

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Değerleme Raporu

Finansal Danışmanlık Hizmetleri | 18 Mart 2026

Strategy, Risk & Transactions

Özel ve Gizlidir



İçindekiler

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39

Gökhan Altun

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 60 27

E-posta: galtun@deloitte.com

Alper Alkan

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 65 42

E-posta: ikucuk@deloitte.com

Onur Çetinkaya

Müdür

Ofis tel: +90 (212) 366 60 00

E-posta: ikucuk@deloitte.com

Önemli Uyarı

Bu rapor, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Başkentgaz" veya "Şirket") yönetimi tarafından işbu rapor tarihi itibarı ile tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Bu rapor yalnızca Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. yönetimi ("Şirket Yönetimi") ve hissedarlarını değerlendirme 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.

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

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

18 Mart 2026

Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Başkentgaz" ve "Şirket") Yönetim Kurulu'na,

Başkentgaz için hazırlanan değerlendirme 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 2025 tarihi ("Değerleme Tarihi") itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Değerleme çalışması 25 Aralık 2025 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

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Member of DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39



Yönetici Özeti | Genel Bilgiler

Raporun Amacı ve Kapsamı

- Bu raporun amacı, Değerleme Tarihi itibarıyla Başkentgaz'ın Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılacak finansal raporlamalarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 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.

Değerleme Tarihi

- Çalışma kapsamında değerlendirme tarihi 31 Aralık 2025 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.

Raporun Kullanımı

- Bu rapor, Şirket ile Deloitte arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen Sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup Deloitte'un değerlendirme 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 gerçekleştirilebilirliği 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 değerlendirme 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 Ünü	Sermayedeki Payı(TL)	Sermayedeki 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, 31.12.2023 ve 31.12.2024 itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla Şirket'e değerlendirme 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 Para Birimi

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

Rapor Tarihi

- İşbu rapor 18 Mart 2026 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.



Yönetici Özeti | Genel Bilgiler

Finansal Tablolar

- Değerleme çalışmasında, Şirket Yönetimi tarafından sağlanan geçmiş 2022, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonu 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 değerlendirme 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 2026-2037 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 değerlendirilmesine dayanır.
- Buna göre Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım lisansına ilişkin kullanım hakkı imtiyazının değeri 2026-2037 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 subjektif 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	<ul style="list-style-type: none">Değerleme çalışmasında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonlar kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi dağıtım lisansının sona ereceği 2037'ye kadar olan 12 yıllık bir tahmin dönemini kapsamaktadır. Bu dönemin 2026 yılına 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	<ul style="list-style-type: none">Yeni sözleşmeli abone sayısı 2025 yılında yaklaşık 45 bin adet olarak gerçekleşmiştir. Yeni abone sayısının 2026 yılı sonu itibariyle benzer seviyede kalacağı öngörülmektedir. Yeni abone sayısının 2037'de 51 bin adet seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.
3	Talep Tahmini	<ul style="list-style-type: none">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.2026 yılında 4.584 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşmesi beklenen toplam tüketim hacminin 2026-2037 yılları arasında %2 BYBO ile büyüyerek 2037 yılında 5,723 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.
4	Yatırım Harcamaları	<ul style="list-style-type: none">Net yatırım harcaması hesaplamasında öngörülen şebeke yatırım harcamasından bağlantı gelirleri düşülmüştür.İtfa süresi mevcut ve yeni yatırım harcamaları için 22 yıl olarak kabul edilmiştir.
5	Reel Makul Getiri Oranı	<ul style="list-style-type: none">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.Değerleme çalışmasında bu oranlar dikkate alınmıştır.
6	Güvence Bedeli	<ul style="list-style-type: none">Her bir aboneden tahsil edilecek güvence birim bedeli için EPDK'nın 2026 yılı için onayladığı bağlantı ve hizmet bedellerine göre Güvence Bedeli Soba/Merkezi Sistem olan 3.599 TL referans olarak alınmış ve yıllar itibarıyla enflasyon öngörülerine paralel olarak artırılmıştır.



Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar

Başkentgaz Varsayımları

- | | | |
|----|-----------------------------|---|
| 7 | İşletme Giderleri | <ul style="list-style-type: none">Projeksiyon dönemi için 2022 yılı başı fiyatları ile hesaplanmış düzenlenmiş işletme giderlerinin 2026-2037 yılları arasında %2'lik BYBO artışı göstermesi beklenmektedir. 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. Düzenlenmiş net işletme giderleri üzerinden %1'lik kurumsal performans teşvik gelirleri hesaplanmıştır. Hesaplamaya dair detaylı açıklama sayfa 33'te yer almaktadır. |
| 8 | Net İşletme Sermayesi | <ul style="list-style-type: none">Projeksiyon dönemi boyunca ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar 2022, 2023, 2024 ve 2025 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 44, 5 ve 102 gün olarak 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. Tahmin dönemi projeksiyonları oluşturulurken; diğer dönen varlıklar hasıllata, diğer kısa vadeli yükümlülükler ise satılan malın maliyetine oranlanmıştır. 2022-2025 dönemine ait bu tarihsel oranlar, gelecek dönem tahminlerinin hesaplanmasında esas alınmıştır. |
| 9 | İskonto Oranı | <ul style="list-style-type: none">Gelecekte beklenen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmıştır. Çalışma kapsamında AOSM %19,5 olarak hesaplanmıştır. Borç/özkaynak oranı ve beta için Damodaran'ın global kamu hizmetleri ("Utility") sektör ortalamaları kullanılmıştır. AOSM hesaplamasına ilişkin detaylar sayfa 38'de sunulmuştur. |
| 10 | Varlık Tabanı Hesaplamaları | <ul style="list-style-type: none">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.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.Çalışmada kullanılan enflasyon tahminleri, The Economist Intelligence Unit ("EIU") öngörülleri temel alınarak oluşturulmuştur. |

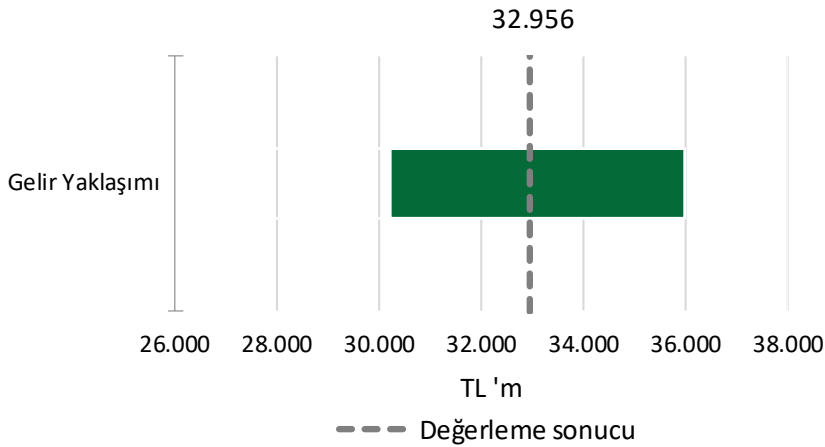


Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

Değerleme Sonuçları

₺ m	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	32.956	30.208	35.995
İndirgenmiş Nakit Akımı	32.956	30.208	35.995

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.
- Şirket'in lisans dönemi sonuna kadar gelir yaklaşımı uygulanarak elde edilen değerlendirme sonuçlarına göre Başkentgaz'ın sahip olduğu doğalgaz dağıtım hakkının gerçeğe uygun değerinin Değerleme Tarihi itibarıyla **30,2 milyar TL – 36,0 milyar TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

