şekilde yansıtılmıştır.
- Diğer dönen varlıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler altındaki diğer yükümlülükler, 2024 itibarıyla sırasıyla hasılat ve satışların maliyetindeki büyümeye paralel olacak şekilde tahmin edilmiştir.
- Diğer kısa vadeli yükümlülükler altında görülen gelecek aylara ait gelirler ön ödemeli sayaç gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucu ön ödemeli sayaçların mekanik sayaçlara geçişi 2027 yılında tamamlanacaktır. Bu nedenle gelecek aylara ait gelirlerin 2027 sonunda sıfırlanacağı varsayılmıştır.

# Gelir Yaklaşımı | Yatırımlar ve Amortisman

**Yatırımlar ve Amortisman**

| ₺ m | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Yatırımlar | Ekonomik ömür | | | | | | | | | | | | | |
| Mevcut Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla) | 22,0 | 3.265,2 | | | | | | | | | | | | |
| Yeni Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla) | 22,0 | 314,5 | 213,6 | 136,8 | 29,8 | 79,9 | 78,6 | 91,0 | 425,5 | 424,8 | 413,5 | 662,8 | 997,3 | 1.480,3 |
| Mevcut Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar | | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) |
| Yeni Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar | | (14,3) | (24,0) | (30,2) | (31,6) | (35,2) | (38,8) | (42,9) | (62,3) | (81,6) | (100,4) | (130,5) | (175,8) | (243,1) |
| **Toplam Amortisman Gideri (2022 yılı başı fiyatlarla)** | | **(162,7)** | **(172,4)** | **(178,6)** | **(180,0)** | **(183,6)** | **(187,2)** | **(191,3)** | **(210,7)** | **(230,0)** | **(248,8)** | **(278,9)** | **(324,2)** | **(391,5)** |

## Yatırımlar ve Amortisman

| ₺ m | | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T ... | 2032 T ... | 2037 T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Yatırımlar | Ekonomik ömür | | | | | | |
| Mevcut Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla) | 22,0 | | | | | | |
| Yeni Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla) | 22,0 | 915,5 | 663,6 | 1.331,7 | 1.359,5 | 1.416,2 | 1.493,7 |
| Mevcut Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar | | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | (148,4) | - |
| Yeni Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar | | (284,7) | (314,9) | (375,4) | (437,2) | (689,6) | (987,9) |
| **Toplam Amortisman Gideri (2022 yılı başı fiyatlarla)** | | **(433,1)** | **(463,3)** | **(523,8)** | **(585,6)** | **(838,1)** | **(987,9)** |

- Geçmiş yıllara dair amortisman hesaplaması için tarife dönemi başı baz varlık tabanı dikkate alınmıştır.
- Yeni yapılacak olan yatırımların ekonomik ömrü 22 yıl olarak varsayılmıştır.

# Gelir Yaklaşımı | Güvence Bedeli Hareket Tablosu

**Güvence Bedeli Hareket Tablosu**

| ₺ m | 2023 | 2024 | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T ... | 2032 T ... | 2037 T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Açılış Bakiyesi | 4 762 | 4 984 | 7 949 | 10 399 | 12 585 | 14 305 | 23 681 | 41 686 |
| Abonelerden Alınan Güvence Bedelleri (net) | 63 | 89 | 106 | 127 | 146 | 174 | 280 | 479 |
| Cari Dönem Güncelleme Farkı | 159 | 2 876 | 2 345 | 2 059 | 1 573 | 2 389 | 2 558 | 4 502 |
| **Kapanış Bakiyesi** | **4 984** | **7 949** | **10 399** | **12 585** | **14 305** | **16 868** | **26 519** | **46 667** |

1

- Dağıtım şebekesine yeni bağlanan ve sözleşme imzalayan abonelerden alınan güvence bedelleri Şirket'e nakit girdisi sağlamaktadır. EPDK tarafından açıklanan birim bedel üzerinden abonelerden toplanan güvence bedelleri, açıklanan metodoloji doğrultusunda her yıl enflasyon artış oranı ile güncellenmekte ve abone çıkışı olduğunda güvence bedeli güncel bedel üzerinden aboneye iade edilmektedir.

1 Her bir aboneden tahsil edilecek güvence birim bedeli için EPDK'nın 2024 yılı için onayladığı bağlantı ve hizmet bedellerine göre Güvence Bedeli Soba/Merkezi Sistem olan 1.835 TL referans olarak alınmış ve yıllar itibarıyla enflasyon öngörülerine paralel olarak artırılmıştır. Yıllık tahsil edilen toplam güvence bedeli\ öngörülen abone başına birim bedel ile abone projeksiyonunda yer alan yeni sözleşmeli abone sayısı çarpılarak hesaplanmıştır.

