Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
02.12.2022

Vakıf Yatırım

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
C-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] 3377 Fax: 0212 [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicili No: [illegible]57228
Elektronik Kurumlar V.D. 522 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

İçindekiler

1. Giriş..... 6
1.1. Raporun Amacı..... 6
1.2. Proje Ekibi..... 6
1.3. Etik İlkeler..... 7
1.4. Sınırlayıcı Şartlar..... 7
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler..... 8
2.1. Kuruluş..... 8
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı..... 8
2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler..... 8
3. Sektörel Bilgiler..... 10
3.1. Türkiye Doğal Gaz Piyasası Genel İşleyişi..... 10
3.2. Türkiye Doğal Gaz Piyasası Genel Görünümü..... 12
4. Büyümeyi Desteklemesi Beklenen Unsurlar..... 14
4.1. Güçlü büyüme dinamikleri..... 14
4.2. Türkiye'nin farklı illerinde faaliyet göstererek riski dağıtan iş modeli..... 17
4.3. Tarife Metodolojisi'ne dayalı öngörülebilirliği yüksek nakit akışı..... 18
4.4. Doğal gaz maliyetleri ve kur riskine karşı dirençli operasyonel yapı..... 18
4.5. Güvence bedelleri ile desteklenen nakit akışları..... 18
5. Finansal Veriler..... 19
5.1. Bilanço..... 19
5.2. Gelir Tablosu..... 21
6. Değerleme..... 24
6.1. Değerleme Yöntemleri..... 24
6.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi..... 24
6.1.1.1. Projeksiyonlar..... 24
6.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu..... 24
6.1.1.1.3. Giderlerin (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri) Projeksiyonu..... 38
6.1.1.1.4. Amortisman Giderleri Projeksiyonu..... 38
6.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu..... 38
6.1.1.1.6. Güvence Bedelleri Projeksiyonu..... 40
6.1.1.1.7. Varlık Tabanı Projeksiyonu..... 40
6.1.1.1.8. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu..... 40
6.1.1.1.9. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)..... 41
6.1.2. İNA Analizi Sonucu..... 49
6.1.3. Çarpan Analizi..... 49
6.1.4. Çarpan Analizi Sonucu..... 53
6.2. Değerleme Sonucu..... 54
7. Ekler..... 55

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Binası
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 00
www.vakifyatirim.com.tr
Mersis No: 0-5220-0882-5900019
Sicil No: 351228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8399

7.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı 55
7.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı 56
7.3. EK - 3 - Lisans Belgeleri 58

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
B-2A Blok No: 13 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 55 77 Fax: 0212 [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0882-5010017

Kısaltmalar ve Tanımlar

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
Ahlatcı Doğal Gaz, Şirket	:	Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	:	Anonim Şirketi
BOTAŞ	:	Boru Hatları İle Petrol Taşıma A.Ş.
BVT	:	Baz Varlık Tabanı
CNG	:	Sıkıştırılmış Doğal Gaz
DVT	:	Düzenlenmiş Varlık Tabanı
Enerya Aksaray	:	Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Antalya	:	Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Aydın	:	Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Denizli	:	Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Ereğli	:	Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Erzincan	:	Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Kapadokya	:	Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Karaman	:	Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş.
Enerya Konya	:	Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş.
EPDK	:	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EKS	:	Endüstriyel Kontrol Sistemi
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	:	Firma Değeri
FK	:	Fiyat/Kazanç
FSRU	:	Yüzer LNG Depolama ve Gazlaştırma Ünitesi
HDD	:	Heating Degree Days
IVSC	:	Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
KF	:	Kalite Faktörü
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsü
Km	:	Kilometre
LNG	:	Sıvılaştırılmış Doğal Gaz
m^3	:	Metreküp
MAPEG	:	Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü
mn	:	Milyon
No	:	Numara
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
San. ve Tic.	:	Sanayi ve Ticaret
Sm^3	:	Standart metreküp
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
Şehir Gazı	:	Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi
Tarife Metodolojisi	:	Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri İçin Tarife Hesaplama Usul ve Esasları
TL	:	Türk Lirası
TNYG	:	Tarifeye Esas Gerçekleşen Net Yatırım Tutarı
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Esat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:15 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (0212) [illegible] Fax: [illegible]
[illegible]@vakifyatirim.com
Mersis No: [illegible] Ticaret Sicil No: 957228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 006 8359
Mersis No: 0922006835900017

Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Vb.	:	Ve benzeri
XELKT	:	BIST Elektrik Endeksi
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Eğitimciler Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] 37 77 Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Büyükçekmece Kurumlar V.D. 922 008 8355
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

1. Giriş

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3.maddesinin 1.fıkrası uyarınca, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışması çerçevesinde, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği tarafından yayımlanan "Uluslararası Değerleme Standartları"nın güncellendiği ve Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu, Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.'nin (bundan böyle aşağıda "Ahlatcı Doğal Gaz" veya "Şirket" olarak anılacaktır) halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (bundan böyle aşağıda "Vakıf Yatırım" olarak anılacaktır) tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Ahlatcı Doğal Gaz ile Vakıf Yatırım arasında 13.09.2022 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

Ahlatcı Doğal Gaz ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Vakıf Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Ahlatcı Doğal Gaz arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Vakıf Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Vakıf Yatırım ile Ahlatcı Doğal Gaz arasında 13.09.2022 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Vakıf Yatırım'ın konusunda uzman çalışma ekibi tarafından yürütülmüştür. Proje Ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahiptir.

Mehtap İLBİ, Kurumsal Finansman Birimi Direktörü, aracı kurumların araştırma birimlerinde hisse senedi analisti olarak çalışmış olup pek çok sektöre yönelik analiz, değerleme ve raporlama süreci yürütmüştür. Mart/2018'de Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji Biriminde hisse senedi analisti olarak göreve başlayan İlbi, Mart/2020'den itibaren aynı kurumda Kurumsal Finansman Biriminde görev almaya başlamış olup, mevcut durumda birim Direktörü olarak görev yapmaktadır. İlbi, İstanbul Üniversitesi İngilizce İşletme bölümünden Lisans derecesine sahip olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ve Türev Araçlar Lisansı sahibidir (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 209086, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 305418).

Selahattin AYDIN, Araştırma ve Strateji Birimi Direktörü, çalışma hayatına Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bünyesinde başlayan Selahattin Aydın, 2016 yılına kadar Araştırma Bölümünde görev almış, 2016 yılı ocak ayı itibariyle Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji Birimine dahil olmuştur. Selahattin Aydın, Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası bölümünden Lisans derecesine sahip olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve Türev Araçlar Lisansı sahibidir (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 201598, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 307597).

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0(212) 352 35 77 Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 008 8355
Mersis No: 0-9220-0883-5530017

1.3. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket bağımsız denetim raporları, Şirket Yönetim Sunumları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın analizlerine ve tahminlerine dayanmaktadır. Vakıf Yatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Vakıf Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Vakıf Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir.

Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Vakıf Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 351 33 77 Fax: 0212 351 33 78
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş

Şirket 21 Ocak 2004 tarihinde Türk Ticaret Kanunu hükümlerine uygun olarak kurulmuş ve 28 Ocak 2004 tarih ve 5977 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde tescil edilmiştir. 30 Kasım 2020 tarihinde Energizer Turkey S.A.R.L. ve STFA Yatırım Holding A.Ş. ile Ahlatcı Holding A.Ş. arasında imzalanan "Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin Sermayesinin Tamamının Satım ve Alımına ilişkin Sözleşme" ile Şirket'in tüm hisseleri Ahlatcı Holding A.Ş.'ye satılmış ve hisse devir işlemleri 29 Ocak 2021 tarihinde tamamlanmıştır. Hisse devri sonrası Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin unvanı 28 Aralık 2021 tarihli Genel Kurul kararı ile Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.

30 Haziran 2022 tarihi itibarıyla, Şirket'in ticari iş merkezi Yeşilvadi Sokak No: 3 Kat:11 İçerenköy Ataşehir İstanbul'dur. Şirket'in toplam çalışan sayısı 846'dır (31 Aralık 2021: 809, 31 Aralık 2020: 734, 31 Aralık 2019: 703).

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in tüm hisseleri Ahlatcı Holding A.Ş.'ye aittir. Şirket'in 30.06.2022 itibarıyla ödenmiş sermayesi 168.500.000 TL olup, ortaklık yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Şekil 1: Ortaklık Yapısı

Ortaklar	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.06.2022	%
Ahlatcı Holding A.Ş.*	-	-	-	-	168.500.000	%100	168.500.000	%100
STFA Yatırım Holding A.Ş.	117.950.000	%70	117.950.000	%70	-	-	-	-
Energizer Turkey SARL	50.550.000	%30	50.550.000	%30	-	-	-	-
Nominal Sermaye	168.500.000	%100	168.500.000	%100	168.500.000	%100	168.500.000	%100

**STFA Yatırım Holding A.Ş.'nin tüm hisseleri 2021 yılı şubat ayında Ahlatcı Holding A.Ş.'ye devredilmiştir.*
Kaynak: Şirket

2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Şirket'in esas faaliyet konusu doğal gaz toptan ve perakende dağıtımı ve satışı yapmak için kurulmuş veya kurulacak olan bağlı ortaklıklarının sermaye ve yönetimine katılmaktır. Bunun yanı sıra Şirket, sahip olduğu bağlı ortaklıklara operasyonel ve danışmanlık hizmetleri vermektedir.

Şirket bağlı ortaklıkları vasıtasıyla doğal gaz dağıtımı faaliyeti gerçekleştirmektedir. Söz konusu Şirket bağlı ortaklıkları gaz şebekesi altyapısına yatırım yapmakta ve faaliyet yetkisine sahip olduğu şehirlerdeki abonelerine gaz dağıtım hizmeti sağlamaktadır. Şirket tarafından kontrol edilen bağlı ortaklıklar ile söz konusu bağlı ortaklıklardaki sahiplik oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No: 5 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359

Şekil 2: Şirket Bağlı Ortaklıkları

Bağlı Ortaklık	Faaliyet Alanı	Kuruluş Yeri ve Faaliyet Gösterdiği İl	Etkin Ortaklık Oranı (%) 31.12.2021	30.06.2022
Enerya Enerji A.Ş.	Holding Şirketi	İstanbul	99,70	99,70
Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş	Doğal Gaz Dağıtımı	Denizli	90,00	90,00
Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Konya	75,64	75,64
Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Konya	89,97	89,97
Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Antalya	90,00	90,00
Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş	Doğal Gaz Dağıtımı	Niğde ve Nevşehir	63,00	63,00
Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Aksaray	89,95	89,95
Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Karaman	90,00	90,00
Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Erzincan	90,00	90,00
Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş.	Doğal Gaz Dağıtımı	Aydın	90,00	90,00

Özsermaye yöntemi ile muhasebeleştirilen yatırımlar	Faaliyet Alanı	Kuruluş Yeri ve Faaliyet Gösterdiği İl	31.12.2021	30.06.2022
Çorum Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Tic. A.Ş.*	Doğal Gaz Dağıtımı	Çorum	30,00	-

** Çorum Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin hisseleri, 2022 yılında Şirket'in ve Çorumgaz'ın ana ortağı Ahlatcı Grubu'na 662.700.000 TL satış bedeli karşılığında devredilmiştir.*
Kaynak: Şirket

Şekil 3: Şirket Bağlı Ortaklıklarının Lisans Başlangıç ve Bitiş Tarihleri

Bağlı Ortaklık	Lisans Başlangıç Tarihi	Lisans Sona Erme Tarihi
Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş.	16 Şubat 2006	16 Şubat 2036
Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş.	5 Aralık 2003	5 Aralık 2033
Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş.	22 Haziran 2004	22 Haziran 2034
Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş.	12 Ekim 2006	12 Ekim 2036
Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş.	29 Eylül 2005	29 Eylül 2035
Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş.	25 Mayıs 2004	25 Mayıs 2034
Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş.	14 Temmuz 2006	14 Temmuz 2036
Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.	4 Ağustos 2006	4 Ağustos 2036
Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş.	21 Ağustos 2008	21 Ağustos 2038

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ticaret Sicil No: 357228
Merkezi Kurulular V.D. 922 008 8358
Mersis No: 0922-0083-5900017

3. Sektörel Bilgiler

3.1. Türkiye Doğal Gaz Piyasası Genel İşleyişi

Türkiye'de doğal gaz piyasasının işleyişi üretim, ithalat, ihracat, depolama, toptan satış, sıkıştırılmış doğal gaz (CNG), iletim ve dağıtım alt başlıkları altında aşağıda özetlenmeye çalışılmıştır.

ÜRETİM

Doğal gaz arama ve üretim faaliyetleri, 6491 sayılı Türk Petrol Kanununa göre Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü (MAPEG) tarafından verilen arama ve işletme ruhsatları kapsamında gerçekleştirilmektedir. Üretim faaliyeti, Kanunda piyasa faaliyeti olarak sayılmamakla birlikte üretim şirketleri, ürettikleri doğal gazı EPDK'dan toptan satış lisansı almak kaydıyla toptan satış şirketlerine, ithalatçı şirketlere, ihracatçı şirketlere, dağıtım şirketlerine, kuyu başından olmak kaydıyla CNG satış şirketleri ile CNG iletim ve dağıtım şirketlerine veya serbest tüketicilere pazarlayabilir. Ayrıca, üretim şirketleri ihracat lisansı almak kaydıyla ürettikleri doğal gazı ihraç da edebilirler (*Kaynak: EPDK tarafından yayımlanan Doğal Gaz Piyasası 2021 Yılı Sektör Raporu*).