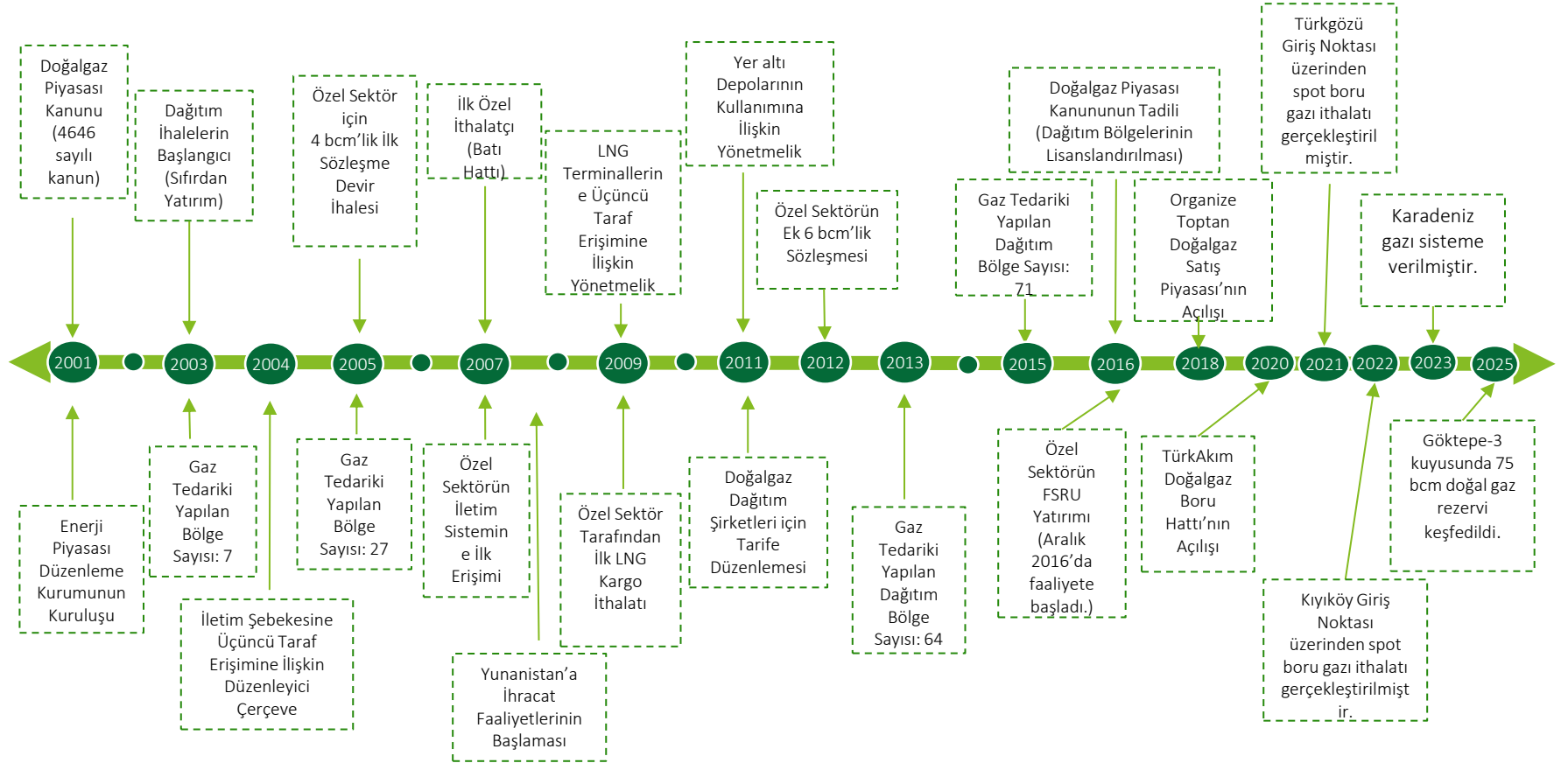


Sektör Hakkında

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39

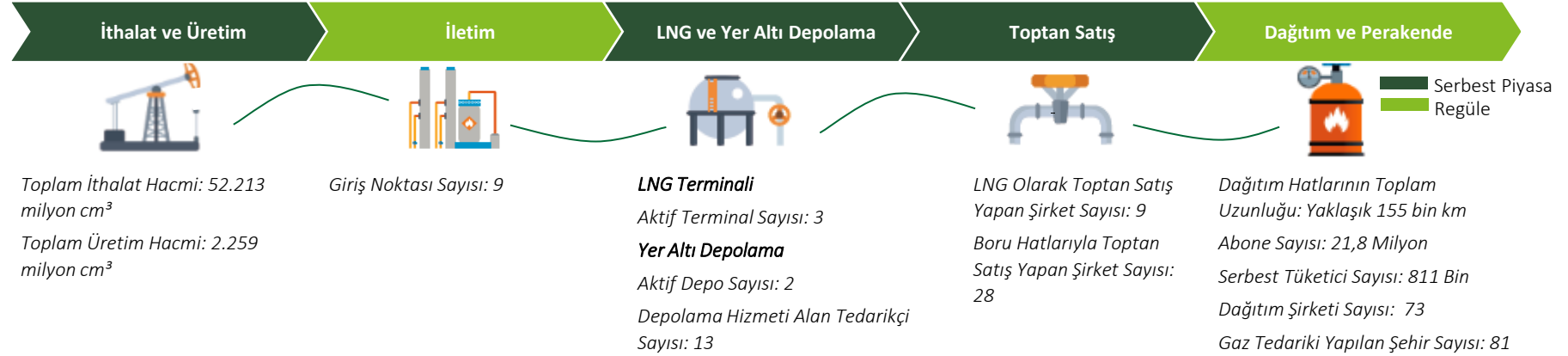
Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

Reform Süreci



Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

Değer Zinciri



- 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.

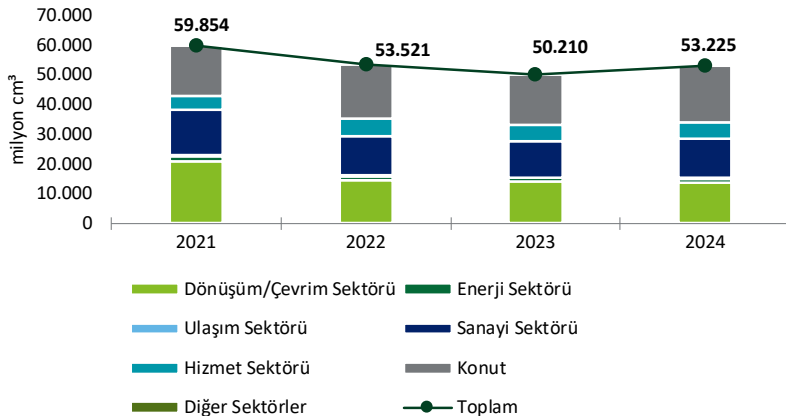
Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

Doğalgaz Talebinin Gelişimi

Türkiye'de Doğalgaz Talebi ve Tüketimi

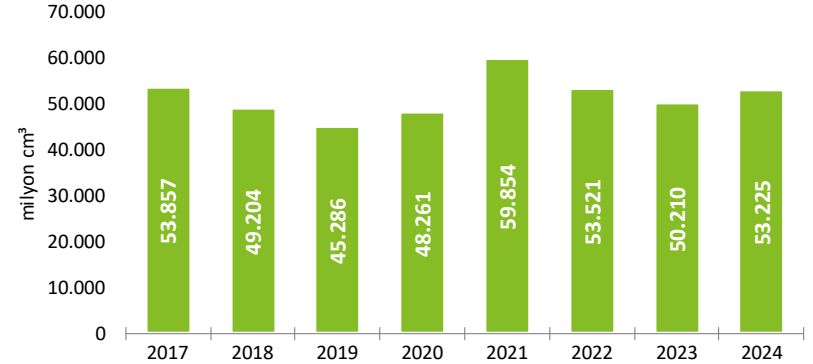
- EPDK 2024 Doğalgaz Piyasası Sektör Raporu'na göre, 2023 yılına göre toplam Doğalgaz iç tüketimi 2024 yılında %6 artmış (2022 yılında -%5,62) ve 53.225 milyon cm³ olarak gerçekleşmiştir. 2017-2024 dönemine ait Doğalgaz iç tüketim ve ihracat grafiği sağ üstte sunulmaktadır.
- İllere göre doğalgaz tüketiminde 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, 2021-2024 yılları sektörlere göre gaz tüketim rakamları yer almaktadır. 2023 yılında meydana gelen toplam tüketim azalmasının çok büyük bir kısmı konut ve sanayi sektörleri kaynaklıdır.

