

**Başkentgaz Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu****1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("BASGZ", "Başkentgaz" veya "Şirket") için Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından hazırlanarak 28.05.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Başkentgaz'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

**2- Halka Arz Bilgileri**

<b>Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)</b>	- Ödenmiş Sermaye : <b>700.000.000 TL</b> - Halka Arz Şekli : <b>Ortak Satışı</b> - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : <b>175.000.000 TL</b> - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : <b>25,00%</b>															
<b>Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü</b>	- Halka Arz Fiyatı : <b>9,72 TL</b> - Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : <b>6,8 milyar TL</b> - Halka Arz Büyüklüğü : <b>1,7 milyar TL</b> - Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : <b>6,8 milyar TL</b>															
<b>Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)</b>	<table><thead><tr><th>- Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr></thead><tbody><tr><td>- Torunlar Grubu ve İhraççı Çalışanları</td><td>40%</td><td>70.000.000</td></tr><tr><td>- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>36%</td><td>63.000.000</td></tr><tr><td>- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>18%</td><td>31.500.000</td></tr><tr><td>- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar</td><td>6%</td><td>10.500.000</td></tr></tbody></table>	- Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Torunlar Grubu ve İhraççı Çalışanları	40%	70.000.000	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	36%	63.000.000	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	18%	31.500.000	- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	6%	10.500.000
- Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı														
- Torunlar Grubu ve İhraççı Çalışanları	40%	70.000.000														
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	36%	63.000.000														
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	18%	31.500.000														
- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	6%	10.500.000														
<b>Talep Toplama Yöntemi</b>	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama															
<b>Dağıtım Yöntemi</b>	- Oransal Dağıtım															
<b>Aracılık Yöntemi</b>	- En İyi Gayret Aracılığı															
<b>Konsorsiyum Lideri</b>	- Garanti Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 31 üyeli konsorsiyum															
<b>Satın Alma Taahhütnamesi</b>	- Halka arza yetersiz talep gelmesi durumunda kalan payların tamamı Torunlar Gıda tarafından satın alınacaktır.															
<b>Fiyat İstikrarı</b>	- Halka arzdan elde edilecek 510,3 milyon TL'lik kaynak ile 30 gün boyunca uygulanması planlanmaktadır.															
<b>Lock-up (Satmama Taahhüdü)</b>	- Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, Şirket ortağı Torunlar Enerji 6 ay boyunca hiçbir şekilde pay satmayacağını, 1 yıl süreyle paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını taahhüt etmiştir.															
<b>BİST İşlem Kodu</b>	- <b>BASGZ</b>															
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	- <b>3 - 4 Haziran 2021</b>															

### 3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Torunlar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %100'üne sahip olduğu Şirket, 31.12.2020 itibarıyla, sahip olduğu 1.897.564 aktif abone sayısı ile toplam abone sayısı bazında Türkiye'nin en büyük ikinci doğal gaz dağıtım şirkettir. Şirket, EPDK tarafından düzenlenen dağıtım lisansı uyarınca 21 Ağustos 2037 tarihine kadar Ankara Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dahilinde (Polatlı, Kızılcahamam ve Beypazarı ilçeleri hariç) münhasır doğal gaz dağıtım hakkına sahiptir. Mevcut durumda Ankara'nın 25 ilçesi içerisinde en yüksek nüfus yoğunluğuna sahip olan 17 ilçede Şirket doğal gaz dağıtımını yapmaktadır. İlaveten beş ilçe Şirket lisans alanında olup, 2021 yılında söz konusu ilçelere CNG/LNG yöntemi ile doğal gaz arzı sağlanacaktır.

Şirket, mesken abonelerine ve ticari ve sınai müşterilerine dağıttığı doğal gazı BOTAŞ'tan ve oransal olarak çok düşük bir kısmını Kalecik ilçesinde kullanılmak üzere CNG olarak Naturelgaz'dan satın almaktadır. Doğal gazın Ankara ili sınırları içerisine kadar BOTAŞ tarafından taşınmasının ardından, Şirket müşterilerine dağıtacağı doğal gazı ana basınç düşürme ve ölçüm istasyonlarında (RMS) teslim alır. Şirket'in doğal gaz dağıtım altyapısının her bir bağlantı noktasında doğal gaz basıncını Şirket müşterileri için gerekli olan seviyelere indirme ve düzenleme maksadıyla kullanılmaktadır. Şirket'in tedarikçileri ve aldığı gaz miktarı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