İTHALAT

Türkiye'de toplam doğal gaz arzının ağırlıklı kısmı ithalat yoluyla karşılanmaktadır. EPDK verilerine göre, 2021 yılında toplam doğal gaz arzının %99,33'ü ithalat yoluyla karşılanmıştır. Türkiye'de doğal gaz ithalatı i) boru hatlarıyla ithalat, ii) sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ithalatı ve iii) spot ithalat şeklinde gerçekleştirilmektedir. EPDK verilerine göre Türkiye'de 2021 yılında ithal edilen doğal gazın %44,87'si Rusya'dan, %16,07'si İran'dan, %13,60'ı Azerbaycan'dan, %10,20'si Cezayir'den, %2,13'ü Nijerya'dan ve %13,13'ü diğer ülkelerden gerçekleştirilmiştir.

İHRACAT

İthal edilmiş veya yurt içinde üretilmiş doğal gazın yurt dışına ihraç faaliyeti, ihracat lisansı almış tüzel kişiler tarafından, lisanslarında belirtilen ülkeler dahilinde gerçekleştirilebilmektedir.

DEPOLAMA

Doğal gaz depolama faaliyetleri i) yer altı doğal gaz depolama ve ii) LNG depolama olmak üzere iki şekilde gerçekleştirilmektedir. EPDK verilerine göre, 2021 yılı sonu itibarıyla doğal gaz yer altı depolarının toplam kapasitesi 4.141 milyon m³ olup, LNG terminallerinin LNG depolama kapasitesi 0,964 milyon m³'tür.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
B-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34333 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi/No: 322 008 5355

TOPTAN SATIŞ

İthal edilmiş veya yurt içinde üretilmiş doğal gazın yurt genelinde CNG, ithalat, ihracat, dağıtım ve diğer toptan satış şirketleri ile serbest tüketicilere satış faaliyeti, EPDK'dan toptan satış lisansı almış tüzel kişiler tarafından gerçekleştirilmektedir. İthalat lisansı sahibi tüzel kişiler, toptan satış lisansı alma zorunluluğu olmadan toptan satış faaliyetlerini yürütmektedirler. EPDK verilerine göre, 2021 yılında Türkiye'de gerçekleşen toplam doğal gaz arzının %92,80'i BOTAŞ, %6,53'ü diğer ithalat lisansı sahibi şirketler tarafından (ithalat gerçekleştirmiş olanlar), %0,67'si de üretim gerçekleştiren toptan satış şirketleri tarafından karşılanmıştır.

CNG

Sıkıştırılmış Doğal Gaz (CNG) lisansı sahibi şirketler, almış oldukları lisans içeriğine göre yurt genelinde, doğal gazın kuyu başı, ulusal iletim şebekesi veya şehir içi dağıtım sisteminden, tedarikçilerden satın alınıp sıkıştırılması ve basınçlı kaplara doldurulması ve satışı, sıkıştırılmış haldeki doğal gazın özel vasıtalarla şehirlerarasında taşınması, CNG satış istasyonlarından temin edilen ve/veya üretim yapan toptan satış şirketlerinden kuyu başında satın alınarak taşıma vasıtası üzerindeki sıkıştırma ekipmanlarıyla sıkıştırılan ve basınçlı kaplara doldurulan sıkıştırılmış doğal gazın iletim şebekelerinin ulaşamadığı yerlerde basıncının düşürülerek satılması faaliyetlerini gerçekleştirmektedir (*Kaynak: EPDK tarafından yayımlanan Doğal Gaz Piyasası 2021 Yılı Sektör Raporu).*

İLETİM (BOTAŞ)

Türkiye'de doğal gazın boru hattı yoluyla iletimi faaliyeti, BOTAŞ tarafından yürütülmektedir. BOTAŞ, Türkiye Cumhuriyeti ile Irak Cumhuriyeti Hükümetleri arasında 27 Ağustos 1973 tarihinde imzalanan Ham Petrol Boru Hattı Anlaşması çerçevesinde Irak ham petrolünün İskenderun Körfezi'ne taşınmasını gerçekleştirmek üzere, 7/7871 Sayılı Kararnameye istinaden 15 Ağustos 1974 tarihinde kurulmuştur. Başlangıçta sadece boru hatları ile petrol taşımacılığı yapan BOTAŞ, ülkemizin artan enerji ihtiyacının karşılanması amacıyla 1986 yılından itibaren doğal gazın ticareti ve taşımacılığı ile ilgili faaliyetlerine de başlamıştır. Bakanlar Kurulu'nun 8 Şubat 1995 tarih ve 96/6526 sayılı kararıyla 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'ye tabi karlılık ve verimlilik ilkeleri doğrultusunda faaliyetlerini sürdüren bir Kamu İktisadi Teşebbüsü (KİT) olarak yapılandırılmıştır. BOTAŞ hali hazırda aşağıdaki faaliyetleri yürütmektedir.

- Petrol ve Doğal Gaz Boru Hattı İşletmeciliği
- LNG/FSRU Terminali İşletmeciliği
- Liman Hizmetleri
- Petrol ve Doğal Gaz Boru Hatları, Kompresör İstasyonları İle İlgili Projelendirme, Mühendislik, Arazi Etüt, Kamulaştırma ve Yapım İşleri
- Doğal Gaz ve LNG Ticareti
- Doğal Gaz ve LNG Depolama Faaliyetleri
- Uluslararası Doğal Gaz ve Petrol Taşıma Projeleri

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi/Numarası V.D. 322 008 8355

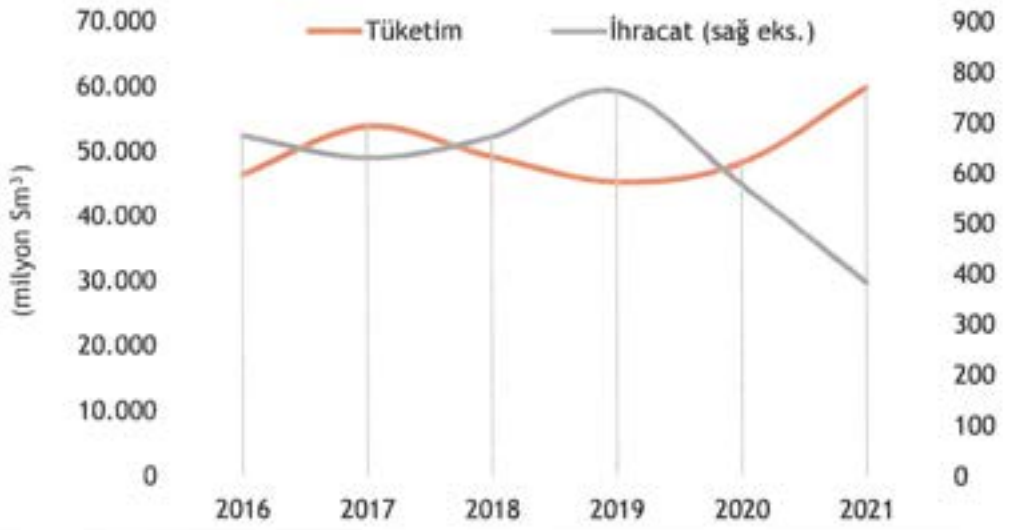
DAĞITIM

Doğal gaz dağıtım faaliyeti, lisans sahibi şirketler tarafından yürütülmektedir. EPDK verilerine göre, 2021 yılında doğal gaz dağıtım lisansı sahibi şirket sayısı ve dolayısıyla dağıtım bölgesi sayısı 72 olup, 2021 yılı sonu itibarıyla Türkiye'de 81 il merkezinin tamamı dahil olmak üzere toplamda 594 ilçe ve 49 beldeye doğal gaz arzı sağlanmıştır. 2021 yılı sonu itibarıyla, dağıtım lisansı almış olan şirketler tarafından inşa edilen çelik boru hattı uzunluğu yaklaşık 15.702 km, polietilen boru hattı uzunluğu yaklaşık 108.617 km, servis hattı uzunluğu 43.292 km, servis hattı sayısı ise 4.250.875'tir.

3.2. Türkiye Doğal Gaz Piyasası Genel Görünümü

EPDK verilerine göre, 2021 yılında yurt içinde tüketilen doğal gaz miktarı yıllık bazda %24,02 artarak 59.854,17 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde gerçekleşen 382,89 milyon Sm³'lük ihracat ile 2021 yılında toplam doğal gaz talebi 60.237,06 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şekil 4: Türkiye Doğal Gaz Piyasası Tüketim ve İhracat Gelişimi

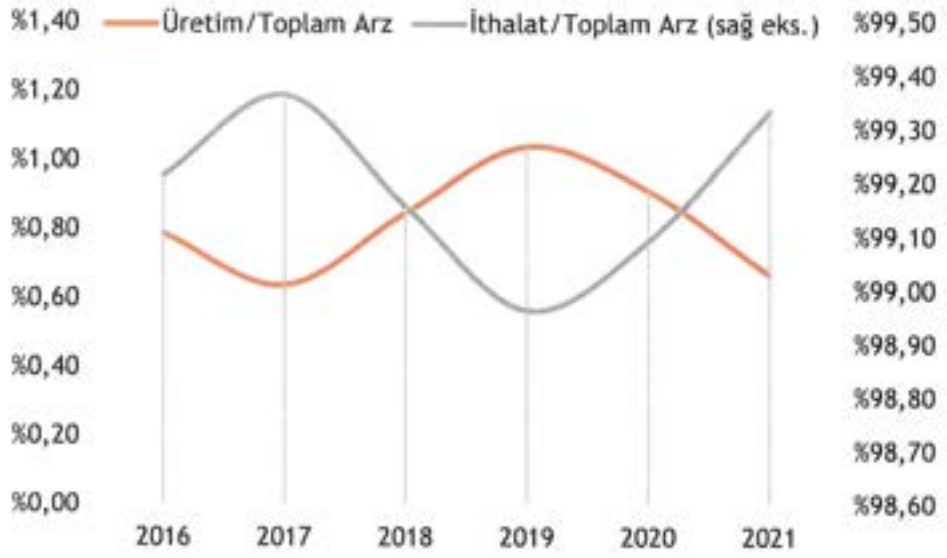


Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

EPDK verilerine göre, 2021 yılında Türkiye'de toplam doğal gaz arz miktarı yıllık bazda %21,68 artarak 59.098,37 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu toplam arzın %0,67'lik kısmı Türkiye'de üretilen doğal gaz ile, geri kalan %99,33'lük kısım ise yurt dışından ithalat lisansı sahibi şirketler tarafından değişik kaynaklardan gerçekleştirilen ithalat ile karşılanmıştır.

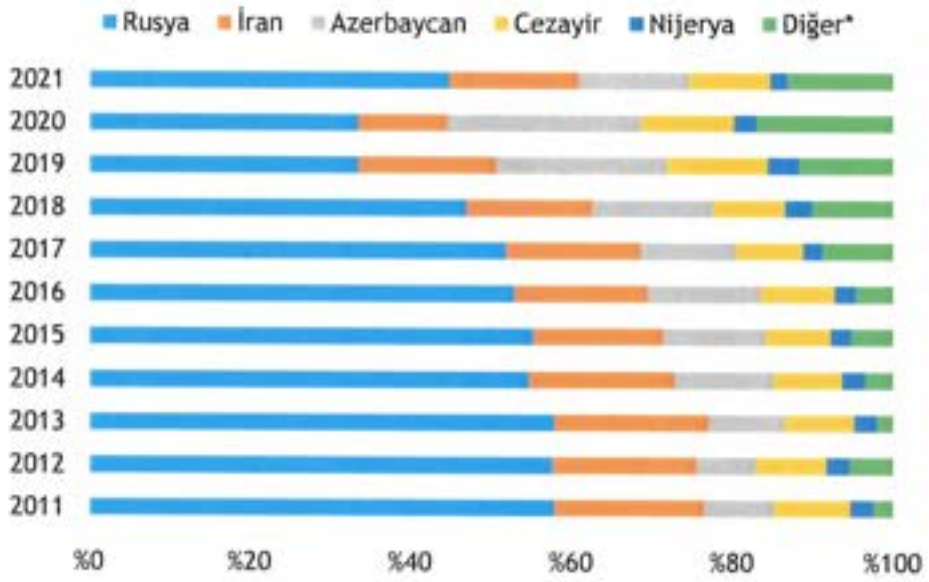
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi V.D. 922 058 3359

Şekil 5: Türkiye Doğal Gaz Arzının Karşılandığı Kaynakların Payları



Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

Şekil 6: Doğal Gaz İthalatının Ülke Bazında Payları



** 2020 yılına kadar Spot LNG ithalatının yapıldığı ülkeleri, 2020 yılında spot LNG/boru gazı ithalatının yapıldığı ülkeleri temsil etmektedir.*
Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-21 Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 355 35 35 77 Fax: 0(212) 355 35 35
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Bağlantılı Kurumlar V.D. 922 008 8359

4. Büyümeyi Desteklemesi Beklenen Unsurlar

4.1. Güçlü büyüme dinamikleri

Şirket'in gelecek dönemde büyüme performansını destekleyici güçlü dinamiklere sahip olduğu düşünülmektedir. Bunların başında faaliyet gösterilen bölgelerdeki nüfus artış beklentisine bağlı olarak abone sayısında yükseliş öngörüsü yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, TÜİK verilerine göre Türkiye nüfusunun 2015-2021 döneminde yıllık ortalama %1,2 büyüdüğü, aynı dönemde Şirket'in faaliyet gösterdiği illerin toplam nüfusunun ise yıllık ortalama %1,5 oranında büyüdüğü görülmektedir. Buradan da görüleceği üzere, Şirket'in faaliyet gösterdiği illerin toplam nüfusunun Türkiye nüfusunun üzerinde bir büyüme performansı sergilediği ve bu eğilimin devam edeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu nüfus artışının Şirket abone sayısındaki artışı destekleyerek, büyümesinin önemli destekleyicilerinden olacağı öngörülmektedir.