Sektörlere Göre Gaz Tüketimi



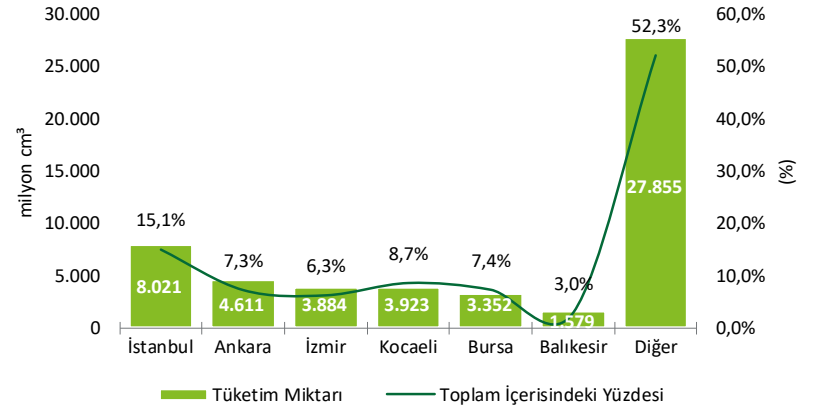
Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu 2024

Türkiye'de Yıllara Göre Doğalgaz Tüketimi



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

2024 Yılı İl Bazında Doğalgaz Tüketimi



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

Üretim ve İthalat

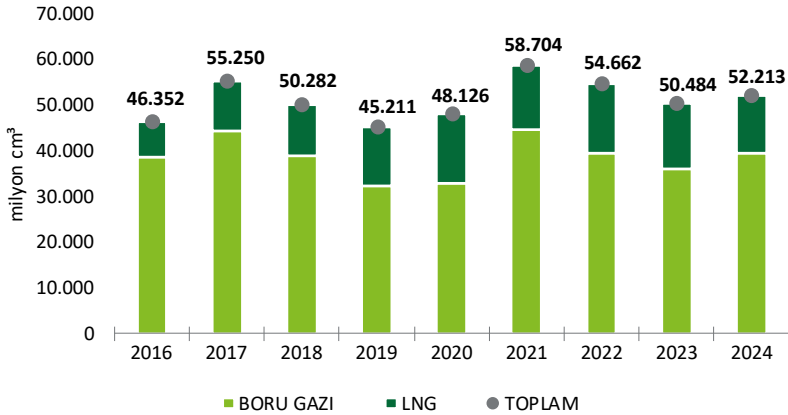
Türkiye'de Doğal Gaz Üretimi

- EPDK'nın 2025 yılında yayınladığı Doğalgaz sektör raporuna göre, 2024 döneminde Türkiye'nin Doğalgaz üretimi %180 artmıştır (2023 %112'lik). 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 %41,3'lük 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.

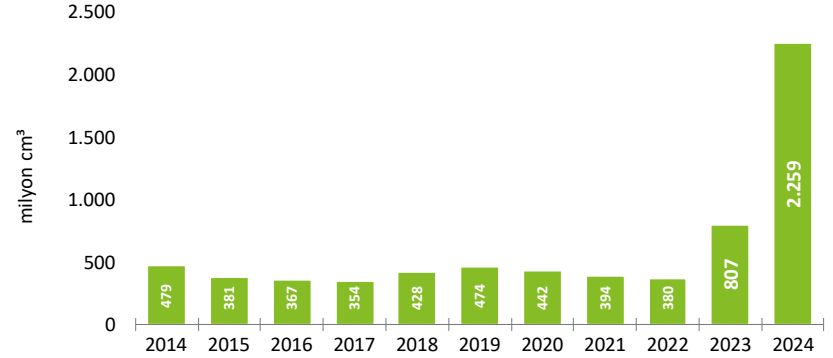
Türlerine Göre Gaz İthalatı



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

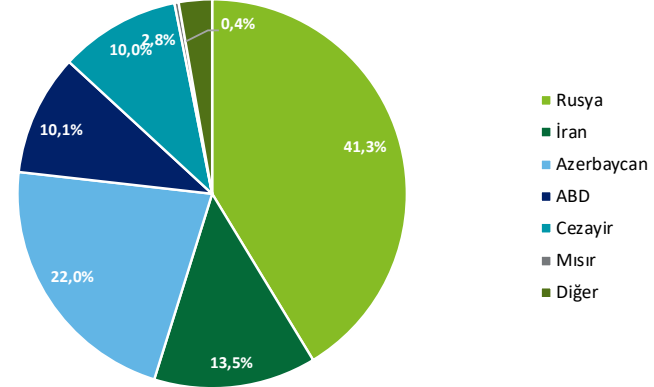
Başkentgaz Doğalgaz Dağıtım Hakkı - Değerleme Raporu – 18 Mart 2026

Türkiye'de Yıllara Göre Doğalgaz Üretim Miktarı



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

2024 Yılı Ülkere Göre Doğalgaz İthalatı



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

Sektör Hakkında | Doğalgaz Sektör Gelişimi

Depolama

Doğal Gaz Depolama

- EPDK tarafından yayınlanan 2024 doğalgaz sektör raporuna göre, 2023 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 değişiklikler oluşmuştur. 2019-2024 döneminde %12,4 (2017 – 2023 %10,8) BYBO ile artış gösteren toplam doğalgaz depolama miktarı, 2024 yılında kümülatif 53.830 milyon cm³ (2023 yılında 59.973 milyon cm³) olarak gerçekleşmiştir.
- Sağ alttaki grafikte ise, yıllık toplam doğalgaz ithalatı, tüketimi ve depolama miktarları gösterilmektedir. Dönem sonu stoku, 2024 yılında 2023 yılına göre %9 azalarak 4.950 milyon cm³ olarak gerçekleşmiştir.

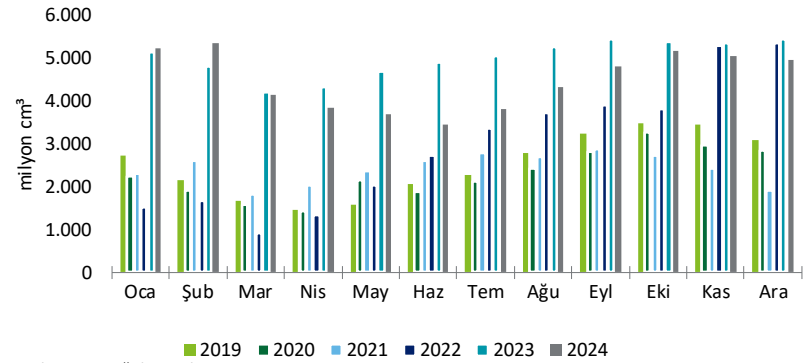
Yer Altı Depolama

- 2024 yılı sonu itibarıyla lisansa kayıtlı fiili yer altı doğal gaz depolama kapasitesi yaklaşık 5,8 milyar m³ seviyesindedir. Türkiye’de yer altı depolama faaliyetleri ağırlıklı olarak Silivri Yer Altı Doğal Gaz Depolama Tesisi ve Tuz Gölü Yer Altı Doğal Gaz Depolama Tesisi aracılığıyla yürütülmektedir.
- Depolama tesislerinde tedarikçiler tarafından kapasite kullanımı devam etmekte olup, Silivri depolama tesisinden çeşitli ithalat ve toptan satış lisansı sahibi tedarikçiler depolama hizmeti almaktadır

LNG Depolama

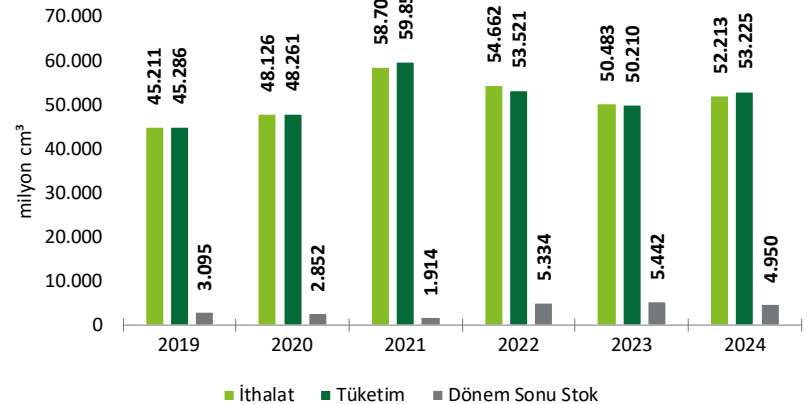
- Türkiye’de LNG altyapısı kapsamında Marmara Ereğlisi LNG Terminali, Aliğa LNG Terminali ile birlikte FSRU terminalleri (Hatay-Dörtöy ve Saros) faaliyet göstermektedir. LNG terminallerinin sisteme sağladığı esnek arz imkânı sayesinde LNG ithalatı ve LNG stok seviyelerinde artış gözlenmektedir. LNG depolama tesislerinden sisteme verilen gaz miktarı yıl içinde önemli bir pay oluşturmaya devam etmektedir.