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

Şirket'in RMS-A'ları BOTAŞ'ın yurt çapındaki iletim şebekesine bağlıdır. RMS-A'lar, Şirket'in RMS-A giriş basıncını 35-75 bardan (BOTAŞ'ın iletim altyapısı için normal olan basınç), RMS-B'lerine dağıtmak üzere 12-19 bar RMS-A çıkış basıncına indirilmesini sağlayan, en yüksek kapasiteye sahip ana istasyonlardır. RMS-A'da çıkış basıncı 12-19 bara düşürülen doğal gaz, dağıtım şebekesi vasıtasıyla B tipi istasyonlara iletilir. 12-19 bar basınçla B tipi istasyonlara gelen doğal gazın basıncı, 4 bara düşürülerek dağıtım şebekesine aktarılır ve C tipi istasyonlara ulaştırılır. C tipi istasyonlar sonrası doğal gazın basıncı, konut ve ticari abonelerin kullanımı için 50-75 mbar'lık basınca düşürülerek abonelere gaz arzı sağlanır. Aynı zamanda sanayi müşterileri başta olmak üzere talepte bulunan müşterilere kullanım basınçlarına göre B veya C tipi istasyonlar aracılığıyla gaz arzı sağlanmaktadır. Şirket'in Ankara'da konumlu 14 adet RMS-A'sı bulunmakta olup, Gölbaşı (600.000 m<sup>3</sup>/h kapasiteli) ve Temelli (1.000.000 m<sup>3</sup>/h kapasiteli)'de konumlu 2 adet RMS-A, dağıtım şebekesine RMS-B'lere ve RMS-B'ler üzerinden RMS-C'lere doğal gaz dağıtımında kullanılmaktadır.

Şirket'in hasılat kırılımı ve toplam hasılatı oranı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Hasılat	31.12.2020	%	31.12.2019	%	31.12.2018	%
Mesken Abonelerine Gaz Satışı	3.177.658.040	63,11%	2.446.449.296	60,28%	1.884.282.676	62,07%
Mal ve Hizmet Üreten Abonelere Gaz Satışı	1.505.741.876	29,91%	1.321.002.411	32,55%	937.361.029	30,88%
Şebeke Genişleme ve Yenileme Gelirleri	298.826.867	5,94%	233.281.684	5,75%	139.645.398	4,60%
Gaz Taşıma Hizmet Gelirleri	35.653.015	0,71%	40.213.893	0,99%	48.074.163	1,58%
Bağlantı Bedeli Gelirleri	25.069.325	0,50%	21.423.966	0,53%	16.688.643	0,55%
Diğer Gelirler	18.327.617	0,36%	17.200.899	0,42%	21.531.305	0,71%
Fatura Düzeltmeleri (-)	-26.434.415	-0,53%	-20.796.098	-0,51%	-11.960.588	-0,39%
<b>Toplam</b>	<b>5.034.842.325</b>	<b>100%</b>	<b>4.058.776.051</b>	<b>100%</b>	<b>3.035.622.626</b>	<b>100%</b>

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

<b>HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI</b>				
Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Torunlar Enerji San. Ve Ticaret A.Ş.	700.000.000	100,00%	525.000.000	75,00%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	175.000.000	25,00%
<b>Toplam</b>	<b>700.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>700.000.000</b>	<b>100,00%</b>