Şekil 7: Şirket'in Faaliyet Gösterdiği İllerin Yıllar İtibarıyla Nüfus Gelişimi

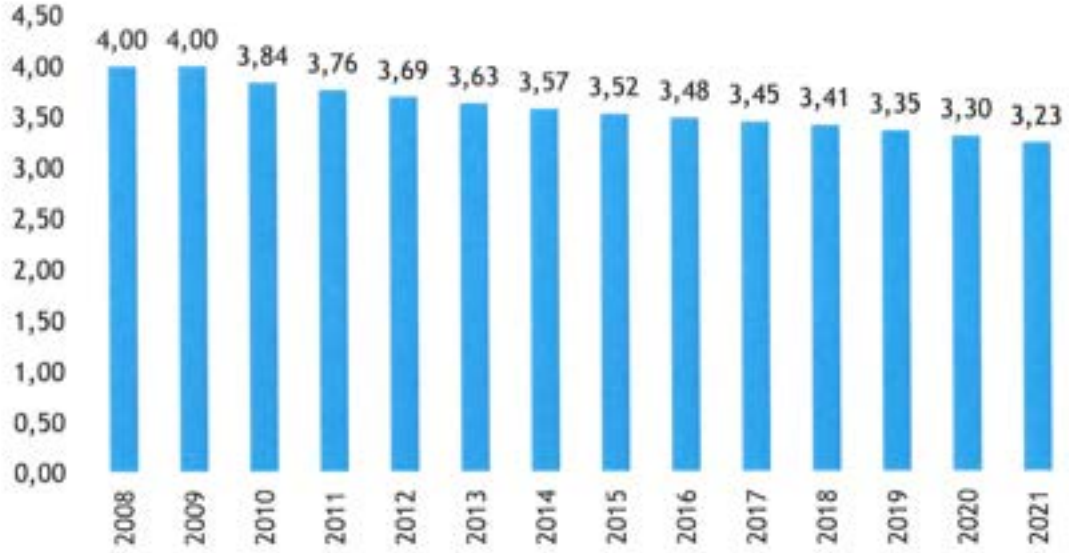
Faaliyet Gösterilen İl Nüfusları (mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YBBO* (2015-2021)
Aksaray	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	%1,8
Antalya	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	%2,3
Aydın	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	%1,2
Denizli	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	%0,9
Erzincan	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	%1,1
Karaman	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	%1,1
Konya	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	%1,1
Nevşehir	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	%1,2
Niğde	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	%0,8
Faaliyet gösterilen illerin toplam nüfusu	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,5	8,7	%1,5
Türkiye Nüfusu	78,7	79,8	80,8	82,0	83,2	83,6	84,7	%1,2

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım
**YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı*

Türkiye genelinde ortalama hanehalkı büyüklüğünün yıllar itibarıyla düşüş eğilimi içerisinde olduğu görülmektedir. TÜİK verilerine göre, Türkiye'de 2008 yılında 4 kişi olan ortalama hanehalkı büyüklüğü yıllar itibarıyla azalma eğilimi göstererek 2021 yılında 3,23 kişi olmuştur. Türkiye'de ortalama hanehalkı büyüklüğü 2008-2021 döneminde yıllık ortalama %1,6 oranında (YBBO) düşüş göstermiştir. Şirket'in faaliyet gösterdiği illere baktığımızda, 2008-2021 döneminde ortalama hanehalkı büyüklüğünün Erzincan'da yıllık ortalama %2,3, Aksaray'da %1,9, Niğde'de %1,7, Nevşehir'de %1,6, Antalya'da %1,5, Konya'da %1,4, Karaman'da %1,3, Aydın'da %1,2, Denizli'de %1,2 oranlarında düştüğü görülmektedir. Bunun yanı sıra, Türkiye'de tek kişilik hanehalklarının oranının yıllar itibarıyla artış eğilimi gösterdiği görülmektedir. TÜİK verilerine göre, 2014 yılında %13,9 olan yalnız yaşayan fertlerden oluşan tek kişilik hanehalklarının oranı 2021 yılında %18,9'a yükselmiştir. Sonuç olarak Türkiye genelinde ortalama hanehalkı büyüklüğünün yıllar itibarıyla düşüş eğilimi içerisinde olmasının ve tek kişilik hanehalklarının oranının yıllar itibarıyla artış eğilimi göstermesinin, Şirket abone sayısındaki artışı ve dolayısıyla büyümesini destekleyeceği öngörülmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-20 Blok No:12 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (0212) 352 35 77 Fax: 0212 [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Daireleri Kurumlar V.D. 922 008 8399
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Şekil 8: Türkiye'de Yıllara Göre Ortalama Hanehalkı Büyüklüğü (Kişi Sayısı)



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım

Şekil 9: Şirket'in Faaliyet Gösterdiği İllerdeki Ortalama Hanehalkı Büyüklüğü (Kişi Sayısı)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	YBBO* (2008-2021)
Aksaray	4,30	4,30	4,16	4,07	4,02	3,91	3,76	3,65	3,59	3,54	3,53	3,47	3,43	3,37	-%1,9
Antalya	3,60	3,60	3,43	3,36	3,30	3,26	3,23	3,19	3,17	3,13	3,11	3,06	3,02	2,96	-%1,5
Aydın	3,30	3,30	3,21	3,16	3,12	3,08	3,04	3,01	2,98	2,96	2,92	2,89	2,86	2,81	-%1,2
Denizli	3,40	3,40	3,28	3,22	3,17	3,14	3,12	3,08	3,07	3,04	3,02	2,98	2,95	2,89	-%1,2
Erzincan	3,90	3,80	3,59	3,49	3,37	3,31	3,21	3,15	3,10	3,06	3,04	3,00	2,95	2,89	-%2,3
Karaman	3,60	3,60	3,49	3,42	3,37	3,33	3,29	3,24	3,23	3,20	3,17	3,12	3,08	3,02	-%1,3
Konya	4,00	4,00	3,80	3,74	3,67	3,63	3,58	3,54	3,51	3,49	3,46	3,42	3,38	3,31	-%1,4
Nevşehir	3,80	3,70	3,63	3,57	3,48	3,42	3,37	3,32	3,28	3,24	3,22	3,18	3,15	3,08	-%1,6
Niğde	3,90	3,90	3,76	3,69	3,63	3,57	3,49	3,42	3,37	3,32	3,29	3,23	3,18	3,11	-%1,7
Türkiye	4,00	4,00	3,84	3,76	3,69	3,63	3,57	3,52	3,48	3,45	3,41	3,35	3,30	3,23	-%1,6

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım
**YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 37 77 Fax: 0(212) 358 96 00
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi: Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Şekil 10: Türkiye'de Hanehalkı Tiplerine Göre Hanehalkı Oranı

	Toplam hanehalkı içindeki oranı (%)*							
Hanehalkı tipleri	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tek kişilik hanehalkı	13,9	14,4	14,9	15,4	16,1	16,9	17,9	18,9
Tek çekirdek aileden oluşan hanehalkı	67,4	66,9	66,4	66,1	65,3	65,1	65,2	64,4
Sadece eşlerden oluşan çekirdek aile	14,1	14,3	14,2	14,2	14,1	13,9	13,5	13,5
Eşler ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	45,7	44,8	44,0	43,5	42,3	42,0	42,0	40,8
Tek ebeveyn ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	7,6	7,8	8,2	8,5	8,9	9,2	9,7	10,1
Baba ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3
Anne ve çocuklardan oluşan çekirdek aile	6,1	6,2	6,5	6,7	7,0	7,2	7,5	7,8
En az bir çekirdek aile ve diğer kişilerden oluşan hanehalkı	16,7	16,5	16,3	16,0	15,8	15,0	14,0	13,5
Çekirdek aile bulunmayan birden fazla kişiden oluşan hanehalkı	2,1	2,2	2,4	2,5	2,8	3,0	2,8	3,2

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım
**Tablodaki rakamlar, yuvarlamadan dolayı toplamı vermeyebilir.*

Faaliyet gösterilen bölgelerdeki nüfus artışının yanı sıra Şirket'in i) devam eden yatırımlarla şebeke penetrasyonunda artışın, ii) mevcut durumda tamamlanmış dağıtım altyapısıyla abone penetrasyonunda yükselişin ve iii) potansiyel kapsam genişlemeleri ile sağlanacak abone sayısındaki artışın, büyümeyi destekleyici unsurlar arasında yer alacağı öngörülmektedir. Özellikle de Şirket'in dağıtım lisansına sahip olduğu illerdeki kapsam genişlemelerinin Şirket abone sayısındaki büyümeyi desteklemesi beklenmektedir. Bu noktada örneğin Şirket'in dağıtım lisansına sahip olduğu Antalya ilinde Alanya ve Manavgat gibi nüfus açısından önemli ilçelerin dağıtım kapsamına girmesi ile büyümeye olumlu katkıda bulunacakları öngörülmektedir (işbu rapor tarihi itibarıyla Alanya lisans kapsamına dahil edilmiştir). Alanya ve Manavgat ilçelerinin nüfus açısından neredeyse Şirket'in mevcut durumda faaliyet gösterdiği bazı illerin nüfusu kadar büyüklüğe sahip olduğu görülmektedir. TÜİK verilerine göre, 2021 yılında Alanya'nın nüfusu 350.636 ve Manavgat'ın nüfusu 245.740 olup, örneğin Şirket'in dağıtım bölgeleri arasında yer alan Nevşehir ilinin nüfusu 308.003, Niğde'nin nüfusu 363.725, Karaman'ın nüfusu 258.838 ve Erzincan'ın nüfusu 237.351'dir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in 2021 sonu itibarıyla dağıtım şirketlerinin şebeke ve abone penetrasyon oranları yer almaktadır. Şebeke penetrasyonu, ilgili dağıtım şirketi tarafından gerçekleştirilmiş yatırımlarla ulaşılan potansiyel müşteri sayısını gösterirken, abone penetrasyonu, dağıtım altyapısının ulaşabildiği potansiyel müşteri sayısının aboneye dönüşüm oranını göstermektedir. Şebeke ve abone penetrasyonlarındaki artış ile kazanılacak yeni abonelerin yanı sıra, kapsam genişlemesiyle (faaliyet gösterilen il sınırları içerisinde eklenme potansiyeli olan bölgelerle) kazanılacak yeni abonelerle de büyümenin destekleneceği öngörülmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akaretler Ebulula Mardin Cad. Park Mayk Sitesi
E-Blok Blok No: 1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (0212) 352 05 77 Fax: (0212) [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Merkezi Kayıtlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0-9220-0823-0001-[illegible]

Şekil 11: Şirket Dağıtım Şirketlerinin Şebeke ve Abone Penetrasyonları

	Şebeke Penetrasyonu (Konut ve Ticari İşletme)*	Abone Penetrasyonu (Konut ve Ticari İşletme)*
Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş.	%78,0	%76,1
Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş.	%66,4	%79,9
Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş.	%77,3	%86,9
Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş.	%62,7	%39,1
Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş.	%78,1	%85,6
Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş.	%80,4	%81,9
Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş.	%77,2	%86,2
Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.	%80,8	%90,1
Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş.	%54,6	%51,4

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım
**2021 sonu itibarıyla*

4.2. Türkiye'nin farklı illerinde faaliyet göstererek riski dağıtan iş modeli

Şirket, bünyesinde bulunan doğal gaz dağıtım şirketleri vasıtasıyla Türkiye'nin farklı şehirlerinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in birden çok şehirde faaliyet göstermesi, tek bir şehrin operasyonlarda ve finansallarda yaratacağı potansiyel risklere karşı korunaklı hale getirmektedir.

Şekil 12: Şirket'e Ait Lisans Kapsamındaki Doğal Gaz Dağıtım Bölgeleri

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiyalı Mardin Cad. Park Maya Sitesi
Park A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 358 35 77 Faks: 0(212) 358 35 70
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0882-5900017

4.3. Tarife Metodolojisi'ne dayalı öngörülebilirliği yüksek nakit akışı

Şirket bünyesinde bulunan doğal gaz dağıtım şirketlerinin ana gelir kaynağı olan doğal gaz satış gelirlerinin temelini, EPDK tarafından belirlenen Tarife Metodolojisi'ne göre hesaplanıp EPDK tarafından onaylanarak uygulamaya konan sistem kullanım bedelleri oluşturmaktadır. Sistem kullanım bedellerinin hesaplanmasında çalışmalara esas yıl bazında gerçekleşen, içinde bulunulan yıla ilişkin öngörülen ve tarife uygulama dönemindeki her bir yıl için planlanan i) şebeke yatırım miktarı ve harcamaları, ii) bağlantı gelirleri, iii) abone sayıları, tüketimleri ile dağıtım şirketinden veya bir tedarikçiden doğal gaz alan serbest tüketicilerin tüketim miktarları, iv) müşteri grubu bazında tüketici sayıları ve tüketim miktarları ve v) işletme giderleri gibi pek çok bilginin EPDK'ya sunulması gerekmektedir. Doğal Gaz dağıtım şirketleri için EPDK tarafından onaylanan sistem kullanım bedelleri, operasyonel giderler, yatırım harcamaları vb. verilerin olması, Şirket'in gelecek yıllarda yaratacağı nakit akışlarının öngörülebilirliğini artırmaktadır.

4.4. Doğal gaz maliyetleri ve kur riskine karşı dirençli operasyonel yapı

Şirket bünyesinde faaliyet gösteren doğal gaz dağıtım şirketleri, doğal gazın alım maliyetini doğrudan müşterilere yansıtmaktadır. Dolayısıyla doğal gaz fiyatlarında yaşanacak olası dalgalanmalar nedeniyle Şirket faaliyetleri doğal gaz maliyetleri açısından herhangi bir riske maruz kalmamaktadır. Ayrıca Şirket'in satış gelirleri ve faaliyetleriyle ilgili giderleri TL bazlı olup, bu yönüyle operasyonel olarak kur riskine maruz kalmamaktadır.