- Cari dönem güncelleme farkı enflasyon oranında artırılarak, güvence bedeli kapanış bakiyesi tahmini yapılmıştır.

# Gelir Yaklaşımı | İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

**İndirgenmiş Nakit Akımı**

| ₺ m | | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T | 2032 T | ... | 2037 T | Dönem Sonu |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| FAVÖK | | 3 187,3 | 4 029,6 | 6 723,1 | 7 875,1 | 9 127,6 | 10 324,8 | 11 677,6 | 16 268,3 | | 29 963,5 | |
| Eksi: Amortisman ve itfa | | (1 182,4) | (1 568,6) | (2 054,2) | (2 634,6) | (3 306,7) | (4 020,9) | (4 850,9) | (5 822,0) | | (11 461,1) | |
| FVÖK | | 2 004,8 | 2 461,0 | 4 668,9 | 5 240,4 | 5 820,9 | 6 303,8 | 6 826,7 | 10 446,3 | | 18 502,4 | |
| Vergi gideri | *25%* | (501,2) | (615,3) | (1 167,2) | (1 310,1) | (1 455,2) | (1 576,0) | (1 706,7) | (2 611,6) | | (4 625,6) | |
| **Vergi Sonrası Faaliyet Karı** | | **1 503,6** | **1 845,8** | **3 501,7** | **3 930,3** | **4 365,7** | **4 727,9** | **5 120,0** | **7 834,7** | | **13 876,8** | |
| Artı: Amortisman ve itfa | | 1 182,4 | 1 568,6 | 2 054,2 | 2 634,6 | 3 306,7 | 4 020,9 | 4 850,9 | 5 822,0 | | 11 461,1 | |
| Artı: Güvence bedeli | | 105,9 | 126,8 | 146,1 | 174,3 | 196,9 | 221,9 | 249,5 | 279,8 | | 478,8 | |
| Eksi: Yatırımlar | | (2 702,2) | (2 501,4) | (5 530,0) | (6 476,8) | (7 366,0) | (8 329,6) | (9 239,5) | (10 443,4) | | (18 442,3) | |
| Eksi: İşletme sermayesindeki değişim | | 122,2 | 283,5 | (175,3) | 713,2 | 505,7 | 625,5 | 706,7 | 233,2 | | 1 334,6 | |
| **Serbest Nakit Akımı** | | **212,0** | **1 323,2** | **(3,3)** | **975,6** | **1 008,9** | **1 266,6** | **1 687,6** | **3 726,3** | | **8 709,1** | |
| Varlık tabanı | | | | | | | | | | | | 162 211,7 |
| Kısmi yıl düzeltmesi | | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | | 0,66 | 1,00 |
| İskonto Yıl Sayısı | | 0,50 | 1,50 | 2,50 | 3,50 | 4,50 | 5,50 | 6,50 | 7,50 | | 12,50 | 12,83 |
| İskonto Faktörü | *19,8%* | 0,91 | 0,76 | 0,64 | 0,53 | 0,44 | 0,37 | 0,31 | 0,26 | | 0,10 | 0,10 |
| **İndirgenmiş Nakit Akımı** | | **193,8** | **1 010,0** | **(2,1)** | **518,9** | **447,9** | **469,4** | **522,1** | **962,3** | | **598,3** | **15 988,4** |

| | |
|---|---|
| İndirgenmiş nakit akım toplamı | 8 757,0 |
| Dönem sonu DVT değeri | 15 988,4 |
| **İmtiyaz Hakkı Değeri** | **24 745,4** |

**Duyarlılık Analizi**

| | |
|---|---|
| ***18,8%*** | 27 137,6 |
| ***19,8%*** | 24 745,4 |
| ***20,8%*** | 22 598,0 |

- Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ışığında hazırlanan iş planı doğrultusunda oluşan serbest nakit akım tahminleri ve tarafımızca hesaplanan iskonto faktörüne bağlı olarak oluşan indirgenmiş nakit akımları yukarıda sunulmuştur.
- Dönem sonu DVT değeri kapsamında 2037 yılı sonunda hesaplanan varlık tabanı nakit girişi olarak ele alınmıştır. Varlık tabanına ilişkin detaylar Ekler E4'te gösterilmektedir.
- Duyarlılık analizi sonuçları ise AOSM için +/- 100 baz puan değişime göre hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylar bir sonraki sayfada sunulmuştur.