Yıllara Göre Aylık Doğal Gaz Stok Miktarları



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

Yıllara Göre İthalat, Tüketim ve Stok Karşılaştırması



Kaynak: EPDK Doğalgaz Sektör Raporu, 2024

Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

Doğalgaz Dağıtım – Gelir Gereksinimleri

$$\text{Uygulama Dönemi Gelir Gereksinimi} = \sum_{t \text{ tarife yılı}} \left(\text{Yatırım Gideri (t)} + \text{İşletme Gideri (t)} + \text{İşletme Sermayesi Gideri (t)} + \text{Yatırım Düzeltme Bileşeni (t)} \right)$$

2022'den Başlamak Üzere Tarife Yılı (t)

$$\text{Yatırım Gideri (t)} = \text{Ortalama Düzenlenmiş Varlık Tabanı} \times \text{Düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranı} + \text{İtfa (t)}$$

$$\text{İşletme Gideri (t)} = \text{Düzenlenmiş İşletme Giderleri (t)} - \text{Diğer Gelirler (t)}$$

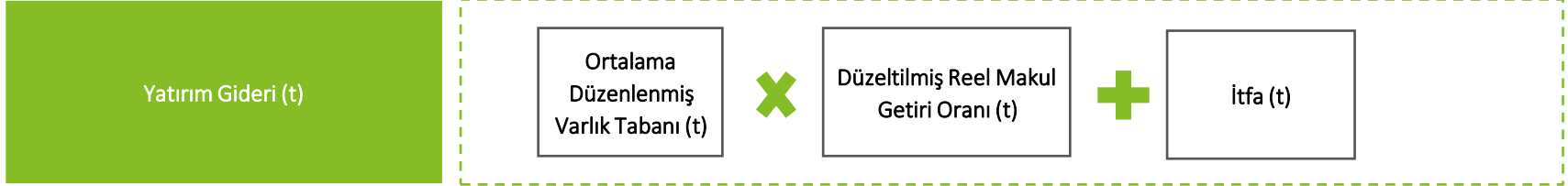
Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri

$$\text{İşletme Sermayesi Gideri (t)} = \text{Tarifeye Esas Net İşletme Gideri (t)} \times \text{Reel Makul Getiri Oranı} \div 12$$

$$\text{Yatırım Düzeltme Bileşeni (t)} = \text{Önceki tarife dönemi içerisindeki planlanan yatırım miktarı ile gerçekleştirilen yatırım miktarı arasındaki farkın Tüketici Fiyat Endeksi değişimine göre güncellenmiş hali} \times \text{Reel Makul Getiri Oranı}$$

Sektör Hakkında | Tarife Düzenlemeleri

Yatırım Gideri Bileşeni



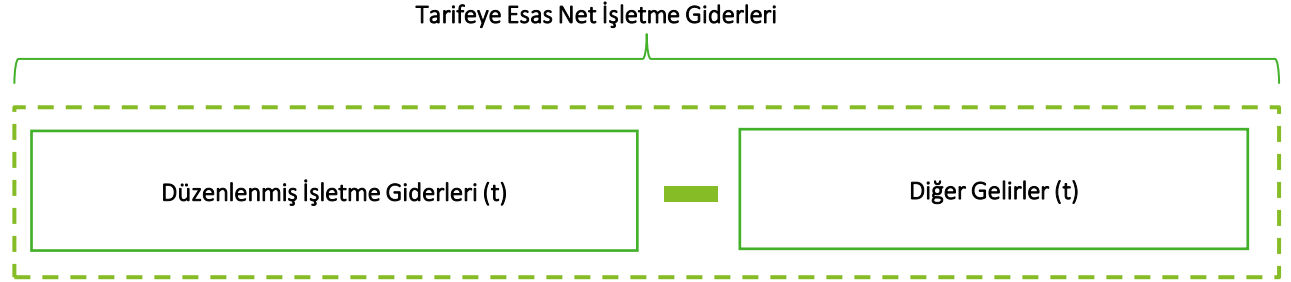
- Kabul edilen Yatırım giderleri dağıtım faaliyetlerinin yürütülebilmesi için gerçekleştirilen Yatırım giderlerinden oluşur.
- Yatırım harcamalarına esas varlıkların kullanıma hazır hale getirilmiş olması (aktifleştirilmesi) ve Hesap Planı'na Uygun olarak kayıt altına alınması esastır.
- EPDK bir önceki 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

İşletme Gideri (t)

=



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

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

- Düzenlenmiş işletme 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
 - Tüketicilere verilen diğer hizmetler karşılığında tüketiciden tahsil edilen bedeller

İşletme Sermayesi
Gideri (t)