4.5. Güvence bedelleri ile desteklenen nakit akışları

Güvence bedelleri, dağıtım şirketlerinin alacaklarını garanti altına alabilmek amacıyla, müşterilerden sözleşmenin imzalanması sırasında bir defaya mahsus olmak üzere alınan bedellerdir. Aboneliğin sonlandırılması halinde ise abonelere endekslenmiş bedelleri üzerinden iade edilmesi gerekmektedir. Her yeni aboneyle birlikte artan güvence bedelleri, Şirket bünyesinde bulunan doğal gaz dağıtım şirketleri için bir gelir unsuru olmasa da nakit akışlarına olumlu katkıda bulunmaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Nurdin Cad. Park Mayıs Sitesi
E-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34333 İSTANBUL
Tel: (0212) 358 35 77 Fax: 0212 358 35 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Bağımsız Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

5. Finansal Veriler

5.1. Bilanço

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Şekil 13: Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço Kalemleri

BİLANÇO (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Dönen Varlıklar	**747.637.146**	**749.890.492**	**1.625.478.320**	**2.534.564.298**
Nakit ve nakit benzerleri	200.190.641	243.633.827	269.886.357	335.946.233
Finansal yatırımlar	0	0	0	8.351.824
Ticari alacaklar	466.656.454	441.793.823	835.903.327	797.915.710
Diğer alacaklar	346.045	506.706	431.928.922	1.316.271.933
Türev araçlar	29.171.742	16.355.413	0	0
Stoklar	13.591.112	12.653.896	22.000.649	32.454.914
Peşin ödenmiş giderler	12.772.340	14.659.933	20.481.099	26.139.327
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	4.651.248	2.224.562	1.365.020	2.803.486
Diğer dönen varlıklar	20.257.564	18.062.332	43.912.946	14.680.872
Duran Varlıklar	**1.234.167.568**	**1.450.216.896**	**1.923.385.623**	**4.600.802.174**
Diğer alacaklar	1.321.987	1.368.490	1.393.874	420.812
Maddi duran varlıklar	968.502.978	1.151.759.943	1.370.648.672	4.481.769.033
Peşin ödenmiş giderler	23.754	23.754	0	0
Kullanım hakkı varlıkları	15.060.951	12.191.998	8.529.693	15.903.809
Maddi olmayan duran varlıklar	35.239.397	45.583.014	61.713.736	66.711.701
Ertelenmiş vergi varlığı	198.339.958	226.887.375	481.099.648	35.996.819
Diğer duran varlıklar	15.678.543	12.402.322	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	**1.981.804.714**	**2.200.107.388**	**3.548.863.943**	**7.135.366.472**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**1.594.721.475**	**1.729.502.574**	**2.383.892.937**	**3.228.132.739**
Kısa vadeli borçlanmalar	40.000.000	40.000.000	0	0
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	143.685.954	148.857.383	120.459.617	157.136.771
Ticari borçlar	534.499.159	494.530.830	886.977.144	900.947.906
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	11.885.880	8.128.938	11.285.880	14.257.165
Diğer borçlar	819.088.441	987.806.005	1.271.269.739	1.990.791.422
Ertelenmiş gelirler	33.230.487	41.391.035	54.727.686	64.537.449
Dönem karı vergi yükümlülüğü	5.912.059	93.934	5.170.049	73.971.662
Kısa vadeli karşılıklar	6.419.495	8.694.449	7.881.319	14.231.228
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	26.121.503	12.259.136
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**920.385.706**	**970.853.558**	**1.509.093.744**	**1.608.155.898**
Uzun vadeli borçlanmalar	426.913.758	398.369.283	813.828.260	810.045.762
Diğer borçlar	100.000	100.000	0	1.257.294
Ertelenmiş gelirler	476.671.005	557.206.283	676.039.065	774.378.196
Uzun vadeli karşılıklar	7.331.643	9.697.155	15.446.129	20.338.447
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	9.369.300	5.480.837	3.780.290	2.136.199
Özkaynaklar	**-533.302.467**	**-500.248.744**	**-344.122.738**	**2.299.077.834**
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	-498.031.048	-469.247.579	-330.873.652	2.090.067.893
Ödenmiş sermaye	168.500.000	168.500.000	168.500.000	168.500.000
Sermaye düzeltme farkları	49.355	49.355	49.355	49.355
Paylara ilişkin primler	3.245.000	3.245.000	3.245.000	3.245.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	14.499.479	16.975.488	11.826.046	11.826.046

VAKIF GAYRİMENKUL DEĞERLEME A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 [illegible] Fax: [illegible]
www.[illegible]fyatirim.com.tr
[illegible] Ticaret Sicil No: 357228
[illegible] Kurumlar V.D. 322 058 8359
[illegible] No: [illegible]

Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-1.505.900	-1.391.456	-2.100.679	1.990.812.049
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-8.596.803	-8.322.153	0	0
Geçmiş yıllar zararları	-666.035.249	-676.698.188	-643.154.371	-512.393.374
Net dönem karı / (zararı)	-8.186.930	28.394.375	130.760.997	428.028.817
Kontrol gücü olmayan paylar	-35.271.419	-31.001.165	-13.249.086	209.009.941
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAK	**1.981.804.714**	**2.200.107.388**	**3.548.863.943**	**7.135.366.472**

Kaynak: Şirket

Şirket'in "Dönen Varlıkları" 2019 yılsonu itibarıyla 747.637.146 TL, 2020 yılsonu itibarıyla 749.890.492 TL, 2021 yılsonu itibarıyla 1.625.478.320 TL ve 30.06.2022 tarihi itibarıyla 2.534.564.298 TL seviyesindedir. 30.06.2022 tarihi itibarıyla "Dönen Varlıklar" içerisinde ağırlığı 1.316.271.933 TL ile "Diğer Alacaklar" kalemi oluşturmaktadır. "Diğer Alacaklar"ın 1.314.392.566 TL'lik kısmı Şirket'in Ahlatcı Holding A.Ş.'den olan alacaklarından kaynaklanmakta olup, bu alacakların 662.700.000 TL'lik kısmı Çorumgaz'ın satışından, kalan alacak tutarı ise finansman amaçlı verilen tutarlardan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in "Duran Varlıkları" 2019 yılsonu itibarıyla 1.234.167.568 TL, 2020 yılsonu itibarıyla 1.450.216.896 TL, 2021 yılsonu itibarıyla 1.923.385.623 TL ve 30.06.2022 tarihi itibarıyla 4.600.802.174 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 30.06.2022 tarihi itibarıyla "Duran Varlıklar"da ağırlıklı kısmı 4.481.769.033 TL ile "Maddi Duran Varlıklar" kalemi oluşturmaktadır. "Maddi Duran Varlıklar" içerisinde ise 30.06.2022 itibarıyla ağırlığı 4.405.974.999 TL ile doğal gaz şebekesi ve altyapı yatırımları oluşturmaktadır.

Şirket'in "Kısa Vadeli Yükümlülükleri" 2019 yılsonu itibarıyla 1.594.721.475 TL, 2020 yılsonu itibarıyla 1.729.502.574 TL, 2021 yılsonu itibarıyla 2.383.892.937 TL ve 30.06.2022 tarihi itibarıyla 3.228.132.739 TL'dir. 30.06.2022 itibarıyla "Kısa Vadeli Yükümlülükler" içerisinde ağırlığı 1.990.791.422 TL ile "Diğer Borçlar" kalemi oluşturmaktadır. Bu tutarın 1.987.899.691 TL'lik kısmı güvence bedeli ve alınan teminatlardan kaynaklanmaktadır. Şirket, dağıtım şirketlerinin alacaklarını garanti altına alabilmek amacıyla, müşterilerden sözleşmenin imzalanması sırasında bir defaya mahsus olmak üzere güvence bedeli almaktadır. Aboneliğin sonlandırılması halinde ise abonelere endekslenmiş bedelleri üzerinden iade edilmesi gerekmektedir. Mevcut abonelerin güvence bedelleri Tüketici Fiyatları Genel İndeksleri kullanılarak konsolide finansal durum tablosu tarihi itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş değerleri ile "Kısa Vadeli Diğer Borçlar"' altında izlenmektedir.

"Kısa Vadeli Yükümlülükler" içerisinde bir diğer önemli kalem "Ticari Borçlar" olup 30.06.2022 itibarıyla 900.947.906 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Kısa vadeli ticari borçların ağırlıklı kısmı ise doğal gaz alımları ile ilgili borçlardan kaynaklanmaktadır (30.06.2022 itibarıyla 628.609.629 TL).

Şirket'in "Uzun Vadeli Yükümlülükleri" 2019 yılsonu itibarıyla 920.385.706 TL, 2020 yılsonu itibarıyla 970.853.558 TL, 2021 yılsonu itibarıyla 1.509.093.744 TL ve 30.06.2022 tarihi itibarıyla 1.608.155.898 TL seviyesindedir.

Şirket'in finansal borçlarının toplamı 30.06.2022 itibarıyla 967.182.533 TL seviyesinde olup, bunun %83,8 ile ağırlıklı kısmı uzun vadeli finansal borçlardan kaynaklanmaktadır. Buna göre, Şirket'in 30.06.2022 itibarıyla 622.884.476 TL net borç pozisyonu bulunmakta olup, finansal borçluluk yapısına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
E-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Sicil No: 357228
V.D. 922 008 8399
Mersis No. 0-9220-0882-5800017

Şekil 14: Şirket Finansal Borçluluk Durumu

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Finansal borçlar toplamı	610.599.712	587.226.666	934.287.877	967.182.533
Kısa vadeli finansal borçlar	183.685.954	188.857.383	120.459.617	157.136.771
Uzun vadeli finansal borçlar	426.913.758	398.369.283	813.828.260	810.045.762
Nakit ve nakit benzerleri	200.190.641	243.633.827	269.886.357	335.946.233
Finansal yatırımlar	0	0	0	8.351.824
Net borç	**410.409.071**	**343.592.839**	**664.401.520**	**622.884.476**

Kaynak: Şirket

5.2. Gelir Tablosu

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tablosu kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Şekil 15: Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş Seçilmiş Konsolide Gelir Tablosu Kalemleri

GELİR TABLOSU (TL)	2019	2020	2021	6A21	6A22
Hasılat	**2.211.300.236**	**2.689.962.540**	**3.700.025.016**	**1.778.446.476**	**5.277.244.805**
Satışların maliyeti (-)	-1.989.145.780	-2.369.955.987	-3.215.316.577	-1.500.427.519	-4.822.862.027
Brüt kar	**222.154.456**	**320.006.553**	**484.708.439**	**278.018.957**	**454.382.779**
Genel yönetim giderleri (-)	-65.170.587	-74.364.059	-123.673.618	-65.074.428	-47.152.622
Pazarlama giderleri (-)	-4.832.027	-6.343.058	-7.933.902	-3.268.424	-2.156.545
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	40.312.802	39.535.984	60.795.200	26.547.508	48.179.353
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-9.042.761	-6.504.209	-18.551.395	-5.151.841	-13.837.586
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	102.242	1.046.133	1.538.353	-	661.264.173
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-83.112	-15.420	-133.330	-140.439	-489
Finansman gelirleri	8.488.280	7.677.515	81.015.806	18.725.171	47.326.056
Finansman giderleri (-)	-189.669.874	-233.238.663	-529.496.600	-204.001.350	-805.212.103
VERGİ ÖNCESİ KAR / (ZARAR)	2.259.419	47.800.776	-51.731.047	45.655.155	342.793.016
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri / (gideri)	-5.425.974	-7.949.905	206.500.343	-12.901.246	22.314.269
Dönem vergi gideri (-)	-27.334.068	-40.419.546	-49.154.757	-6.946.797	-103.750.315
Ertelenmiş vergi geliri	21.908.094	32.469.641	255.655.100	-5.954.449	126.064.584
DÖNEM KARI	**-3.166.555**	**39.850.871**	**154.769.296**	**32.753.909**	**365.107.285**
Dönem karı/ (zararı) dağılımı	-3.166.555	39.850.871	154.769.296	32.753.909	365.107.285
Kontrol gücü olmayan paylar	5.020.375	11.456.496	24.008.299	-6.176.341	-62.921.532
Ana ortaklık payları	-8.186.930	28.394.375	130.760.997	38.930.250	428.028.817

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8358

Şirket i) doğal gaz satışları, ii) münferit bağlantı bedelleri, iii) abone bağlantı bedelleri, iv) taşıma hizmeti gelirleri ve v) diğer satış/hizmet gelirleri olmak üzere söz konusu beş kalemden satış geliri elde etmektedir. Şirket'in net satış gelirlerinde ağırlığı doğal gaz satışları oluşturmaktadır.

Şirket'in net satış gelirleri 2019 yılında 2.211.300.236 TL, 2020 yılında 2.689.962.540 TL ve 2021 yılında 3.700.025.016 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna göre net satış gelirleri 2019-2021 döneminde yıllık ortalama %29,4 oranında (YBBO) büyümüştür. Söz konusu dönemde toplam abone sayısı yıllık ortalama %11,2 artarken, toplam gaz satış hacmi yıllık ortalama %17,7 büyümüştür. 2022 yılının ilk 6 aylık döneminde ise Şirket'in net satış gelirlerinde yıllık bazda %196,7 oranında artış yaşanırken, toplam abone sayısı ve toplam gaz satış hacminde sırasıyla %11,6 ve %2,6 artış yaşanmıştır. 2022 yılının ilk 6 aylık döneminde toplam abone sayısı ve toplam gaz satış hacmindeki büyüme oranlarının oldukça üzerinde artış gösteren net satış gelirlerinde gaz fiyatlarındaki artışlar etkili olmuştur.