# Gelir Yaklaşımı | İskonto Oranı

## AOSM Hesaplaması

| | Kod | | Ref |
|---|---|---|---|
| USD 20-yıllık Hazine Tahvil Getirisi | | *4,9%* | [ a ] |
| Türkiye Ülke Risk Primi | | *4,0%* | [ b ] |
| TL/US Enflasyon Farkı | | *10,5%* | [ c ] |
| **Risksiz Yatırım Getirisi** | $R_f$ | ***19,4%*** | [ a+b+c ] |
| Sermaye Yatırımları İçin Ek Getiri | $R_m$-$R_f$ | *5,0%* | [ d ] |
| Beta (Kaldıraçsız) | $\beta_u$ | 0,43 | [ e ] |
| Beta (Kaldıraçlı) | $\beta_L$ | 0,69 | |
| **Özsermaye Maliyeti** | $K_e$ | ***22,8%*** | |
| Borçlanma Baz Oranı | $R_f$ | *18,8%* | |
| Borç Primi | S | *2,5%* | [ d ] |
| Vergi Oranı | T | *25,0%* | [ f ] |
| **Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)** | $K_d$ | ***21,3%*** | |
| Özsermaye Finansman Payı | E/EV | *55,6%* | [ e ] |
| Borç Finansman Payı | D/EV | *44,4%* | [ e ] |
| **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)** | | ***19,8%*** | |

**Notlar:**

[ a ] Değerleme tarihi itibarıyla, 20 yıllık Amerikan Hazinesi tahvil Getirisi.

[ b ] Güncel CDS risk primi

[ c ] EIU USD/TL Enflasyon Farkı. (Ekler-E5)

[ d ] Deloitte Girdisi.

[ e ] Damodaran Sektör Ortalaması.

[ f ] T.C. Kurumlar Vergisi Oranı.

$\beta_u = \beta_L / [1 + (1-T) \times D/E]$

$AOSM = [(D/EV \times K_d) \times (1 - T)] + (E/EV \times K_e)$

## AOSM Formülü

- AOSM aşağıdaki oranların ağırlıklı ortalamasını ifade etmektedir:
  - Özsermayenin piyasa değerinin beklenen maliyet oranı,
  - Finansal borçların piyasa değerinin beklenen getiri oranı.
- AOSM'nin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$AOSM = (Ke \times E/EV) + (Kd \times (1-t) \times D/EV)$$

| | |
|---|---|
| Ke | – özsermaye maliyeti |
| Kd | – borçlanma maliyeti (vergi öncesi) |
| E/EV, D/EV | – hedeflenen özsermaye ve borç ağırlığı |
| t | – marjinal vergi oranı |

- Özsermaye maliyeti ("Ke") Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli ("CAPM") baz alınarak hesaplanmıştır.

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Rs$$

| | |
|---|---|
| Rf | – risksiz yatırım getirisi |
| β | – beta |
| Rm – Rf | – hisse risk primi |
| Rs | – ek şirket risk primi |

## İskonto Oranının Belirlenmesi

- Özsermaye ve borç ve finansman payları ile kaldıraçsız beta hesaplanırken, Damodaran'ın veri tabanından alınan global "kamu hizmeti" sektörü dikkate alınmıştır.
- Uygulanan varsayımlar neticesinde AOSM %19,8 olarak hesaplanmıştır.

# Ekler


| | |
|---|---|
| Yönetici Özeti | 4 |
| Sektör Hakkında | 12 |
| Şirket Hakkında | 21 |
| Şirket Finansalları | 24 |
| Tarife Tahmini | 27 |
| Gelir Yaklaşımı | 33 |
| Ekler | 43 |