#### 4- Finansal Tablolar

<b>Bilanço (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2018</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>3.134.967.481</b>	<b>2.810.568.555</b>	<b>1.547.710.415</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	954.571.734	531.764.398	769.177.457
Finansal Yatırımlar	1.651.948.945	1.755.718.587	0
Ticari Alacaklar	506.221.589	451.343.892	369.378.458
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	506.221.589	451.343.892	369.378.458
Diğer Alacaklar	4.877.464	58.876.730	375.875.666
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	4.546.051	17.936.295	300.000.000
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	331.413	40.940.435	75.875.666
Stoklar	14.831.829	10.435.880	12.664.752
Peşin Ödenmiş Giderler	2.387.258	2.274.830	20.361.636
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	128.662	154.238	252.446
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>2.652.007.135</b>	<b>2.524.191.754</b>	<b>3.208.840.857</b>
Diğer Alacaklar	205.582	71.539	954.075.826
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	954.000.000
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	205.582	71.539	75.826
Maddi Duran Varlıklar	26.532.615	35.473.121	45.611.647
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.461.243.824	2.301.773.169	2.203.378.560
İmtiyaza Bağlı Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.454.746.754	2.296.445.400	2.193.765.639
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.497.070	5.327.769	9.612.921
Kullanım Hakkı Varlıkları	164.025.114	184.781.743	0
Peşin Ödenmiş Giderler	0	2.092.182	5.774.824
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>5.786.974.616</b>	<b>5.334.760.309</b>	<b>4.756.551.272</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.734.761.527</b>	<b>2.546.521.283</b>	<b>2.096.632.972</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	858.835	1.112.972	1.191.205
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	195.511.351	137.230.167	160.765.560
Diğer Finansal Yükümlülükler	192.909	212.225	143.150
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	43.200.180	35.791.924	0
Ticari Borçlar	790.842.154	855.867.894	659.518.185
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	70.429.836	46.011.056	9.257.408
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	720.412.318	809.856.838	650.260.777
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6.231.755	5.080.042	4.666.924
Diğer Borçlar	32.038.688	33.533.010	16.599.767
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	28.716.385	27.425.384	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	3.322.303	6.107.626	16.599.767
Ertelenmiş Gelirler	555.680.656	568.177.366	486.136.354
Güvence Bedeli	1.078.452.285	865.363.428	700.821.861
Kısa Vadeli Karşılıklar	24.486.486	39.330.049	60.299.013
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	4.799.789	3.003.839	2.805.854
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	19.686.697	36.326.210	57.493.159
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.266.228	4.822.206	6.490.953
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.172.946.316</b>	<b>882.860.951</b>	<b>685.373.993</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	554.500.000	322.500.000	345.500.000
Uzun Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	175.744.146	163.056.890	0

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Ertelenmiş Gelirler	431.637.532	390.667.953	333.819.469
Uzun Vadeli Karşılıklar	11.064.638	6.636.108	6.054.524
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	11.064.638	6.636.108	6.054.524
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.879.266.773</b>	<b>1.905.378.075</b>	<b>1.974.544.307</b>
Ödenmiş Sermaye	700.000.000	700.000.000	700.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	118.621.721	90.011.415	267.175.855
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	527.954.151	699.774.481	637.537.958
Net Dönem Karı veya Zararı	532.690.901	415.592.179	369.830.494
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>5.786.974.616</b>	<b>5.334.760.309</b>	<b>4.756.551.272</b>

<b>Kar veya Zarar Kısmı (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2018</b>
Hasılat	5.034.842.325	4.058.776.051	3.035.622.626
Satışların Maliyeti	-4.432.683.908	-3.548.746.362	-2.606.930.885
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>602.158.417</b>	<b>510.029.689</b>	<b>428.691.741</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-41.721.516	-42.633.437	-27.178.190
Pazarlama Giderleri (-)	-4.889.148	-4.066.095	-3.025.491
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	62.501.914	28.580.083	113.116.952
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-170.499.357	-119.146.778	-224.503.297
<b>Esas Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>447.550.310</b>	<b>372.763.462</b>	<b>287.101.715</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	221.349.262	154.674.745	151.834.831
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>668.899.572</b>	<b>527.438.207</b>	<b>438.936.546</b>
Finansman Gelirleri	7.544.835	4.182	59.649.707
Finansman Giderleri	-143.753.506	-111.850.210	-87.227.760
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	<b>532.690.901</b>	<b>415.592.179</b>	<b>411.358.493</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-41.527.999</b>
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	0	0	-41.527.999
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	0	0	0
<b>Net Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>532.690.901</b>	<b>415.592.179</b>	<b>369.830.494</b>

#### 5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz ortak satışı yöntemiyle gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirkete doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelir halka arz eden pay sahibinin tasarrufunda olacaktır.

#### 6- Halka Arz Teşviki

Halka arz edilecek kaynağın 510,3 milyon TL'lik kısmının 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılması planlanmaktadır.

#### 7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan 17.05.2021 tarihli fiyat tespit raporunda, Gelir ve Pazar Yaklaşımı Yöntemleri kullanılmıştır.

#### Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi

- Şirketin doğalgaz dağıtım lisansının 2037 yılı içerisinde bitmesinden dolayı 2036 yılına kadar nakit akımı hesaplanmış, devam eden değer için ise Teknik Danışman Raporu'nda verilen 2036 yılı için öngörülen varlık tabanı 31.03.2021 tarihine indirgenerek alınmıştır.