=





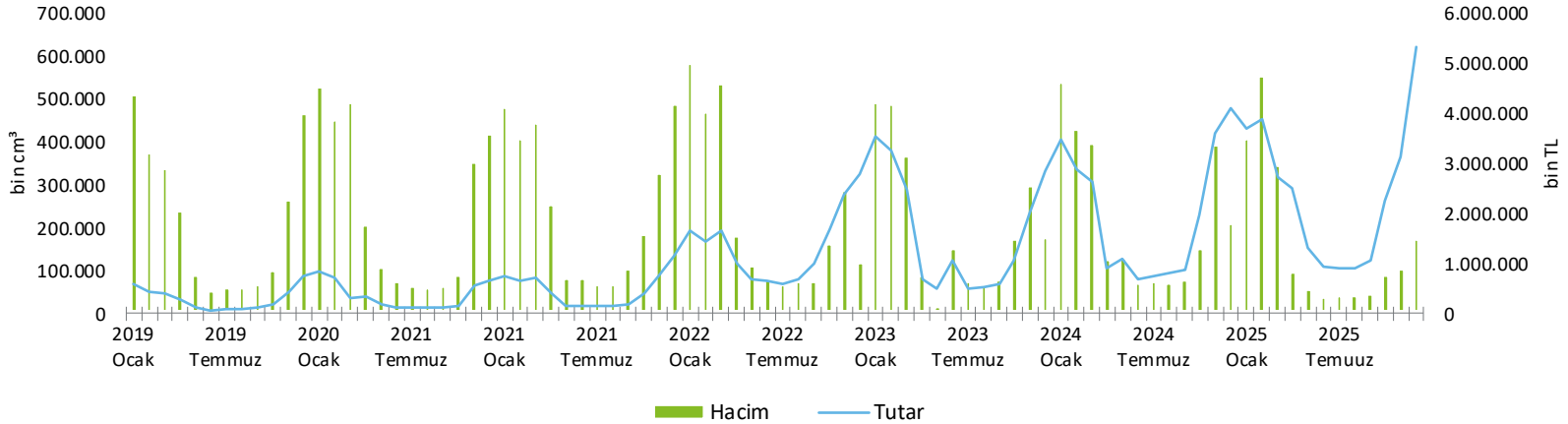
Şirket Hakkında

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39

Şirket Hakkında | Genel

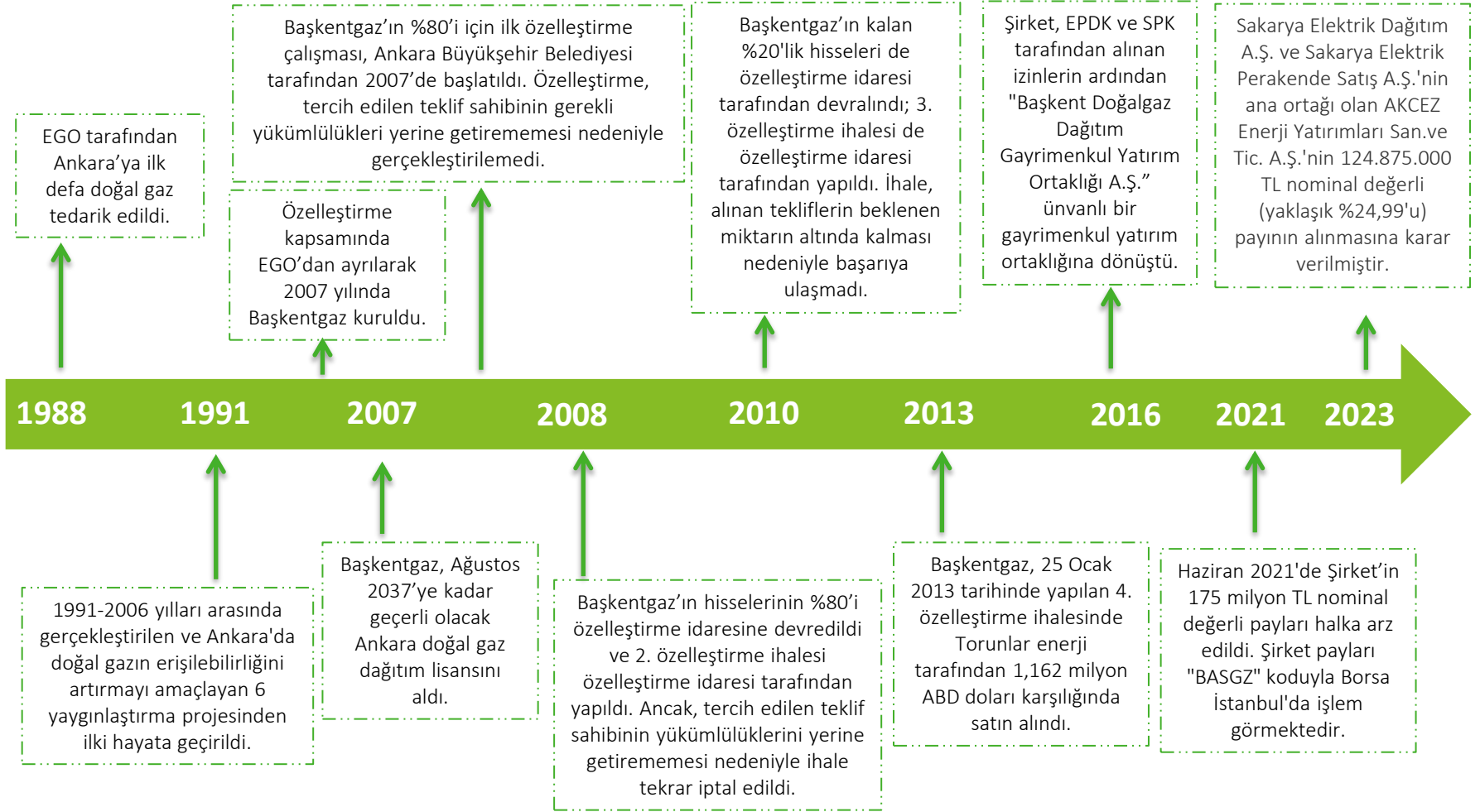
- Başkentgaz Ankara'nın resmi yetkili doğal gaz distribütörü olarak hizmet vermektedir. Yaklaşık 2,1 milyon aboneye hizmet veren Şirket, Türkiye'nin en büyük ikinci dağıtım şirketidir.
- Ankara Büyükşehir Belediyesi ve EGO Genel Müdürlüğü bünyesinde sürdürülen doğal gaz dağıtım hizmetleri, özelleştirme 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.
- Şirket'in Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.'den ("BOTAŞ") aldığı gaz miktarı ve tutarları aşağıda yer alan tabloda sunulmuştur.

BOTAŞ'tan Alınan Aylık Gaz Miktarı ve Tutarları



Kaynak: Şirket Yönetimi

Şirket Hakkında | Önemli Kilometre Taşları





Şirket Finansalları

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39



Şirket Finansalları | Bilanço

Bilanço

₺.000	31 Ara		
	2023	2024	2025
Dönen Varlıklar			
Hazır Değerler	3.974.074	4.270.959	3.784.323
Menkul Kıymetler	205.255	42.213	51.106
Ticari Alacaklar	2.063.558	2.796.344	3.316.262
Diğer Alacaklar	3.183	7.267	15.558
Stoklar	284.214	424.722	507.731
Gelecek Yıllara Ait Gid. ve Gelir Tahakkukları	865.332	1.591.424	2.875.685
Diğer Dönen Varlıklar	505.010	863.312	599.095
Toplam Dönen Varlıklar	7.900.627	9.996.241	11.149.761
Duran Varlıklar			
Ticari Alacaklar	127.753	214.798	326.726
Maddi Duran Varlıklar	4.301.678	22.153.938	30.338.583
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	60.691	274.536	453.095
Gelecek Yıllara Ait Gid. ve Gelir Tahakkukları	14	69.425	25.779
Toplam Duran Varlıklar	4.655.053	22.927.081	31.358.566
Toplam Varlıklar	12.555.680	32.923.322	42.508.327
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali Borçlar	339.208	401.529	632.075
Ticari Borçlar	4.571.609	7.858.379	10.414.949
Diğer Borçlar	16.085	40.121	67.646
Alınan Avanslar	55.206	60.965	79.977
Ödenecek Vergi ve Diğer Yüküml.	52.144	120.393	118.435
Gelecek Aylara Ait Gel. ve Gider Tahakkukları	1.964.222	2.462.309	3.092.285
Toplam Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	7.118.410	11.043.907	14.405.367
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar			
Mali Borçlar	278.549	1.283.483	1.014.312
Ticari Borçlar	2.116.566	2.726.042	3.671.172
Borç ve Gider Karşılıkları	40.914	40.914	40.914
Toplam Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	2.436.029	4.050.439	4.726.397
Toplam Yabancı Kaynaklar	9.554.440	15.094.346	19.131.765
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	700.000	15.114.246	13.141.103
Kar Yedekleri	366.728	2.266.663	2.727.873
Geçmiş Yıllar Karları	489.284	-	-
Dönem Net Karı (Zararı)	1.445.229	2.421.210	1.822.453
Toplam Özkaynaklar	3.001.240	17.828.976	23.376.563
Toplam Yabancı Kaynak ve Özkaynaklar	12.555.680	32.923.322	42.508.327

Başkentgaz Bilanço

- Başkentgaz'ın 2023-2025 yıl sonu tarihli VUK'a göre düzenlenmiş veriler Şirket Yönetim tarafından sunulmuştur.

Varlıklar

- 31 Aralık 2025 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam varlıklarının %26,2'lik kısmını dönen varlıklar oluşturmaktadır. Dönen varlıklar altındaki hazır değerlerin tamamına yakın bölümü ise vadeli mevduatlardan oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2025 itibarıyla ticari alacaklar, diğer dönen varlıklar ve stoklar kalemleri toplam dönen varlıkların sırasıyla %29,7, %5,4 ve %4,6'sını oluşturmaktadır.

Yabancı Kaynaklar ve Özkaynaklar

- Başkentgaz 31 Aralık 2025 bilançosunda kısa vadeli yabancı kaynaklarının %72,3'ünü ticari borçlar oluşturmaktadır. Kısa vadeli ticari borçların büyük çoğunluğu BOTAŞ'tan gaz alımından kaynaklanan borçlardan oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2025 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam kısa vadeli yabancı kaynaklarının %21,5'ini gelecek aylara ait ön ödemeli müşterilerden peşin tahsil edilen doğalgaz gelir tahakkukları ve faiz ve diğer çeşitli gider tahakkukları oluşturmaktadır.
- 31 Aralık 2025 itibarıyla Başkentgaz'ın toplam uzun vadeli yabancı kaynaklarının %21,5'ini içeren mali borçların tamamı banka kredilerinden oluşmaktadır.
- Başkentgaz'ın 31 Aralık 2025 itibarıyla 23,4 milyar TL tutarında özkaynakları bulunmaktadır.



Şirket Finansalları | Gelir Tablosu

Gelir Tablosu

₺ 000	Oca - Ara		
	2023	2024	2025
Brüt Satışlar	22.253.437	27.718.727	37.535.681
Satış İndirimleri (-)	(2.729.622)	(1.207.362)	(121.746)
Net Satışlar	19.523.815	26.511.364	37.413.935
Satışların Maliyeti (-)	(17.723.870)	(24.532.009)	(34.391.508)
Brüt Kar	1.799.945	1.979.355	3.022.427
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	(5.074)
Pazarlama satış ve dağıtım giderleri (-)	-	(532)	(74)
Genel yönetim giderleri (-)	(193.782)	(324.420)	(741.491)
Toplam faaliyet giderleri	(193.782)	(324.952)	(746.639)
Faaliyet Karı veya Zararı	1.606.163	1.654.403	2.275.788
Diğer Faaliyetlerden Olagan Gelir ve Karlar	1.079.744	2.596.694	2.074.038
Diğer Faaliyetlerden Olagan Gider ve Zararlar (-)	(470.328)	(381.870)	(644.068)
Finansman Giderleri	(147.370)	(735.846)	(1.003.672)
Olağan Kar veya Zarar	2.068.209	3.133.381	2.702.085
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	6.984	12.456	13.769
Olağandışı Gider ve Zararlar (-)	(2.647)	(4.605)	(5.104)
Dönem Karı veya Zararı	2.072.546	3.141.232	2.710.750
Dönem Karı Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler	(627.318)	(720.022)	(888.297)
Dönem Net Karı veya Zararı	1.445.229	2.421.210	1.822.453
Kaynak: Şirket Yönetimi			
Net satış büyümesi (%)	17,8%	35,8%	41,1%
Brüt kar marjı (%)	9,2%	7,5%	8,1%
FVÖK marjı (%)	8,2%	6,2%	6,1%

Başkentgaz Gelir Tablosu

- Başkentgaz'ın 2023-2025 yıl sonu 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 31 Aralık 2025 itibarıyla 741,4 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.