# Ekler | E1: Kapsam ve Sınırlamalar

**Çalışmanın Kapsamı**

- Bu raporun amacı 31 Aralık 2024 itibarıyla Şirket'in Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılacak finansal raporlamalarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 31 Aralık 2024 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesidir.
- Raporumuz sadece Başkentgaz yönetiminin kullanımı için hazırlanmıştır. Rapora dayanarak hareket edecek herhangi bir başka taraf ya da taraflara karşı sorumluluk kabul etmemekteyiz. Raporumuz herhangi bir yatırım ya da finansman kararına bir dayanak teşkil etmemelidir.
- İşbu raporun finansal raporlama faaliyetleri doğrultusunda Başkentgaz'ın denetçileriyle paylaşılmasını onaylamaktayız.
- Çalışmamız aşağıdaki hususları içermiştir:
  - Şirket'in finansal yapısının, geçmiş mali tablolarının ve faaliyet sonuçlarının gözden geçirilmesi;
  - Şirket'in faaliyetlerine ilişkin olarak üst düzey yöneticiler ile görüşmelerin yapılması;
  - Sektör ile ilgili yayınlanan piyasa verileri ve diğer halka açık bilgilerin gözden geçirilmesi;
  - Doğalgaz dağıtım hakkına ilişkin nakit akım projeksiyonlarının hazırlanması;
  - Bunun sonucunda Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının tahmini gerçeğe uygun değerini gösteren bir açıklamalı raporun hazırlanması.
- Gerek verilerin muhtevası ve hazırlanması süreciyle ilgili olarak Şirket yönetimiyle çeşitli görüşmeler yapılmıştır. Görüşmeler çoğunlukla aşağıda belirtilen kişiyle gerçekleşmiştir:
  - Seçil Hızlı – Başkentgaz, Yatırımcı İlişkileri Yöneticisi

**Kapsam Sınırlamaları**

- Değerleme çalışmasında dikkate alınan mali tablolar tarafımızca denetlenmemiş olup, bu mali tablolarla ilgili herhangi bir görüş bildirmemekteyiz. Bununla beraber tarafımıza sunulan nakit akım projeksiyonları çerçevesinde kullanılan varsayımların gerçeğe uygunluğu tarafımızca incelenmemiştir veya teyit edilmemiştir.
- Çalışmamız, belirli bir satış veya alış önerisinde bulunmaya yönelik olmayıp, yalnızca Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkı için bir gerçeğe uygun değer aralığı tahmin edilmesi hususunda Başkentgaz yönetimine ve hissedarlarına yardımcı olmaya yöneliktir.
- Prosedürlerimizin kapsamının, doğalgaz dağıtım hakkının herhangi bir alış veya satış amacına yönelik olarak yeterli olduğuna dair herhangi bir görüş bildirmemekteyiz ve özellikle belirtmek isteriz ki çalışmalarımız, herhangi bir muhtemel alıcı/finansman sağlayıcı ve satıcının doğalgaz dağıtım hakkının gerçek durumundan ve sahip olduğu potansiyelden emin olmak için yapılmasını gerekli göreceği bir mali durum tespit (due diligence) çalışması sorumluluğuyla eş değer değildir.

# Ekler | E2: Değer Tanımı

## Değer tanımı

- "Değerleme analizine başlanmadan önce değerin tanımının doğru bir şekilde yapılmış olması gerekir. Değer kavramı genel olarak iki başlık altında incelenebilir:
  - El Değiştirme Değeri (Value-in-exchange)
  - Kullanım Değeri (Value-in-use)
- El Değiştirme Değeri; piyasadaki alıcı, satıcı ve yatırımcıların girişimleri sonucu ortaya çıkar ve satılmaya konu varlığın tek başına satılacağı değeri ifade eder. Kullanım Değeri ise satılmaya konu varlığın işletmenin sürekliliği prensibi çerçevesinde sağladığı değeridir ve söz konusu varlığın işletmenin karlılığına olan katkısını ifade eder.
- Bu iki tanımın Gerçeğe Uygun Değer'in tahmin edilmesi üzerinde önemli etkileri olabilir. Bir varlık ya da işletmenin bir El Değiştirme Değeri ve tamamen farklı bir Kullanım Değeri olabilir. Bazı özel amaçlara sahip şirketler tek başlarına satışa konu olduklarında El Değiştirme Değerleri çok düşük olabilir. Ancak bu varlık ya da işletmelerin devam etmekte olan ticari faaliyete önemli katkıları olabilir. Bu durum, işletmenin sürekliliği kavramı çerçevesinde söz konusu varlık ya da işletme için daha yüksek bir Kullanım Değerini işaret edebilir.
- Çalışmamız, El Değiştirme Değerini esas aldığından tüm grup içi işlemlerin piyasa koşullarına uygun olarak (arm's length) gerçekleşeceğini varsaymış bulunmaktayız.