Şirket'in satışlarının maliyetinin ağırlıklı kısmı satılan doğal gaz maliyetinden oluşmaktadır. Satışların maliyeti 2019 yılında 1.989.145.780 TL, 2020 yılında 2.369.955.987 TL, 2021 yılında 3.215.316.577 TL olurken, 2022 yılının ilk 6 aylık döneminde yıllık bazda %221,4 artarak 4.822.862.027 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk 6 aylık döneminde satışların maliyeti içerisinde satılan doğal gaz maliyetinin payı %96,1 olmuştur.

Şekil 16: Şirket Konsolide Net Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti

TL	2019	2020	2021	6A21	6A22
Doğal gaz satışları	2.151.341.328	2.610.574.922	3.585.037.583	1.728.921.448	5.213.898.076
Münferit bağlantı bedelleri gelirler	7.163.777	10.361.602	12.652.035	5.715.679	8.692.841
Abone bağlantı bedelleri gelirleri	22.444.642	27.443.959	34.396.849	15.904.857	20.803.241
Taşıma hizmet gelirleri	22.933.274	31.457.270	50.744.680	21.594.279	24.388.057
Diğer satış / hizmet gelirleri	18.215.330	10.147.159	17.232.717	6.315.794	9.468.275
Brüt satışlar	2.222.098.351	2.689.984.912	3.700.063.864	1.778.452.057	5.277.250.490
Satış iade ve indirimleri	-10.798.115	-22.372	-38.848	-5.581	-5.685
Net satışlar	**2.211.300.236**	**2.689.962.540**	**3.700.025.016**	**1.778.446.476**	**5.277.244.805**
Satılan doğal gaz maliyeti	-1.823.733.615	-2.183.279.682	-2.997.224.419	-1.390.522.050	-4.635.671.483
Diğer hizmet maliyetleri	-165.412.165	-186.676.305	-218.092.158	-109.905.469	-187.190.544
Satışların maliyeti	**1.989.145.780**	**2.369.955.987**	**3.215.316.577**	**1.500.427.519**	**4.822.862.027**

Kaynak: Şirket

Şekil 17: Dağıtım Şirketlerinin Abone Sayıları (Bağlantı Adet)

Bağlantı Adet	2019	2020	2021	6A21	6A22
Aksaray	79.442	88.430	101.197	94.293	104.163
Antalya	122.297	143.996	173.455	153.730	187.813
Aydın	82.092	99.295	120.386	105.503	132.962
Denizli	244.754	262.694	282.307	274.491	292.082
Ereğli	38.112	40.391	45.056	41.174	46.249
Erzincan	49.567	54.236	64.540	63.018	65.928
Nevşehir	65.477	69.631	78.755	73.436	80.384
Niğde	68.647	72.420	78.086	74.367	79.044
Karaman	63.330	66.977	73.945	68.120	75.351
Konya	419.950	462.414	508.277	472.970	521.756
Toplam	**1.233.668**	**1.360.484**	**1.526.004**	**1.421.102**	**1.585.732**

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Abdi İpekçi Mah. Ebubekir Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34353 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0322008835900017

Şekil 18: Dağıtım Şirketlerinin Bağımsız Birim Sayıları (BBS)

Bağlantı BBS*	2019	2020	2021	6A21	6A22
Aksaray	93.656	102.875	114.201	109.053	117.386
Antalya	129.911	152.466	183.153	162.865	197.924
Aydın	84.841	102.587	124.146	109.018	137.302
Denizli	272.463	290.598	315.875	299.836	326.193
Ereğli	43.089	45.079	48.154	46.250	49.365
Erzincan	55.698	60.475	67.829	63.434	69.309
Nevşehir	69.385	73.647	82.128	77.794	83.808
Niğde	72.745	76.597	81.430	78.780	82.411
Karaman	70.231	74.039	80.042	76.415	81.594
Konya	491.037	534.494	584.906	551.825	599.342
Toplam	**1.383.056**	**1.512.857**	**1.681.864**	**1.575.270**	**1.744.634**

**Bağımsız Birim Sayısı (BBS): Mevzuata göre her 200 m² bir bağımsız birim (BBS) kabul edilmekte, 200 m²'yi geçtiğinde de her 100 m² bir BBS kabul edilmektedir.*
Kaynak: Şirket

Şekil 19: Şirket Gaz Satış Hacmi (m³)

Gaz Hacmi (mm³)	2017	2018	2019	2020	2021	6A21	6A22
Konut	847	820	976	1.074	1.170	701	882
Konut dışı	210	203	222	212	237	133	199
Serbest	256	377	388	357	435	199	247
Taşıma	2.069	1.548	1.368	1.774	2.250	1.017	777
Toplam	**3.382**	**2.948**	**2.954**	**3.417**	**4.092**	**2.051**	**2.105**

Kaynak: Şirket

Şekil 20: Şirket Operasyonel Kârlılığı

Operasyonel Kârlılık (TL)	2019	2020	2021	6A21	6A22
Brüt Kâr	222.154.456	320.006.553	484.708.439	278.018.957	454.382.779
Brüt Kâr Marjı	10,0%	11,9%	13,1%	15,6%	8,6%
FVÖK*	152.151.842	239.299.436	353.100.919	209.676.105	405.073.612
FVÖK Marjı	6,9%	8,9%	9,5%	11,8%	7,7%
FAVÖK**	221.779.114	318.061.481	449.877.887	254.891.864	480.431.978
FAVÖK Marjı	10,0%	11,8%	12,2%	14,3%	9,1%

Kaynak: Şirket
**FVÖK: Brüt Kâr - Faaliyet Giderleri*
***FAVÖK: FVÖK + Amortisman Giderleri*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Mecidiye Cad. Park Maya Sitesi
2/A Blok Kat:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 75 77 Fax: 0212 352 56 26
www.vakifyatirim.com
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0933-0500017

6. Değerleme

6.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen temel değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır. Söz konusu temel değerleme yaklaşımları aşağıda yer almaktadır.

- **Pazar Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 20.1. maddesi uyarınca pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

- **Gelir Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 40.1. maddesi uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

- **Maliyet Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 60.1. maddesi uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Şirket'in kuruluş döneminde olmaması ve bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı dikkate alınmış ancak değer tespitinde kullanılmamıştır. Diğer yandan, Şirket Özsermaye Değerinin tespitinde "Gelir Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı" dikkate alınmış ve kullanılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.1. maddesinde belirtildiği üzere gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmakta olup, Şirket değerlemesinde "Gelir Yaklaşımı" kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Şirket'in Tarife Metedolojisi'ne dayanarak tespit edilip EPDK tarafından onaylanarak yürürlüğe giren sistem kullanım bedelleri, yatırım harcamaları, işletme giderleri vb unsurlar ile gelecek dönem nakit akışlarının öngörülebilir olduğu düşünüldüğünden, "Gelir Yaklaşımı" kapsamında İNA yönteminin kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. "Pazar Yaklaşımı" kapsamında ise "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

6.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

6.1.1.1. Projeksiyonlar

İNA yöntemi kapsamında Şirket bünyesindeki doğal gaz dağıtım şirketlerinin lisans dönemlerinin sonuna kadar nakit akışları tahmin edilmiştir. Buna ek olarak Enerya Enerji A.Ş.'nin solo bazda nakit akışları tahmin edilmiş ve söz konusu bağlı ortaklıkların tahmini nakit akışları gerekli düzeltmelere tabi tutularak Ahlatcı Doğal Gaz'ın konsolide nakit akışlarına ulaşılmıştır. Şirket gelirlerinin ve giderlerinin TL cinsinden olması nedeniyle İNA yöntemi kapsamında TL bazlı değerleme çalışması yapılmıştır.

6.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu

Şirket'in başlıca hasılat kalemleri Doğal Gaz Satışları, Taşıma Hizmet Gelirleri, Abone Bağlantı Bedelleri Gelirleri, Münferit Bağlantı Bedelleri Gelirleri ve Diğer Satış/Hizmet Gelirleridir. Söz konusu hasılat kalemlerine ilişkin projeksiyonlara ait özet bilgiler aşağıda açıklanmıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ayazağa Mah. Abdullah Harabi Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 522 058 5359
Mersis No: 0-9220-0855-[illegible]

Doğal Gaz Satışları: Şirket'in ana gelir kalemi dağıtım şirketleri vasıtasıyla elde ettiği doğal gaz satış gelirleridir. Doğal gaz satış gelirlerinin temelini doğal gazın satış fiyatı oluşturmaktadır. Doğal gazın satış fiyatı, BOTAŞ'tan alınan doğal gazın alım maliyeti üzerine belirlenen sistem kullanım bedelinin eklenmesiyle elde edilmektedir. Sistem kullanım bedeli ise, EPDK tarafından 22.06.2017 tarih ve 7139 numaralı karar ile açıklanan Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri İçin Tarife Hesaplama Usul ve Esasları'na ("Tarife Metodolojisi") göre hesaplanmaktadır. Tarife Metodolojisi'ne göre sistem kullanım bedeli, doğal gaz dağıtım şirketinin yaptığı ve hesaplamaya konu ilgili tarife dönemi için yapacağı yatırımlar karşılığı elde etmesi gereken gelir gereksinimini temel almaktadır. Söz konusu gelir gereksinimi özetle i) ortalama varlık tabanı getirisi, ii) tarifeye esas amortisman, iii) tarifeye esas net operasyonel giderler ve iv) tarifeye esas işletme sermayesi bileşenlerinden oluşmaktadır. İlgili tarife dönemi için müşteri gruplarına göre hesaplanan gelir gereksiniminin aynı dönem için öngörülen tüketim miktarına bölünmesi ile müşteri grupları için tarife dönem başı sistem kullanım bedeli tespit edilmekte ve her ay TÜFE'ye göre güncellenmektedir. EPDK tarafından yayımlanan Tarife Metodoloji'ne ilişkin detaylı bilgiye www.epdk.gov.tr internet sitesinde yer alan EPDK tarafından 22.06.2017 tarih ve 7139 numaralı karar ile açıklanan Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri İçin Tarife Hesaplama Usul ve Esasları'ndan ulaşılabilmekte olup ayrıca özeti aşağıda verilmektedir.

Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri İçin Tarife Hesaplama Usul ve Esasları (Tarife Metodolojisi) Özeti:

Tarife belirleme süreci

(1) Dağıtım şirketlerinin, yeni tarife uygulama dönemine ilişkin tarife çalışmalarına baz olacak veri, bilgi ve belgeler ile bu Usul ve Esaslara uygun olarak hazırlayacakları tarife önerilerini bir önceki tarife uygulama döneminin tamamlanmasını müteakip 4 (dört) ay içerisinde EPDK evrakına girecek şekilde sunmaları esastır. Söz konusu süre EPDK tarafından gerek görülmesi halinde değiştirilebilir.

(2) Tarifelerin belirlenmesine yönelik olarak dağıtım şirketleri tarafından aşağıdaki bilgi ve belgelerin EPDK tarafından istenen kapsamda ve şekilde sunulması zorunludur.

a) Tarife çalışmalarına esas yıl bazında gerçekleşen, içinde bulunulan yıla ilişkin öngörülen ve tarife uygulama dönemindeki her bir yıl için planlanan;

i. Şebeke yatırım miktar ve harcamaları,
ii. Bağlantı gelirleri,
iii. Abone sayıları, tüketimleri ile dağıtım şirketinden veya bir tedarikçiden doğal gaz alan serbest tüketicilerin tüketim miktarları,
iv. Müşteri grubu bazında tüketici sayıları ve tüketim miktarları.

b) Geçmiş yıllara ait bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu, mizanlar,

c) Geçmiş yıllara ait gerçekleşen, içinde bulunulan yıla ilişkin öngörülen ve tarife uygulama dönemindeki her bir yıl için planlanan olmak üzere;

i. Alt faaliyetler bazında personel sayıları ve giderlerini içeren istihdam verileri,
ii. Hizmet kalitesiyle ilgili veriler,
iii. İşletme giderleri.

ç) Geçmiş yıllara ait aboneler ve serbest tüketicilere yönelik doğal gaz alım ve satış miktarları, birim gaz alım bedelleri ve toplam gaz alım tutarları ile tedarikçilerden doğal gaz alan serbest tüketicilere yönelik doğal gaz taşıma miktarları,

d) Geçmiş yıllara ait aboneler, dağıtım şirketi müşterisi serbest tüketiciler ve tedarikçilerden doğal gaz alan serbest tüketiciler ana başlıkları altında ve müşteri grubu bazında istenen detayda, günlük ve/veya aylık bazda gerçekleşen doğal gaz çekiş miktarları,
e) Dağıtım faaliyeti kapsamında tesis edilen sayaçlara yönelik geçmiş döneme ait satın alınan, sökülen, takılan, muayeneye gönderilen ve hurdaya ayrılan sayaç sayıları, sayaç alım ve muayene bedellerine ilişkin bilgi ve belgeler,

f) Bağlantı gelirleri haricinde geçmiş dönemde elde edilen sistem kullanım gelirleri ve diğer gelirler,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Bağlantılı Kuruluşlar V.D. 322 004 8359

g) Geçmiş dönemde tahsil edilen ve iade edilen güvence bedelleri,

ğ) EPDK tarafından belirlenen tarihten tarife uygulama dönemi sonuna kadar her bir yıl için varsa devralınan veya devralınacak hatlar ve tesislere ilişkin bilgi ve belgeler.

(3) Dağıtım şirketleri, tarife çalışmalarının devam ettiği süreçte EPDK tarafından istenen her türlü ilave veri, bilgi ve belgeleri belirtilen süre, kapsam ve şekilde EPDK'ya sunmakla yükümlüdür.