Tarife Tahmini

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39

Tarife Tahmini | Hacim Projeksiyonu

Hacim Projeksiyonu

m ³ sm ³	Oca - Ara							BYBO
	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	...2035 T	...2037 T	2026 - 2037
Toplam tüketim	4.584	4.680	4.779	4.879	4.981	5.509	5.723	2,0%
1. Kademe (0-100.000 Sm ³)	2.343	2.392	2.442	2.494	2.546	2.815	2.925	2,0%
2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm ³)	408	417	425	434	443	490	509	2,0%
3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm ³)	340	348	355	362	370	409	425	2,0%
4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm ³)	343	350	358	365	373	412	429	2,0%
5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm ³)	1.150	1.174	1.198	1.223	1.249	1.381	1.435	2,0%
Satış	3.140	3.206	3.274	3.342	3.412	3.774	3.921	2,0%
1. Kademe (0-100.000 Sm ³)	2.343	2.392	2.442	2.493	2.546	2.815	2.925	2,0%
2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm ³)	396	404	413	421	430	476	494	2,0%
3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm ³)	281	287	293	299	305	337	351	2,0%
4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm ³)	121	123	126	128	131	145	151	2,0%
5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm ³)	-	-	-	-	-	-	-	n/a
Taşıma	1.444	1.474	1.505	1.537	1.569	1.735	1.803	2,0%
1. Kademe (0-100.000 Sm ³)	0	0	0	0	0	0	0	2,0%
2. Kademe (100.001 - 1.000.000 Sm ³)	12	12	12	13	13	14	15	2,0%
3. Kademe (1.000.001 - 10.000.000 Sm ³)	60	61	62	63	65	72	74	2,0%
4. Kademe (10.000.001 - 100.000.000 Sm ³)	223	227	232	237	242	267	278	2,0%
5. Kademe (100.000.001 - ÜZERİ Sm ³)	1.150	1.174	1.198	1.223	1.249	1.381	1.435	2,0%

- 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, 2026 – 2037 yılları arasında toplam tüketim hacminin %2,0 BYBO ile büyüyerek 2037 yılında 5,723 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.



Tarife Tahmini | Gelir Gereksinimi

Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni

Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni (2022 Fiyatlarıyla)

	Birim	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T	Dönem Sonu DVT - Reel	Dönem Sonu DVT - Nominal
Tarife Yılı Başı Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	6.156	6.356	9.943	12.795	13.301	182.829
Tarifeye Esas Net Yatırım Tutarı	TL'm	664	1.332	1.416	1.494		
Düzenlenmiş Şebeke Yatırım Harcamaları	TL'm	739	1.410	1.503	1.590		
Şebeke Yatırım Harcamaları	TL'm	739	1.410	1.503	1.590		
Yatırım Kabul Oranı	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%		
Aktifleştirilen Bağlantıya İlişkin Gelirler (Vergi Yükü Hariç)	TL'm	75	79	87	96		
Bağlantı Bedeli Gelirleri	TL'm	94	99	109	121		
Vergi Yükü	%	79,6%	79,6%	79,6%	79,6%		
Nominal Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	7.968	9.300	16.213	23.470		
Yatırımların İtfası	TL'm	463	524	838	988		
Tarifeye Esas Düzenlenmiş Varlık Tabanı	TL'm	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%		
Reel Makul Getiri Tutarı	TL'm	777	840	1.272	1.621		
Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni	TL'm	1.241	1.364	2.110	2.609		

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir. 2026 – 2037 yılları arasında yapılan hesaplamalar için mevcutta yürürlükte olan tarife hesaplama metodolojileri ile ilgili kurul 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	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T
Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri	TL'm	523	534	592	653
Düzenlenmiş İşletme Giderleri	TL'm	552	564	625	689
Ar-Ge Giderleri	TL'm	6	6	6	7
Ar-Ge Dahil Düzenlenmiş İşletme Giderleri	TL'm	558	569	631	696
Diğer Gelirler	TL'm	35	36	40	44
Kurumsal Performans Teşvik Gelirleri	TL'm	6	6	6	7
İşletme Sermayesi Gideri	TL'm	6	6	7	7
Reel Makul Getiri Oranı	%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%
Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni	TL'm	534	545	605	667

- Tabloda yer alan tüm tutarlar 2022 yılı açılış fiyatları ile gösterilmektedir. 2026 – 2037 yılları arasında yapılan hesaplamalar için mevcutta yürürlükte olan tarife hesaplama metodolojileri ile ilgili kurul kararları baz alınmıştır.
- 2026 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	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T
Gelir Gereksinimi Yatırım Bileşeni	TL'm	1.241	1.364	2.110	2.609
Makul Getiri Tutarı	TL'm	777	840	1.272	1.621
Yatırımların İtfası	TL'm	463	524	838	988
Gelir Gereksinimi İşletme Gideri Bileşeni	TL'm	534	545	605	667
Tarifeye Esas Net İşletme Giderleri	TL'm	523	534	592	653
Kurumsal Performans Teşvik Gelirleri	TL'm	6	6	6	7
İşletme Sermayesi Gideri	TL'm	6	6	7	7
Gelir farkı	TL'm	53	-	-	-
Toplam Gelir Gereksinimi	TL'm	1.828	1.909	2.714,1	3.276,2

Tarife Dönemi Baz

Gaz Tüketimi	m' sm3	4.584	4.680	5.189	5.723
SKB-1	m' sm3	2.343	2.392	2.652	2.925
SKB-2	m' sm3	408	417	462	509
SKB-3	m' sm3	340	348	385	425
SKB-4	m' sm3	343	350	389	429
SKB-5	m' sm3	1.150	1.174	1.301	1.435

Gelir Gereksinimindeki Payı

SKB-1	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
SKB-2	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
SKB-3	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
SKB-4	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
SKB-5	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Birim Bedeller - Reel

SKB-1	TL/Sm3	0,59486	0,77294	0,91593	0,91593
SKB-2	TL/Sm3	0,34059	0,44561	0,52804	0,52804
SKB-3	TL/Sm3	0,13520	0,17631	0,20893	0,20893
SKB-4	TL/Sm3	0,05027	0,06734	0,07980	0,07980
SKB-5	TL/Sm3	0,01961	0,02570	0,03046	0,03046

Enflasyon

Enflasyon Endeksi	3,51	4,39	8,15	13,12
--------------------------	-------------	-------------	-------------	--------------

Birim Bedeller - Nominal

SKB-1	TL/Sm3	2,08739	3,38976	7,46205	12,01771
SKB-2	TL/Sm3	1,19514	1,95422	4,30194	6,92831
SKB-3	TL/Sm3	0,47443	0,77323	1,70215	2,74133
SKB-4	TL/Sm3	0,17641	0,29534	0,65015	1,04707
SKB-5	TL/Sm3	0,06881	0,11271	0,24813	0,39961

- 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") öngörülerini temel alınarak oluşturulmuştur.