- Şirket'in 2021 yılında 5,4 milyar TL olması öngörülen hasılatının kademeli artışla 2036 yılında 21,6 milyar TL'ye yükseleceği,

- Şirket'in 2021 yılında 1,2 milyar TL olması öngörülen brüt karının kademeli artışla 2036 yılında 5,2 milyar TL'ye yükseleceği,

- 2021 yılında 757 milyon TL olması öngörülen FAVÖK'ün kademeli artışla 2036 yılında 3,9 milyar TL'ye yükseleceği,

- İşletme sermayesi ihtiyacının satışlara oranının projeksiyon döneminde %17 olacağı,

*Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.*

- 2021 yılında 524 milyon TL olması öngörülen yatırımların 2022 – 2036 dönemleri arasında hafif dalgalanmalarla ve artışla 2036 yılında 2,0 milyar TL olacağı,
- AOSM 2021 yılı için %19,6, 2022 yılı için %12,8, 2023 yılı için %11,8, 2024 yılı için %11,4, 2025 yılı ve sonrası için %11,1 olarak hesaplanmıştır.
- Risksiz getiri oranı 2021 yılı için %18,2, 2022 yılı için %11,4, 2023 yılı için %10,4, 2024 yılı için %9,9, 2025 yılı ve sonrası için %9,7 olarak,
- Risk primi %5,5, kaldıraçsız beta değeri 0,26 olarak kullanılmış,
- Enflasyonun 2021 yılı için %16,5, 2022 yılı için %12,3, 2023 yılı için %9,2, 2024 yılı için %8,2, 2025 yılı için %7,7 ve 2026 sonrası için %7,5 olacağı,
- Sermaye maliyeti 2021 yılı için %19,6, 2022 yılı için %12,8, 2023 yılı için %11,8, 2024 yılı için %11,4, 2025 yılında %11,1 ve 2026 sonrası için de %11,1 olacağı öngörülmüştür.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda Başkentgaz'ın 31.03.2021 tarihi itibarıyla şirket değeri 8.016.516.833 TL ve özsermaye değeri 9.136.394.067 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket özsermaye değeri değerlendirme tarihi olan 17 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla özsermaye değerini yansıtmaya amacıyla düzeltilmiştir. Bu kapsamda, değerlemede kullanılan 2021 yılı özsermaye maliyeti %19,5 dikkate alınarak özsermaye değeri 17 Mayıs 2021 tarihine getirilmiştir. Bu özsermaye değeri, sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanan değerlendirme faktörü ile çarpılarak değerlendirme tarihindeki özsermaye değeri 9.348.439.654 TL olarak bulunmuştur.

#### Pazar Yaklaşımı – Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Çarpan analizi çalışması için halka açık aracı kurumlar benzer şirket olarak göz önünde bulundurulmuştur. Çarpan analizinde İD/FAVÖK çarpanının kullanılmasına karar verilmiştir. Değer tespitinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin 14 Mayıs 2021 kapanışı İD/FAVÖK çarpan değerleri hesaplanmıştır. Yurtiçi benzer şirketlerin verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD/FAVÖK LTM
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	1.123	7.643	454	16,84x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	8.280	11.490	1.639	7,01x
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	97	136	10	13,33x
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	5.839	6.320	1.046	6,04x
Ayen Enerji A.Ş.	1.564	3.886	258	15,04x
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	2.491	2.844	131	21,79x
Çan2 Termik A.Ş.	1.977	3.614	264	13,69x
Enerjisa Enerji A.Ş.	12.610	19.331	3.021	6,40x
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	1.895	2.098	76	27,73x
Galata Wind Enerji A.Ş.	2.411	2.898	266	10,91x
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	1.210	1.640	72	22,69x
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.041	1.148	88	13,11x
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	1.545	3.861	298	12,94x
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	490	523	9	55,91x
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	4.226	18.327	1.968	9,31x
<b>Ortalama(*)</b>				<b>7,86x</b>

Kaynak: CapitalIQ veritabanı ve KAP

(\*) Üzeri çizili olan değerler ortalamaya dahil edilmemiştir.

Yurtiçinde faaliyet gösteren halka açık enerji şirketleri içerisinde sadece Enerjisa ve Zorlu Enerji elektrik ve/veya doğalgaz dağıtım faaliyetleri ile iştigal etmektedir. Bu kapsamda muhafazakar kalınması adına göreceli olarak yüksek olan XELKT çarpanı yerine değerlendirilmede Enerjisa ve Zorlu Enerji'nin çarpanları kullanılmıştır.