(4) Yeni tarife uygulama dönemi için geçerli olacak sistem kullanım bedelleri belirleninceye kadar mevcut sistem kullanım bedellerinin uygulanmasına devam edilir ve bu sürede oluşan gelir farkları tarife hesaplamalarında ayrıca dikkate alınır.

(5) İhaleli şirketler için bu Usul ve Esaslar uyarınca yeni sistem kullanım bedelleri belirleninceye kadar ihale sonucunda belirlenen sistem kullanım bedellerinin uygulanmasına devam edilir, oluşan gelir farkları tarife hesaplamalarında ayrıca dikkate alınır.

(6) Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu bu maddenin dördüncü veya beşinci fıkrasına göre hesaplanan gelir farklarının tamamının veya bir kısmının etkilerinin cari ve/veya bir sonraki tarife uygulama dönemine yansıtılmasına karar verebilir.

Yıllık gelir gereksinimi hesaplamaları

Yıllık gelir gereksinimi, her tarife yılı için aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$GG_t = YB_t + İGB_t$$

t : *Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılını,*
GG_t : *t tarife yılına ilişkin yıllık gelir gereksinimini,*
YB_t : *t tarife yılına ilişkin yatırım bileşenini,*
$İGB_t$: *t tarife yılına ilişkin işletme gideri bileşenini gösterir.*

Yatırım bileşeni hesaplamaları

Yatırım bileşeni, her tarife yılı için aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$YB_t = \left(ODVT_t \times RMGO_d\right) + İ_t + YDB_t$$

t : *Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılını,*
YB_t : *t tarife yılına ilişkin yatırım bileşenini,*
$ODVT_t$: *t tarife yılındaki ortalama düzenlenmiş varlık tabanı değerini,*
$RMGO_d$: *Tarife uygulama dönemi için belirlenen düzeltilmiş reel makul getiri oranını (%),*
$İ_t$: *t tarife yılında yatırımların itfası için ayrılan tutarı,*
YDB_t : *(ud) tarife uygulama döneminin her bir t tarife yılına ilişkin yatırım bileşeni hesaplamalarında dikkate alınan yatırım düzeltme bileşenini gösterir.*

Varlık tabanı hesaplamaları

(1) Tarife uygulama dönemi başı düzenlenmiş varlık tabanı değeri; baz varlık tabanı, tarifeye esas gerçekleşen net yatırım tutarı ve bu unsurlara ilişkin itfa tutarları dikkate alınarak belirlenir.

(2) Tarife uygulama dönemi başı DVT'si aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$DVT_0 = \left[BVT - \left[\frac{BVT}{İS} \times (n - r + 1)\right]\right] \times \frac{TÜFE_b}{TÜFE_{BVT}} + \sum_i^n \left[Y_i - \frac{Y_i}{İS} \times (n - i + 1)\right] \times \frac{TÜFE_b}{TÜFE_i}$$

i : *BVT belirlenen yıldan itibaren yılları,*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No:18 Beşiktaş 34335 İstanbul
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Vergi No: Kurumlar V.D. 922 006 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

r	: BVT belirlenen yılı,
n	: (ud-1) tarife uygulama döneminin son yılını,
DVT_0	: Tarife uygulama dönemi başı DVT değerini,
BVT	: BVT değerini,
Y_i	: i yılı TNY_G değerini,
$İS$	: İtfa süresini,
$TÜFE_b$	: (ud) tarife uygulama dönemine ait gelir gereksinimi hesaplamalarında yer alan tutarlara baz olan TÜFE'yi,
$TÜFE_{BVT}$	: BVT hesaplamalarında esas alınan TÜFE'yi,
$TÜFE_i$	: i yılının haziran ayı için açıklanan TÜFE'yi gösterir.

(3) BVT değeri 1/1/2012 tarihinden önce belirlenen dağıtım şirketleri için bu maddenin ikinci fıkrasında yer alan BVT değeri ile 1/1/2012 tarihi öncesine ait ve BVT hesaplamalarına dahil olmayan TNYG değerlerinin 1/1/2012 tarihine kadarki dönem için güncellenmesinde, bu şirketlerden birinci uygulama döneminde tarifesi belirlenenler için uygulanan yöntem esas alınır.

(4) Gerçekleşen bağlantı gelirleri; ilgili tarife yılında dönem net karı oluşması halinde vergi yükü dikkate alınarak, dönem net zararı oluşması halinde ise doğrudan düşülmek suretiyle TNY_G hesaplamalarına dahil edilir.

(5) İhaleli şirketlerin ihale şartnamesinde belirtilen süre dolduktan sonra yapılacak ilk tarife düzenlemelerinde kullanılacak BVT hesaplama yöntemi ilgili mevzuat uyarınca belirlenir. Hesaplama sürenin dolduğu takvim yılının sonu itibarıyla gerçekleştirilir.

(6) Tarife uygulama dönemindeki ilk tarife yılı hariç müteakip her bir tarife yılı için tarife yılı başı DVT değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$DVT_t = DVT_{t-1} + Y_{t-1} - İ_{t-1}$$

t	: ilk yıl hariç (ud) tarife uygulama dönemindeki yılları ve (ud+1) tarife uygulama döneminin ilk yılını,
DVT_t	: t tarife yılı başı DVT değerini,
DVT_{t-1}	: t tarife yılından bir önceki tarife yılı başı DVT değerini,
Y_{t-1}	: t tarife yılından bir önceki tarife yılına ilişkin TNY_0 değerini,
I_{t-1}	: t tarife yılından bir önceki tarife yılına ilişkin itfa tutarını gösterir.

(7) Yukarıdaki hesaplamada yer alan her bir tarife yılı başı DVT değeri bir önceki tarife yılı sonu DVT değerine eşittir. Gelir gereksinimi hesaplamasında dikkate alınacak ODVT değeri yılbaşı ve yılsonu DVT değerlerinden hareketle aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$ODVT_t = \frac{(DVT_t + DVT_{t+1})}{2}$$

t	: (ud) tarife uygulama dönemindeki yılları ve (ud+1) tarife uygulama döneminin ilk yılını gösterir.

Düzenlenmiş şebeke yatırım harcamaları

(1) Tarife uygulama dönemi düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarının tespitinde dikkate alınan şebeke yatırım harcamaları, Doğal Gaz Piyasası Dağıtım Faaliyeti Yatırımlarına İlişkin Usul ve Esaslar kapsamında belirlenir.

(2) EPDK, (ud-1) tarife uygulama dönemine ait düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarını, sektör verilerinden hareketle elde edilen kabul sınırlarını kullanarak ve/veya teknik ve ekonomik açılardan inceleyerek gerekli düzeltmeleri yapabilir. EPDK tarafından dağıtım şebekesi yatırımları için birim bedel belirlenmesi halinde, düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarının tespitinde bu bedeller kullanılır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Levent Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/B Blok No:18 Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 006 8355

(3) Düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarının hesaplanmasında Enerji Piyasası Düzenleme Kurulunca gerekli görülmesi halinde verimlilik parametresi kullanılabilir.

(4) TNY_G değerinin hesaplanmasında aşağıda sıralanan gelirler düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarından düşülür.

a) Bağlantı gelirleri,

b) Şebeke yatırımı kapsamında kullanıma hazır hale getirilerek aktifleştirilmiş varlıkların satışından elde edilen gelirler,

c) Dağıtım şebekesinde ortaya çıkan deplase işlerine yönelik olarak oluşan ve şebeke yatırım harcamaları kapsamında dikkate alınan yatırım maliyetleri karşılığında ilgilisine tahakkuk ettirilen deplase hat gelirleri.

(5) Şebekenin devreye alınmasından sonra ortaya çıkan hasarların giderilmesi kapsamında tahakkuk eden giderler bakım onarım gideri olarak düzenlenmiş işletme gideri hesaplamalarında dikkate alınır.

(6) Düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarına esas yatırımların dağıtım şirketi personeli eliyle yürütülmesi halinde, söz konusu personel için katlanılan giderler düzenlenmiş işletme gideri hesaplamalarında değerlendirilir.

Yatırımların itfası

Yatırımların itfası için ayrılan tutar, DVT'ye dahil ve henüz itfa süresi dolmamış olan BVT ve TNY_G değerleri üzerinden Enerji Piyasası Düzenleme Kurulunca belirlenen itfa süresi kapsamında tespit edilir. TNY_G için de aynı şekilde itfa tutarı ayrılır.

Makul getiri tutarı ve reel makul getiri oranı hesaplaması

(1) Bir tarife yılına ait makul getiri tutarı, söz konusu tarife yılına ait ODVT değerine düzeltilmiş reel makul getiri oranının uygulanması suretiyle hesaplanır.

(2) Düzeltilmiş reel makul getiri oranına esas hesaplamalarda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılır. AOSM, yatırımların finansmanı kapsamında kullanılan kaynakların maliyetleri olan, borç maliyet oranı ve özkaynak maliyet oranı ile bu kaynaklar için Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından uygun bulunan ağırlıklardan hareketle aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$NMGO = AOSM = \left[k_d \times w_d \times (1-v) + k_e \times w_e\right] / (1-v)$$

NMGO : Nominal makul getiri oranını,
k_d : Borç maliyeti oranını (%),
w_d : Kaynaklar içerisinde borçların ağırlığını,
v : Kurumlar vergisi oranını (%),
k_e : Özkaynak maliyeti oranını (%),
w_e : Kaynaklar içerisinde özkaynakların ağırlığını gösterir.

(3) Yukarıda yer alan borç maliyet oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$k_d = r_f + m$$

r_f : Risksiz getiri oranını (%),
m : Risksiz getiriye eklenecek sektör borçlanma risk primini (%) gösterir.

(4) Özkaynak maliyet oranının hesaplanmasında genel kabul görmüş olan sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli kullanılır. Bu kapsamda, özkaynak maliyet oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$k_e = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akmerkez Mah. Büyükdere Mecidin Cad. Park Maya Sitesi
B2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] 5 7 Fax: [illegible]
[illegible]yatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0-9220-0833-5900017

β : *Doğal gaz dağıtım sektörünün piyasa bütününe göre göreceli riskini yansıtan ve Beta katsayısı olarak isimlendirilen faktörü,*

r_M : *Piyasa getirisini (%),*

$(r_M - r_f)$: *Piyasa risk primini (%) gösterir.*

(5) NMGO belirlenirken, piyasalardaki borçlanma maliyetleri ile sermaye getirisi beklentisi dikkate alınır. EPDK bu çerçevede yatırımcılar, yatırım ve kurumsal finansman kuruluşları ile istişarede bulunabilir.

(6) NMGO'nın, beklenen enflasyon kullanılarak reel hale getirilmesiyle RMGO hesaplanır. RMGO aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\mathrm{RMGO} = \frac{(1+\mathrm{NMGO})}{(1+\mathrm{BE})} - 1$$

BE : *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından açıklanan beklenen enflasyon oranını (%) gösterir.*

(7) ODVT değeri ile reel makul getiri oranlarının aynı dönemsel bazda değerlendirilebilmesini teminen, ODVT değerine uygulanacak getiri oranı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\mathrm{RMGO}_d = \frac{\mathrm{RMGO}}{(1+\mathrm{RMGO}/2)}$$

(8) Reel makul getiri oranının hesaplamasında kullanılan değişkenlere ilişkin varsayımlar Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından belirlenir.

(9) Bu Usul ve Esaslar kapsamında bir tarife uygulama dönemi için hesaplanan makul getiri tutarının, verimlilik parametresi uygulanması ile bulunan sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamının %20'sine tekabül eden tutardan daha düşük olması durumunda, söz konusu iki tutarın ortalaması ilgili tarife uygulama dönemine ilişkin toplam makul getiri tutarı olarak dikkate alınır. Bu fıkra kapsamındaki hesaplama, her tarife uygulama dönemi başı itibariyle bir defaya mahsus olmak üzere yapılır.

Yatırım tavanı

(1) Dağıtım şirketleri, tarife hesaplamalarına esas yatırım tavanı tekliflerini EPDK'ya sunar. Dağıtım şirketleri tarafından sunulan yatırım tavanı teklifleri, ilgili mevzuat, öngörülen bağlantı gelirleri ve teklif tutarının tarifeye etkisi dikkate alınarak Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından aynen veya değiştirilerek onaylanır. Tarife hesaplamalarında Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından onaylanan yatırım tavanı dikkate alınır.

(2) Yatırım tavanı tekliflerinin dağıtım şirketi tarafından EPDK tarafından verilen sürede ve belirtilen şekilde sunulmaması halinde tarife hesaplamalarında Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından re'sen belirlenen yatırım tavanı kullanılır.

(3) Bu Usul ve Esaslar kapsamındaki tarife hesaplamalarında Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından onaylanan yatırım tavanının yıllar bazında eşit olarak dikkate alınması esastır. Ancak, dağıtım şirketi tarafından talep edilmesi ve Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından uygun görülmesi halinde, yatırım tavanı yıllar bazında farklılaştırılabilir. Bu durumda, yatırım tavanı tarife hesaplamalarında Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından onaylandığı şekliyle dikkate alınır.

(4) Dağıtım şirketi, bir tarife uygulama dönemi için Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından onaylanmış yatırım tavanını yıllar arasında aktarım yaparak kullanabilir. Ancak tarife uygulama döneminin her bir tarife yılında, ilgili yıl dahil, önceki yıllara ait gerçekleşen toplam yatırım harcamalarının aynı döneme ilişkin yatırım tavanının %65'inden daha az olduğunun tespit edilmesi

VANF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 Fax: 0212 352 36
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 058 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

halinde Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından söz konusu tarife uygulama dönemi için belirlenmiş olan parametrelerde değişiklik yapılabilir.