Gelir Yaklaşımı

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39



Gelir Yaklaşımı | İş Planı

İş Planı

	Birim	Oca - Ara			Oca - Ara						BYBO	
		2023	2024	2025	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	...2030 T	...2035T	...2037T	2026-2037
Gaz Satış Geliri	TL'm	17.244	27.852	38.122	48.607	61.863	74.974	84.968	95.419	169.955	213.661	14,4%
Doğal Gaz Satışından gelen Gelirler	TL'm	1.771	3.111	4.277	5.518	9.156	11.345	13.265	14.960	31.576	39.696	19,6%
Taşıma gelirler	TL'm	53	92	126	161	271	335	392	442	933	1.173	19,8%
Bağlantı Bedeli Gelirleri	TL'm	109	190	259	332	432	536	627	707	1.259	1.582	15,3%
Diğer Gelirler	TL'm	39	69	96	123	157	194	227	256	456	573	15,0%
Toplam gelir	TL'm	19.217	31.314	42.880	54.740	71.879	87.384	99.478	111.784	204.178	256.686	15,1%
Satışların Maliyeti	TL'm	(17.244)	(27.852)	(38.122)	(48.607)	(61.863)	(74.974)	(84.968)	(95.419)	(169.955)	(213.661)	(14,4%)
Satış Hacmi	m³ sm³	2.986	3.043	3.088	3.140	3.206	3.274	3.342	3.412	3.774	3.921	2,0%
BOTAŞ Doğal Gaz Fiyatları	TL/Sm³	5,8	9,2	12,3	15,5	19,3	22,9	25,4	28,0	45,0	54,5	12,1%
Brüt kar	TL'm	1.973	3.462	4.758	6.133	10.016	12.410	14.510	16.365	34.223	43.025	19,4%
Faaliyet giderleri (Ar-Ge dahil)	TL'm	(629)	(1.105)	(1.517)	(1.957)	(2.497)	(3.094)	(3.618)	(4.080)	(7.267)	(9.136)	(15,0%)
FAVÖK	TL'm	1.344	2.357	3.241	4.176	7.519	9.316	10.892	12.285	26.956	33.888	21,0%
Amortisman	TL'm	(388)	(805)	(1.202)	(1.626)	(2.297)	(3.117)	(3.946)	(4.784)	(9.336)	(12.962)	(20,8%)
FVÖK	TL'm	956	1.552	2.038	2.551	5.221	6.199	6.946	7.501	17.621	20.926	21,1%
Brüt kar marjı	%	10,3%	11,1%	11,1%	11,2%	13,9%	14,2%	14,6%	14,6%	16,8%	16,8%	
FAVÖK marjı	%	7,0%	7,5%	7,6%	7,6%	10,5%	10,7%	10,9%	11,0%	13,2%	13,2%	
FVÖK marjı	%	5,0%	5,0%	4,8%	4,7%	7,3%	7,1%	7,0%	6,7%	8,6%	8,2%	

- Önceki sayfalarda açıklanan gelir ve gider varsayımları neticesinde ortaya çıkan operasyonel sonuçlar yukarıda gösterilmektedir. Tablodaki tutarlar nominal değerleri göstermektedir.
- 2026 ve sonrası için:
 - 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,
 - Doğalgaz satışından gelen gelirleri ve taşıma gelirleri tahmini abone gruplarında tüketilen gaz hacmin ilgili birim bedelleriyle çarpılmasıyla hesaplanmıştır,
 - Bağlantı bedelleri gelirleri ve diğer gelirler için projeksiyon Şirket Yönetimi tarafından paylaşılmıştır,
- 2026-2037 yılları arasında toplam gelirlerin %15'lik BYBO ile artış göstereceği varsayılmaktadır.
- Satışların maliyeti, yukarıda belirtildiği gibi BOTAŞ'tan tedarik edilen gaz maliyetlerinden oluşmaktadır. Satışların maliyetinin de 2026-2037 arasında %14,4'lük BYBO ile artması tahmin edilmektedir.
- Faaliyet giderlerinin 2026-2037 arasında %15,0 BYBO ile büyümesi öngörülmektedir.



Gelir Yaklaşımı | İşletme Giderleri

İşletme Giderleri

₺ m	Oca - Ara							BYBO 2026 - 2037
	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	...2035 T	...2037 T	
İşletme Giderleri	1.938	2.472	3.063	3.582	4.040	7.195	9.046	15,0%
Personel Ücret ve Giderleri	425	542	672	786	886	1.578	1.984	15,0%
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	25	32	40	47	53	94	119	15,0%
Dışarıdan Sağlanan Hizmet Giderleri	984	1.256	1.556	1.819	2.052	3.655	4.594	15,0%
Kira Giderleri	135	172	213	250	282	501	630	15,0%
Enerji Giderleri	179	228	283	330	373	664	834	15,0%
Yasal Zorunlu Harcamalar	157	200	248	290	327	582	731	15,0%
Haberleşme Giderleri	10	12	15	18	20	36	45	15,0%
Büro ve İdari Giderler	10	13	16	19	21	38	48	15,0%
Diğer Giderler	13	16	20	24	27	47	60	15,0%
Ar-Ge Giderleri	19	25	31	36	40	72	90	15,0%
Faaliyet giderleri (Ar-Ge dahil)	1.957	2.497	3.094	3.618	4.080	7.267	9.136	15,0%

- Tablodaki tutarlar nominal fiyatlarla gösterilmektedir.
- İşletme giderlerinin 2025-2037 yılları arasında BYBO %15,0'lik artış göstermesi beklenmektedir.
- Ar-Ge gideri toplam işletme giderlerinin %1'i olarak varsayılmıştır.



Gelir Yaklaşımı | Net İşletme Sermayesi

Net İşletme Sermayesi

₺ m	31 Ara				31 Ara						
	2022	2023	2024	2025	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	...2030 T	...2035 T	...2037 T
Ticari alacaklar	2.400	2.299	3.083	3.712	6.543	8.591	10.444	11.890	13.361	24.404	30.679
Stoklar	106	284	425	508	669	851	1.032	1.169	1.313	2.339	2.941
Ticari borçlar (-)	(3.703)	(4.571)	(7.858)	(10.414)	(13.649)	(17.372)	(21.054)	(23.860)	(26.795)	(47.725)	(59.998)
Net ticari işletme sermayesi	(1.197)	(1.988)	(4.350)	(6.195)	(6.438)	(7.929)	(9.577)	(10.801)	(12.121)	(20.982)	(26.378)
Diğer dönen varlıklar	691	1.059	1.971	3.516	3.616	4.749	5.773	6.572	7.385	13.489	16.958
Diğer kısa vadeli yükümlülükler (-)	(1.257)	(2.208)	(2.784)	(3.358)	(1.656)	(1.317)	(1.596)	(1.809)	(2.031)	(3.618)	(4.548)
Net diğer işletme sermayesi	(566)	(1.149)	(813)	158	1.961	3.432	4.177	4.763	5.354	9.871	12.410
Net İşletme Sermayesi	(1.764)	(3.137)	(5.163)	(6.037)	(4.477)	(4.497)	(5.400)	(6.037)	(6.767)	(11.111)	(13.968)
Hasıllata oranı (%)	(10,6%)	(16,1%)	(19,5%)	(16,1%)	(8,2%)	(6,3%)	(6,2%)	(6,1%)	(6,1%)	(5,4%)	(5,4%)
Net işletme sermayesindeki değişim	(1.013)	(1.373)	(2.026)	(874)	1.560	(20)	(903)	(637)	(730)	(1.206)	(1.508)
Hasıllat	16.569	19.524	26.511	37.414	54.740	71.879	87.384	99.478	111.784	204.178	256.686
Satışların maliyeti	(15.289)	(17.724)	(24.532)	(34.392)	(48.607)	(61.863)	(74.974)	(84.968)	(95.419)	(169.955)	(213.661)
Devir Hızı (Gün)											
Alacak tahsil süresi (A)	53	43	42	36	44	44	44	44	44	44	44
Stok devir süresi (B)	3	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5
Borç ödeme süresi (C)	88	94	117	111	102	102	102	102	102	102	102
Nakit çevirim süresi (A + B - C)	(33)	(45)	(68)	(69)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
Dönem gün sayısı	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
Brüt kar marjı	7,7%	9,2%	7,5%	8,1%	11,2%	13,9%	14,2%	14,6%	14,6%	16,8%	16,8%
Hasıllat büyüme oranı	174,5%	17,8%	35,8%	n/a	46,3%	31,3%	21,6%	13,8%	12,4%	12,2%	12,1%

- Alacak tahsil süresi 2022, 2023, 2024 ve 2025 yılları için ticari alacakların satış gelirlerine oranıyla dönemdeki gün sayısı (365 gün) hesaba katılarak belirlenmiş olup, devam eden dönemler için alacak tahsil süresi bu yılların ortalaması olacak şekilde tahmin edilmiştir.
- Stok devir süresi ve borç ödeme süresi 2022, 2023, 2024 ve 2025 yılları için stokların, satışların maliyetine oranıyla dönemdeki gün sayısına (365 gün) göre hesaplanmış ve devam eden dönemler için stok devir süresi bu yılların ortalaması olacak şekilde tahmin edilmiştir.
- 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 2026 ve sonrası için 2022, 2023, 2024 ve 2025 yılları ortalaması 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.
- Gelecek aylara ait gelirler kalemi haricinde, tahmin dönemi projeksiyonları oluşturulurken, diğer dönen varlıklar hasıllata, diğer kısa vadeli yükümlülükler ise satılan malın maliyetine oranlanmıştır. 2022-2025 dönemine ait bu tarihsel oranlar, gelecek dönem tahminlerinin hesaplanmasında esas alınmıştır.