Şirket'in sahip olduğu regüle tarife yapısına en yakın olduğu düşünülen Avrupa'da faaliyet gösteren doğalgaz, elektrik ve su dağıtım şirketlerinin verileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK LTM (mn TL)	İD/FAVÖK LTM
E.ON SE	281.048	652.471	72.856	8,99x
Electricite de Strasbourg Societe Anonyme	8.427	7.527	1.399	5,51x
Elia Group SA/NV	61.809	141.798	8.989	15,94x
Enagas, S.A.	51.056	96.278	7.053	13,63x
Energiedienst Holding AG	11.137	10.333	895	11,46x
Fluxys Belgium SA	24.524	38.461	3.073	12,45x
National Grid Plc	391.743	766.555	55.891	13,84x
Pennon Group Plc	51.841	61.802	2.806	22,37x
Red Electrica Corporacion, S.A.	88.364	149.371	15.379	9,80x
REN - Redes Energeticas Nacionais, SGPS, S.A.	15.729	44.383	4.552	9,48x
Severn Trent Plc	70.465	147.365	10.078	22,40x
Snam S.p.A.	159.831	300.862	22.143	13,53x
Terna - Rete Elettrica Nazionale Societa per Azioni	125.690	221.774	18.097	12,41x
United Utilities Group PLC	79.132	175.545	13.086	13,54x
<b>Ortalama(*)</b>				<b>12,28x</b>

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

(\*) Üzeri çizili olan uç değerler ortalamaya dahil edilmemiştir.

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

Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin çarpan sonuçları ile çarpan analizi özeti aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Ağırlık	FD/FAVÖK Çarpanı	31.03.2021 LTM FAVÖK	Hesaplanan Şirket Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler	80%	7,9x	841.026.965	6.607.357.609
Yurtdışı Benzer Şirketler	20%	12,3x	841.026.965	10.326.922.990
<b>Hesaplanan Şirket Değeri</b>				<b>7.351.270.685</b>
Finansal Borç (-)				780.959.871
Güvence Bedelleri (-)				481.770.243
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (-)				335.048.754
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)				2.717.656.102
<b>Özsermaye Değeri</b>				<b>8.471.147.919</b>

### c) Sonuç

Başkentgaz'ın pay başına değeri tespit edilirken 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Çarpan Analizi' yöntemleri kullanılmış olup her iki yöntemle eşit ağırlık verilerek aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi 8.909.793.786 TL özsermaye değeri bulunmuştur. Bulunan değerlere %23,65 halka arz iskontosu uygulanarak 6.802.627.556 TL özsermaye değeri ve 9,72 TL halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi	9.348.439.654	50%	4.674.219.827
Çarpan Analizi Yöntemi	8.471.147.919	50%	4.235.573.959
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>8.909.793.786</b>

	Özsermaye Değeri
Hesaplanan Özkaynak Değeri	8.909.793.786
Başkentgaz Ödenmiş Sermayesi	700.000.000
Pay Başına Değer	12,73
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>9,72</b>
<b>Halka Arz İskonto Oranı</b>	<b>23,65%</b>
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	6.802.627.556

#### 8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Başkentgaz, fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak 'İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi' ve 'Çarpan Analizi' yöntemlerinin kullanılmasının ve eşit ağırlıklandırılmalarının uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Çarpan analizinde yurtiçi çarpanlarda yapılan eliminasyonlar ile birlikte düşük çarpanlı yurt içi benzerlere %80 ağırlık verilmesini olumlu buluyoruz.
- AOSM'nin hesaplanmasında yurtiçi şirketlerin 5 yıllık kaldıraçsız beta değerinin 0,26 olarak alındığı ve risksiz faiz oranının kademeli olarak %18,2'den %9,7'ye kadar indirildiği görülmekte, bu doğrultuda AOSM'de yıllar itibarıyla %19,6'dan %11,1'e düşüş görülmüştür. Daha muhafazakar bir beta ve risksiz faiz oranı ile AOSM'nin hesaplanarak değerlendirilmede dikkate alınması gerektiğini düşünmekteyiz.
- Yukarıda belirtilen çekincelerimiz haricinde raporda hesaplanan şirket değerine %23,65 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 9,72 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.