(5) Bir tarife uygulama dönemi için onaylanmış yatırım tavanının, %5 oranındaki ilave kısım da dahil, %75'ine tekabül eden kısmının kullanılmasını müteakip, kalan kısmının yeterli olmadığının dağıtım şirketi tarafından tarife uygulama dönemi içerisinde gerekçeleriyle birlikte sunularak ilave yatırım talebinde bulunulması halinde, söz konusu yatırım tavanı ilgili tarife uygulama dönemi içerisinde Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından artırılabilir.

(6) (ud-1) tarife uygulama dönemi için hesaplanan düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarının (ud) tarife uygulama dönemi başı DVT değerine baz olan TÜFE üzerinden güncellenmiş değerleri toplamının, ilgili tarife uygulama dönemine ilişkin -Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından beşinci fıkra kapsamında onaylanan ilave yatırımlar da dahil- (ud) tarife uygulama dönemi başı DVT değerine baz olan TÜFE ile güncellenmiş yatırım tavanının üzerinde olması durumunda, fazla yapılan yatırımın yatırım tavanının %5'ine kadar olan kısmı (ud) tarife uygulama dönemi başı DVT hesaplamalarında dikkate alınır. Gerçekleştirilen fazla yatırımın %5'i aşan kısmı ise (ud-1) tarife uygulama döneminin son yılından başlamak üzere her bir tarife yılı düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarından düşülmek suretiyle (ud) tarife uygulama dönemi başı DVT hesaplamalarına dahil edilmez.

(7) Sayaç, servis hattı ve münferit hat yatırımları ile bu yatırımlarla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkilendirilen yatırım harcaması niteliğindeki diğer yatırımlardan EPDK tarafından belirlenenler yatırım tavanı içerisinde değerlendirilmez.

Yatırım düzeltme bileşeni hesaplamaları

(1) Yatırım düzeltme bileşeni; (ud) tarife uygulama dönemine yönelik gelir gereksinimi hesaplamalarında TNY_0 değerleri dikkate alınarak elde edilen reel makul getiri ve itfa tutarları ile söz konusu tarife uygulama dönemine ait TNY_H değerleri dikkate alınarak hesaplanan olması gereken reel makul getiri ve itfa tutarları arasındaki farka, yıllar itibarıyla reel makul getiri oranı ve TÜFE uygulanarak bulunan tutarların toplamından oluşur. (YDB_{ud}), aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$YDB_{ud} = \sum_{i}^{n}\left(\Delta RMG_i + \Delta I_i\right)\times\left(1+RMGO_i\right)^{n-i+1}\times\frac{TÜFE_b}{TÜFE_i}$$

i	*: (ud-1) tarife uygulama döneminin ilk yılından (dâhil) başlayarak son yılı olan n yılına (dâhil) kadar olan yılları,*
n	*: (ud-1) tarife uygulama döneminin son yılını,*
ud	*: Tarife uygulama dönemini,*
ΔRMG_i	*: Bu maddenin ikinci fıkrası çerçevesinde hesaplanan TNY_H değerleri dikkate alınmak suretiyle i yılı için hesaplanan olması gereken makul getiri tutarı ile i yılı için gelir gereksinimi hesaplamalarında dikkate alınan makul getiri tutarı arasındaki farkı,*
ΔI_i	*: Bu maddenin ikinci fıkrası çerçevesinde hesaplanan TNY_H değerleri dikkate alınmak suretiyle i yılı için hesaplanan olması gereken itfa tutarı ile i yılı için gelir gereksinimi hesaplamalarında dikkate alınan itfa tutarı arasındaki farkı,*
$RMGO_i$	*: i tarife yılı için geçerli olan reel makul getiri oranını (%) gösterir.*

(2) Yukarıdaki hesaplamalarda esas alınan (ud-1) tarife uygulama döneminin her tarife yılına ilişkin TNY_H değeri, aşağıdaki esaslar çerçevesinde tespit edilir.

a) TNY_H değerinin hesaplanmasında, ilgili tarife uygulama döneminin her tarife yılına ait TNY_G değeri dikkate alınır.

b) (ud-1) tarife uygulama döneminin ilk yılı için, söz konusu yıla ait TNY_G değerinin TNY_0 değerini aşan kısmı müteakip tarife yılına aktarılır. Aksi durumda, söz konusu yıla ait TNY_G değeri doğrudan dikkate alınır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Bozkurtlar V.D. 922 008 8359
No: 0-5220-0883-5900017

c) (b) bendi kapsamında tespit edilen TNY_0 değerini aşan kısım ile (ud-1) tarife uygulama döneminin ikinci yılına ait TNY_G değeri toplamının ilgili yıla ait TNY_0 değerini aşan kısmı müteakip tarife yılına aktarılır. Aksi durumda, söz konusu yıla ait TNY_G değeri ile ilgili yıla aktarılan toplam tutar dikkate alınır. Bu yöntem, (ud-1) tarife uygulama döneminin diğer tarife yılları için de uygulanır.

İşletme Gideri Bileşeni Hesaplamaları

İşletme gideri bileşeni, her tarife yılı için aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$İGB_t = \left[\left(SİGB_t + DİGB_t \right) \times \prod_{i=ud,1}^{ud,t} \left(1 - X_i \right) \right] + DİG_t - DG_t + İSG_t$$

t	: Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılını,
ud	: Tarife uygulama dönemini,
$SİGB_t$	: t tarife yılı için belirlenen sabit işletme gideri bileşenini,
$DİGB_t$	: t tarife yılı için belirlenen değişken işletme gideri bileşenini,
X_i	: Tarife uygulama döneminin ilk yılından t tarife yılına kadar olan verimlilik parametresini,
$DİG_t$	: t tarife yılı için belirlenen diğer işletme giderleri bileşenini,
DG_t	: t tarife yılı için öngörülen diğer gelirler bileşenini,
$İSG_t$	: t tarife yılı için belirlenen işletme sermayesi gideri bileşenini gösterir.

İşletme gideri bileşeni hesabına esas tüm unsurlar, gelir gereksinimi hesabına esas baz TÜFE dikkate alınarak belirlenir.

Düzenlenmiş işletme giderlerine ilişkin genel ilkeler

(1) Düzenlenmiş işletme giderleri, şirketin dağıtım faaliyetini yürütebilmesi için yapılması zorunlu harcamaların toplamından oluşur.

(2) EPDK, düzenlenmiş işletme gideri hesaplamalarında; ilgili dağıtım şirketinin önceki yıllara ait verilerini, aynı faaliyetle iştigal eden yerli ve/veya yabancı diğer tüzel kişilere ait verileri ve/veya ekonometrik modeller, referans şirket modellemesi gibi modellemeler ile analiz edilerek hesaplanan verileri dikkate alır. Hesaplamalarda bunlardan birisi dikkate alınabileceği gibi, birden fazlası da kullanılabilir.

(3) Düzenlenmiş işletme gideri hesaplamalarında aşağıdaki düzeltmeler yapılmak suretiyle normalize edilmiş işletme giderleri esas alınır.

a) Düzenlenmiş işletme giderlerinde önceki yıllara göre makul olmayan artışlar dikkate alınmaz.

b) Düzenlenmiş işletme giderlerine esas teşkil eden gider kalemlerinden arızi nitelik taşıyanlar ile daha önce oluşmuş ancak gelecekte oluşmayacak olanlar düzenlenmiş işletme giderlerinden düşülür.

c) Önceki yıllarda oluşmamış ancak gelecekte oluşması muhtemel işletme giderleri düzenlenmiş işletme giderlerine ilave edilir.

(4) Düzenlenmiş işletme giderinin, sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamına uygulanacak olan verimlilik parametresi aşağıdaki esaslar çerçevesinde Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından belirlenir.

a) Verimlilik parametresi, tarife uygulama dönemi içerisinde yıllar itibarıyla kademeli olarak sağlanması gerekli görülen verimlilik artışını yansıtacak şekilde tespit edilir.

b) Verimlilik parametresinin hesaplanmasında sabit ve değişken işletme gideri bileşenlerine esas giderler kullanılır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebubula Mardin Cad. ParkMaya Sitesi
F-2 Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 17 Fax: 0212 352 36 16
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 058 8359
Mersis No: 0322-0582-5000017

c) *Verimlilik analizinde, dağıtım şirketleri bir bütün olarak ya da kümelenerek kıyaslanabilir. Kümelerin belirlenmesinde bu fıkranın (e) bendinde yer alan değişkenler göz önünde bulundurulabilir.*

ç) *Verimlilik parametresi dağıtım şirketi bazında ve/veya sektörel bazda belirlenebilir.*

d) *Tarife hesaplamalarına esas verimlilik seviyelerinin hesaplanmasında veri zarflama analizi, toplam faktör verimliliği gibi teknik etkinlik ölçüm yöntemleri kullanılabilir.*

e) *Verimlilik modelinde; hat uzunluğu, abone sayısı, tüketim, istasyon sayısı, hizmet verilen coğrafi alan, şehir sayısı, çevresel faktörler ve benzeri uygun değişkenler kullanılır. Çevresel faktör olarak; müşteri yoğunluğu (müşteri/km^2), hat başına müşteri sayısı, abone tüketim oranı, sosyoekonomik gelişmişlik endeksi, ısınmaya esas gün derece endeksi (HDD) ve benzeri değişkenler dikkate alınır.*

(5) Amortisman giderleri düzenlemiş işletme gideri hesaplamalarında dikkate alınmaz.

(6) Güvence bedelleri ile güvence bedellerine ilişkin güncelleme kaynaklı gelir ve gider farkları düzenlenmiş işletme giderleri hesaplamalarında dikkate alınmaz.

(7) Düzenlenmiş işletme gideri hesaplamalarında finansman gideri niteliğinde olan faiz giderleri, vade farkı, finansal kiralama giderleri, kambiyo zararları, gecikme zammı giderleri, karşılık giderleri ve sayılan gider kalemleri ile benzer mahiyette olan diğer giderler dikkate alınmaz.

(8) Dağıtım faaliyeti kapsamında oluşan Katma Değer Vergisi, Kurumlar Vergisi ve Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi hariç diğer vergi, resim, harç ve benzeri giderler tarife hesaplamalarında dikkate alınır.

(9) Her türlü para cezası, vergi cezaları, mali mevzuatta tanımlanan ve sekizinci fıkra kapsamına girmeyen kanunen kabul edilmeyen giderler ile mahkeme, icra, tahkim, arabuluculuk ve avukatlık giderleri düzenlenmiş işletme gideri hesaplamalarında dikkate alınmaz.

(10) İşletme gideri bileşenine ilişkin öngörüler ile gerçekleşmelerin farklı olması durumunda, tarife uygulama dönemi başında yapılan düzenlemelerde ve tarife Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu Kararlarında dönem sonunda düzeltme yapılacağı belirtilen kalemler haricinde, ortaya çıkan farklar ile ilgili herhangi bir düzeltme yapılmaz.

Düzenlenmiş işletme giderlerinin unsurları

(1) Düzenlenmiş işletme giderleri, sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri ile diğer işletme giderleri bileşeninden oluşur. Bu bileşenler içerisinde yer alan gider kalemleri, mükerrerlik oluşturacak şekilde hesaplamalarda dikkate alınmaz.

(2) Bir tarife uygulama dönemi içerisinde hat uzunluğu, abone sayısı, tüketim, istasyon sayısı, hizmet verilen coğrafi alan, şehir sayısı ve benzeri değişkenlere bağlı olarak değişmeyeceği öngörülen ve diğer işletme giderleri bileşeni kapsamına girmeyen işletme giderleri sabit işletme gideri bileşenini oluşturur.

(3) Hat uzunluğu, abone sayısı, tüketim, istasyon sayısı, hizmet verilen coğrafi alan, şehir sayısı ve benzeri değişkenlere bağlı olarak değişeceği öngörülen ve diğer işletme giderleri bileşeni içerisinde yer almayan işletme giderleri, değişken işletme gideri bileşeni içerisinde kabul edilir.

(4) Sabit ve değişken işletme gideri bileşeninin tespitinde, sektör, küme ya da şirket bazlı oranlar kullanılabileceği gibi söz konusu bileşenleri oluşturan gider kalemleri bazlı sınıflandırma da yapılabilir.

(5) Diğer işletme giderleri bileşeni, aşağıdaki esaslar çerçevesinde belirlenir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 17 Fax: (212) 352 36 99
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922008859000017

a) Periyodik muayene ve sayaç kalibrasyon gideri, ısıtma gazı gideri, kokulandırma gideri, sigorta gideri, Katma Değer Vergisi, Kurumlar Vergisi ve Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi hariç diğer vergi, resim ve harçlar, ilgili mevzuat kapsamında tahakkuk eden yıllık lisans ve katılım bedelleri, ilişkili oldukları değişkenler kullanılarak işletme gideri bileşeni hesaplamalarında dikkate alınır.

b) Dağıtım faaliyetinde kullanılan şebeke haricindeki varlıklara ilişkin harcama ve giderler için, verimlilik parametresi uygulanması ile bulunan sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamının Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından sektör, küme ya da şirket bazında belirlenen oranına tekabül eden tutar, işletme gideri bileşeni hesaplamalarında dikkate alınır.

c) Dağıtım şirketinin talebi halinde, Ar-Ge faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla, verimlilik parametresi uygulanması ile bulunan sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamının %1'ine tekabül eden tutar, işletme gideri bileşeni hesaplamalarında Ar-Ge bütçesi olarak dikkate alınır. Gelir gereksinimi hesaplamalarında dikkate alınan Ar-Ge bütçesi kapsamındaki tutarlar, tarife uygulama dönemi bazında kullanılır. Bir tarife uygulama döneminde kullanılmayan Ar-Ge bütçesi sonraki tarife uygulama dönemine aktarılmaz. Bir tarife uygulama dönemi için gerçekleşen Ar-Ge kapsamındaki harcamaların bütçeden düşük kalması durumunda, aradaki fark bir sonraki tarife uygulama dönemi hesaplamalarında düzeltmeye konu edilir.