## Gerçeğe Uygun Değerin Tanımı

- "Gerçeğe Uygun Değer", TFRS 13 standardı kapsamında aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

  «piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat»
- Bu tanımdan anlaşıldığı üzere gerçeğe uygun değer serbest piyasada satışa sunulan hisseler için gerçekleşebilecek alış veya satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.
- Çalışmamızın amacı belli sebeplerden dolayı hisselere yüksek fiyatlı teklif vermek isteyen bir alıcı bulmak değildir. Gerçekte bu gibi "özel alıcılar" çeşitli sebeplerle bulunabilmektedir. Bu sebeplere örnek olarak azalan veya tamamen yok olan rekabet ortamı, hammadde tedarik veya satışına ilişkin oluşabilecek fiyat avantajları, şirket birleşmesinin alıcıya sağlayacağı maliyet avantajları veya diğer sinerjiler verilebilir. Bu tarz özel bir alıcının tarafımızca tespit edilmesini talep etmeniz durumunda, bu husus ayrı ve ilave bir sözleşme konusu olacaktır.

## İşletmenin Sürekliliği Prensibi

- İşletmenin sürekliliği şu şekilde tanımlanmıştır:

  «Gelecekte süresiz bir şekilde faaliyet te bulunması beklenen bir ticari işletme»

## Solo Bazda Raporlama Prensibi

- Solo bazda raporlama şu şekilde tanımlanmıştır:

  «Kendi başına faaliyet göstermeye ehil, herhangi bir stratejik, sinerji ve/veya kontrol primi içermeyen işletme değeri».

# Ekler | E3: Beyan

**Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız**

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden Danışmanlık Şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerleme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmasını SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"ine uygun olarak gerçekleştirdiğimizi,
- Değerleme çalışmasını talep eden Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş ile Kurumumuz arasında değerleme hizmeti sözleşmesi imzalandığını,
- Değerleme çalışmasını talep eden Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş 'ye aynı zamanda bağımsız denetim hizmeti verilmediğini,
- Değerleme çalışmasını talep eden Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş ile Kurumumuz arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmadığını,

beyan ederiz.

# Ekler | E4: Varlık Tabanı

**Varlık Tabanı Hesaplaması**

| ₺ m | 2025 T | 2026 T | 2027 T | ... | 2032 T | ... | 2037 T |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tarife Yılı Başı Varlık Tabanı | 5.673,4 | 6.155,8 | 6.356,0 | | 9.943,3 | | 12.795,3 |
| Tarifeye Esas Net Yatırım Tutarı | 915,5 | 663,6 | 1.331,7 | | 1.416,2 | | 1.493,7 |
| Yatırımların İtfası | (433,1) | (463,3) | (523,8) | | (838,1) | | (987,9) |
| **Tarife Yıl Sonu Düzenlenmiş Varlık Tabanı (2024 Fiyatlarıyla)** | **6.155,8** | **6.356,0** | **7.163,9** | | **10.521,4** | | **13.301,0** |
| Tüketici Fiyatı Endeksi (TL, ortalama) | *57,7%* | *29,5%* | *19,8%* | | *10,8%* | | *10,8%* |
| Tüketici Fiyatı Endeksi (TL, kümülatif) | 1,87 | 2,24 | 2,52 | | 4,43 | | 12,20 |
| **Tarife Yıl Sonu Düzenlenmiş Varlık Tabanı (Nominal)** | **11.509,5** | **14.237,0** | **18.052,3** | | **46.632,3** | | **162.211,7** |

# Ekler | E5: Enflasyon Farkı

| Enflasyon Beklentileri (%) | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 | 2038 | 2039 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Türkiye Enflasyon Beklentisi | 29,5% | 19,8% | 12,5% | 16,7% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% | 10,8% |
| Amerika Enflasyon Beklentisi | 2,2% | 2,5% | 2,5% | 2,3% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% | 2,2% |

| Endeks | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | 2035 | 2036 | 2037 | 2038 | 2039 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| TRY | 100 | 130 | 155 | 175 | 204 | 226 | 250 | 277 | 307 | 340 | 377 | 418 | 463 | 513 | 568 | 629 |
| USD | 100 | 102 | 105 | 107 | 110 | 112 | 115 | 117 | 120 | 122 | 125 | 128 | 131 | 134 | 137 | 140 |

| | |
|---|---|
| 15 Yıllık CAGR Türkiye EIU | *13,0%* |
| 15 Yıllık CAGR ABD | *2,2%* |

| | |
|---|---|
| Fark | *10,5%* |

Deloitte.

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”) şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL (“Deloitte Global” olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.
DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirketidir.
Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150’den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte’un 225.000’i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.
Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, “Deloitte Network” olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.
© 2025 DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.