Gelir Yaklaşımı | Yatırımlar ve Amortisman

Yatırımlar ve Amortisman

₺ m	Ekonomik ömür	Oca - Ara													
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Yatırımlar															
Mevcut Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22,0	3.265													
Yeni Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22,0	315	214	137	30	80	79	91	426	425	414	663	997	1.480	915
Mevcut Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar		(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)
Yeni Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar		(14)	(24)	(30)	(32)	(35)	(39)	(43)	(62)	(82)	(100)	(130)	(176)	(243)	(285)
Toplam Amortisman Gideri (2022 yılı başı fiyatlarla)		(163)	(172)	(179)	(180)	(184)	(187)	(191)	(211)	(230)	(249)	(279)	(324)	(392)	(433)

Yatırımlar ve Amortisman

₺ m	Ekonomik ömür	Oca - Ara							
		2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	...2035 T	...2037 T	
Yatırımlar									
Mevcut Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22,0								
Yeni Yatırım Harcamaları (2022 yılı başı fiyatlarla)	22,0		664	1.332	1.360	1.360	1.388	1.440	1.494
Mevcut Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar			(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	-	-
Yeni Yatırım Harcamalarına İlişkin İtfalar			(315)	(375)	(437)	(499)	(562)	(861)	(988)
Toplam Amortisman Gideri (2022 yılı başı fiyatlarla)			(463)	(524)	(586)	(647)	(711)	(861)	(988)

- 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	2025	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	...2035 T	...2037 T
Açılış Bakiyesi	10.225	10.984	13.932	17.571	21.106	23.708	40.541	50.226
Abonelerden Alınan Güvence Bedelleri (net)	119	160	205	248	281	314	532	645
Cari Dönem Güncelleme Farkı	639	2.788	3.435	3.286	2.322	2.371	4.054	5.023
Kapanış Bakiyesi	10.984	13.932	17.571	21.106	23.708	26.393	45.127	55.893

- 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.
- Her bir aboneden tahsil edilecek güvence birim bedeli için EPDK'nın 2026 yılı için onayladığı bağlantı ve hizmet bedellerine göre Güvence Bedeli Soba/Merkezi Sistem olan 3.599 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	Ocak - Aralık								Dönem Sonu
	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	...2035 T	2036 T	...2037 T	
FAVÖK	4.176	7.519	9.316	10.892	12.285	26.956	30.230	33.888	
Eksi: Amortisman ve itfa	(1.626)	(2.297)	(3.117)	(3.946)	(4.784)	(9.336)	(10.990)	(12.962)	
FVÖK	2.551	5.221	6.199	6.946	7.501	17.621	19.239	20.926	
Vergi gideri	(638)	(1.305)	(1.550)	(1.737)	(1.875)	(4.405)	(4.810)	(5.231)	
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.913	3.916	4.649	5.210	5.625	13.215	14.430	15.694	
Artı: Amortisman ve itfa	1.626	2.297	3.117	3.946	4.784	9.336	10.990	12.962	
Artı: Güvence bedeli	160	205	248	281	314	532	586	645	
Eksi: Yatırımlar	(2.592)	(6.184)	(7.662)	(8.790)	(9.911)	(16.613)	(18.619)	(20.858)	
Eksi: İşletme sermayesindeki değişim	(1.560)	20	903	637	730	1.206	1.349	1.508	
Serbest Nakit Akımı	(453)	254	1.255	1.284	1.543	7.676	8.737	9.952	
Varlık tabanı									182.829
Kısmi yıl düzeltmesi	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	9,50	10,50	11,50	11,83
İskonto Faktörü	0,91	0,77	0,64	0,54	0,45	0,18	0,15	0,13	0,12
İndirgenmiş Nakit Akımı	(414)	194	804	688	692	1.414	1.347	843	22.230

İndirgenmiş nakit akım toplamı	10.726
Dönem sonu DVT değeri	22.230
İmtiyaz Hakkı Değeri	32.956

Duyarlılık Analizi

18,5%	35.995
19,5%	32.956
20,5%	30.208

- 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 değişimine göre hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplamalarına ilişkin detaylar bir sonraki sayfada sunulmuştur.



Gelir Yaklaşımı | İskonto Oranı

AOSM Hesaplaması

	Kod	Ref
USD 20-yıllık Hazine Tahvil Getirisi		4,8% [a]
Türkiye Ülke Risk Primi	CRP	4,5% [b]
TL/US Enflasyon Farkı		10,6% [c]
Risksiz Yatırım Getirisi	R_f	19,8% [a+b+c]
Sermaye Yatırımları İçin Ek Getiri	R _m -R _f	5,0% [d]
Beta (Kaldıraçsız)	β _u	0,33 [e]
Beta (Kaldıraçlı)	β _L	0,53
Özsermaye Maliyeti	K_e	22,5%
Borçlanma Baz Oranı	R _f	18,3%
Borç Primi	S	2,5% [d]
Vergi Oranı	T	25,0% [f]
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	K_d	20,8%
Özsermaye Finansman Payı	E/EV	56,7% [e]
Borç Finansman Payı	D/EV	43,3% [e]
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		19,5%

Notlar:

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

[b] Değerleme tarihi itibarıyla, Türkiye 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:

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

K _e	– özsermaye maliyeti
K _d	– borçlanma maliyeti (vergi öncesi)
E/EV, D/EV	– hedeflenen özsermaye ve borç ağırlığı
t	– marjinal vergi oranı

- Özsermaye maliyeti (“K_e”) Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (“CAPM”) baz alınarak hesaplanmıştır.

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

R _f	– risksiz yatırım getirisi
β	– beta
R _m – R _f	– hisse risk primi
R _s	– 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.



Ekler

Yönetici Özeti	4
Sektör Hakkında	11
Şirket Hakkında	20
Şirket Finansalları	23
Tarife Tahmini	26
Gelir Yaklaşımı	31
Ekler	39



Ekler | E1: Kapsam ve Sınırlamalar

Çalışmanın Kapsamı

- Bu raporun amacı Değerleme Tarihi itibarıyla Şirket'in Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılacak finansal raporlamalarında kullanılmak üzere Şirket uhdesindeki doğalgaz dağıtım hakkının 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 Şirket'in 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 kişi/kişilerle 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 çalışmamız, 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 değer tanımı 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 Değer 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 gerçekleştirilecek alış veya satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.
- Çalışmamızın amacı belli sebeplerden dolayı hisselerle 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 değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme 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 değerlendirme 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	2026 T	2027 T ...	2032 T ...	2037 T
Tarife Yılı Başı Varlık Tabanı	6.156	6.356	9.943	12.795
Tarifeye Esas Net Yatırım Tutarı	664	1.332	1.416	1.494
Yatırımların İtfası	(463)	(524)	(838)	(988)
Tarife Yıl Sonu Düzenlenmiş Varlık Tabanı (2024 Fiyatlarıyla)	6.356	7.164	10.521	13.301
Tüketici Fiyatı Endeksi (TL, ortalama)	34,9%	25,4%	10,0%	10,0%
Tüketici Fiyatı Endeksi (TL, kümülatif)	2,37	2,95	5,18	13,75
Tarife Yıl Sonu Düzenlenmiş Varlık Tabanı (Nominal)	15.060	21.160	54.499	182.829



Ekler | E5: Enflasyon Farkı

Enflasyon Beklentileri (%)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Türkiye Enflasyon Beklentisi	25,4%	24,7%	18,7%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Amerika Enflasyon Beklentisi	3,0%	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Endeks	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
TRY	100	125	156	186	206	227	249	274	301	332	365	401	441
USD	100	103	106	108	110	113	115	118	121	123	126	129	131

15 Yıllık CAGR Türkiye EIU	13,2%
15 Yıllık CAGR ABD	2,3%

Fark	10,6%
------	-------

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 ağımla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirkettir.

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.