ç) Dağıtım şirketinin, CNG veya LNG alım fiyatları ile uyguladığı doğal gaz fiyatları arasındaki maliyet farkını (ud) tarife uygulama döneminde geçerli olan sistem kullanım bedelleriyle karşılayamaması ya da söz konusu maliyet farkının üzerinde gelir etmesi halinde, aradaki fark bir sonraki tarife uygulama dönemi hesaplamalarında düzeltmeye konu edilir.

Gelirler

(1) Dağıtım şirketi tarafından elde edilebilecek diğer gelirler aşağıda belirtilmiştir. Söz konusu gelirlerden;

a) İç tesisat işlem gelirleri %0,
b) Sertifika hizmet gelirleri %0,
c) Sayaç açma-kapama gelirleri %0,
ç) Yan hizmet gelirleri %0,
d) Ön ödemeli sayaç değişim gelirleri %0,
e) Ölçüm ekipmanı muayene gelirleri %0,
f) Kalibrasyon gelirleri %0,
g) Kira gelirleri %50,
ğ) Hasar gelirleri %0,
h) Hot-tap operasyon gelirleri %0,
ı) Şartname satış gelirleri %0,
i) Sahip olunan şebeke dışına verilen hizmet gelirleri %50,
j) Usulsüz gaz kullanım gelirleri %0,
k) Sigorta tazmin gelirleri %0,
l) Bağlantı hattı kontrol gelirleri %0,
m) Tarifeye esas varlıkların dağıtım faaliyeti dışında kullanımından elde edilen gelirler %50,
n) Reklam gelirleri %50,
o) Dağıtım faaliyeti kapsamındaki eğitim hizmet gelirleri %50,
ö) Elektrik ve Doğal Gaz Dağıtım Şirketlerinin Araştırma, Geliştirme ve Yenilik Faaliyetlerinin Desteklenmesine İlişkin Usul ve Esaslar kapsamında elde edilen gelirler %50,

oranında işletme gideri hesaplamasında diğer gelirler bileşeni kapsamı dışında tutulur. Diğer gelirler bileşeni kapsamındaki gelir kalemlerinin tespitinde esas alınan değişkenlere ait öngörü değerleri ile ilgili tarife uygulama dönemi gerçekleşmelerinin farklı olması halinde, söz konusu farklılıktan kaynaklanan sapmalar bir sonraki tarife uygulama dönemi hesaplamalarında düzeltmeye konu edilir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebubula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Beşiktaş Kurumlar V.D. 922 008 8359
No 0-9220-0883-5000017

(2) Tarife hesaplamalarına dahil edilmeyen gelirler şunlardır:

a) İştirak ve bağlı ortaklıklardan sağlanan temettü gelirleri,
b) Faiz gelirleri,
c) Konusu kalmayan karşılık gelirleri,
ç) Menkul kıymet satış gelirleri,
d) Gecikme zammı gelirleri,
e) Kambiyo gelirleri,
f) Teşvik gelirleri,
g) İlk madde malzeme satış geliri,
ğ) Sayım fazlası gelirleri,
h) Kaçak gaz kullanımından elde edilen gelirler,
ı) Tazminat ve ceza gelirleri,
i) Mahkeme, icra, tahkim, arabuluculuk ve avukatlık gelirleri,
j) EPDK tarafından uygun görülen diğer gelirler,

(3) Dağıtım şirketlerinin müşterilere tahakkuk ettireceği bedeller ve elde edeceği gelirler, ilgili mevzuat ve bu Usul ve Esaslarda sayılanlar ile sınırlıdır.

İşletme sermayesi gideri

Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılı için dikkate alınan işletme sermayesi gideri, aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{İSG}_t = \frac{\left\{\left[\left(\text{SİGB}_t + \text{DİGB}_t\right) \times \prod_{i=ud,1}^{ud,t}\left(1 - X_t\right)\right] + \text{DİG}_t\text{-DG}_t\right\}}{12} \times \text{RMGO}$$

Gelir gereksiniminin dağıtılması

(1) Dağıtım şirketi, tarife önerilerini ilgili mevzuat kapsamında belirlenen müşteri gruplarını dikkate alarak EPDK'ya sunar. Tarife önerisinde, gelir gereksiniminin müşteri gruplarına dağıtılmasında kullanılan yöntem ve gerekçeleri de yer alır.

(2) Dağıtım şirketi tarafından gelir gereksiniminin müşteri gruplarına dağıtılmasına ilişkin yöntemin sunulmaması ya da sunulan yöntemin uygun bulunmaması halinde, gelir gereksinimi müşteri gruplarına bu Usul ve Esaslar hükümleri çerçevesinde EPDK tarafından dağıtılır.

Yatırım bileşeninin müşteri gruplarına dağıtılması

(1) Yatırım bileşeninin her bir müşteri grubuna düşen payı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$\text{YB}_m = \sum_{t=1}^{y}\left(\text{YB}_{t,m}^{A} + \text{YB}_{t,m}^{D}\right)$$

t : *Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılını,*
y : *(ud) tarife uygulama dönemindeki tarife yılı sayısını,*
m : *Her bir müşteri grubunu,*
YB_m : *Yatırım Bileşeninden m müşteri grubuna düşen payların tarife uygulama dönemi başı itibarıyla değerini,*
$\text{YB}_{t,m}^{A}$: *t tarife yılı yatırım bileşeninin m müşteri grubu ile ilgili ayrıştırılabilen kısmını,*
$\text{YB}_{t,m}^{D}$: *t tarife yılı yatırım bileşeninin ayrıştırılamayan kısmının m müşteri grubuna dağıtılan bölümünü gösterir.*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Gebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (0212) 362 35 77 Fax: 0212 362 35 [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
[illegible] Ticaret Sicil No: 357228
[illegible] Kurumlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0-9220-0583-5990017

(2) Müşteri grupları ile ilgili ayrıştırılamayan yatırım bileşeninin müşteri gruplarına dağıtılması aşağıdaki şekilde yapılır.

$$YB_{t,m}^{D} = YB_{t}^{D} \times YDA_{m}$$

YB_{t}^{D} *: t tarife yılı yatırım bileşeninin ayrıştırılamayan kısmını,*

YDA_{m} *: m müşteri grubunun yatırım dağıtım anahtarını gösterir.*

(3) Müşteri gruplarının yatırım dağıtım anahtarı (YDA) tüketim miktarı, müşteri sayısı ve benzeri parametreler kullanılarak hesaplanır.

İşletme gideri bileşeninin müşteri gruplarına dağıtılması

(1) İşletme gideri bileşeninin her bir müşteri grubuna düşen payı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$İGB_{m} = \sum_{t=1}^{y} \left(İGB_{t,m}^{A} + İGB_{t,m}^{D} \right)$$

t *: Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılını,*

y *: (ud) tarife uygulama dönemindeki tarife yılı sayısını,*

m *: Her bir müşteri grubunu,*

$İGB_{m}$ *: İşletme gideri bileşeninden m müşteri grubuna düşen payların tarife uygulama dönemi başı itibarıyla değerini,*

$İGB_{t,m}^{A}$ *: t tarife yılı işletme gideri bileşeninin m müşteri grubu ile ilgili ayrıştırılabilen kısmını,*

$İGB_{t,m}^{D}$ *: t tarife yılı işletme gideri bileşeninin ayrıştırılamayan kısmının m müşteri grubuna dağıtılan bölümünü gösterir.*

(2) Müşteri grupları ile ilgili ayrıştırılamayan işletme gideri bileşeninin müşteri gruplarına dağıtılması aşağıdaki şekilde yapılır.

$$İGB_{t,m}^{D} = İGB_{t}^{D} \times İGDA_{m}$$

$İGB_{t}^{D}$ *: t tarife yılı işletme gideri bileşeninin ayrıştırılamayan kısmını,*

$İGDA_{m}$ *: m müşteri grubunun işletme gideri dağıtım anahtarını gösterir.*

(3) Müşteri gruplarının işletme gideri dağıtım anahtarı (İGDA) tüketim miktarı, müşteri sayısı ve benzeri parametreler kullanılarak hesaplanır.

Müşteri gruplarına ait toplam gelir gereksinimi

Müşteri gruplarına düşen tarife uygulama dönemi toplam gelir gereksinimi aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$GG_{m} = YB_{m} + İGB_{m}$$

GG_{m} *: m müşteri grubuna düşen tarife uygulama dönemi toplam gelir gereksinimini gösterir.*

Tarifeye esas tüketim miktarları

(1) Tarife uygulama dönemindeki toplam tarifeye esas tüketim miktarı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebbiula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 3577 Fax: 0(212) 352 3575
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0882-0001-217

$$TT_m = \sum_{t=1}^{y} TT_{t,m}$$

t : *Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılını,*
y : *(ud) tarife uygulama dönemindeki tarife yılı sayısını,*
$TT_{t,m}$: *m müşteri grubunun t tarife yılına ilişkin tarifeye esas tüketim miktarını,*
TT_m : *m müşteri grubunun tarife uygulama dönemindeki tarifeye esas toplam tüketim miktarını gösterir.*

(2) Tarifeye esas tüketim miktarlarının belirlenmesinde zaman serileri analiz teknikleri kullanılması esastır. Belirli müşteri gruplarına yönelik olarak ilave ekonometrik yöntemler kullanılabileceği gibi ilgili müşteri grubunda yer alan müşterilere özgü, geçmiş tüketim verileri ile ilgili müşteriler ve dağıtım şirketlerinin tarife uygulama dönemine yönelik tüketim öngörüleri esas alınarak münferit tüketim tahmini yapılabilir.

Sistem kullanım bedellerinin hesaplanması

Tarife uygulama dönemi başı sistem kullanım bedelleri aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$SKB_m = GG_m / TT_m$$

SKB_m : *m müşteri grubuna yönelik tarife uygulama dönemi başı hesaplanan sistem kullanım bedelini gösterir.*

Gelir gereksiniminin dağıtılmasında herhangi bir müşteri grubunun tüketim aralığında müşteri bulunmaması halinde, ilgili müşteri grubu için uygulanacak sistem kullanım bedeli Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu tarafından belirlenir.

Hizmet kalitesi ve performans teşviki

(1) Dağıtım şirketlerince sunulan hizmetin kalitesini ve dağıtım şirketlerinin kurumsal performansını artırmayı teşvik etmek amacıyla tarife hesaplamalarında kalite faktörü ve kurumsal performans teşviki kullanılır. KF'nin hesaplanmasında, ilgili mevzuat kapsamında belirlenen kalite göstergeleri, her bir kalite göstergesi için belirlenen ağırlık katsayıları, yıllar itibarıyla belirlenen hedef ve eşik değerler ile gerçekleşen değerler göz önüne alınır.

(2) KF uygulanan sistem kullanım bedeli aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$SKB_{m,j,0} = SKB_{m,j-1,k} \times (1 + KF_j)$$

j : *KF uygulama dönemini,*
k : *j-1 döneminin son ayını,*
$SKB_{m,j,0}$: *m müşteri grubu için j döneminin ilk ayında KF uygulanmak suretiyle hesaplanan dönem başı güncellenmemiş sistem kullanım bedelini,*
$SKB_{m,j-1,k}$: *m müşteri grubu için k ayında geçerli olan güncellenmiş sistem kullanım bedelini,*
KF_j : *j dönemi için tespit edilen KF değerini,*

(3) Dağıtım şirketinin t tarife yılı sonu itibariyle;

a) Paylarının doğrudan halka arz edilmesi ve Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmesi,
b) En az %50 oranında doğrudan pay sahibi veya sahipleri olan anonim şirketin veya anonim şirketlerin paylarının halka arz edilmesi ve Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmesi,

durumlarında ilgili dağıtım şirketinin verimlilik parametresi uygulanması ile bulunan sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamının (a) bendi için %1'ine, (b) bendi için %0,5'ine tekabül eden tutar kurumsal performans teşviki olarak işletme gideri bileşenine eklenir. Bu fıkra kapsamında

VAKIF YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: 0212 352 35 2
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi V.D. 522 058 8359
Mersis No: 0522058835900017

belirlenen kurumsal performans teşvik tutarı, dağıtım şirketinin verimlilik parametresi uygulanması ile bulunan sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamının %1'ini aşamaz.

(4) Dağıtım şirketinin sayaç okuma ve faturalandırma, iç tesisat işlemleri ve sayaç açma kapama hizmetlerinin tamamını, mücbir haller dışında, t tarife yılı boyunca kadrolu personeli eliyle yürütmesi durumunda, t yılına ait verimlilik parametresi uygulanması ile bulunan sabit ve değişken işletme gideri bileşenleri toplamının %1'ine tekabül eden tutar kurumsal performans teşviki olarak t+1 yılına ait işletme gideri bileşenine eklenir.

Sistem kullanım bedellerinin güncellenmesi

Tarife uygulama döneminin başlangıç değeri olarak hesaplanan ve KF uygulanan bedeller, gerçekleşen TÜFE değişim oranı ile aşağıdaki şekilde güncellenir.

$$SKB_{z,m} = SKB_{z-1,m} \times (1 + \Delta TÜFE_{z-1})$$

z	*: Tarife uygulama dönemindeki aylık dönemleri,*
$SKB_{z,m}$	*: m müşteri grubu için z ayında geçerli olacak sistem kullanım bedelini,*
$SKB_{z-1,m}$	*: m müşteri grubu için, kalite faktörü uygulanması halinde hesaplanan $SKB_{m,j,0}$ değerini, diğer hallerde ise z-1 inci ayda geçerli olan sistem kullanım bedelini,*
$\Delta TÜFE_{z-1}$	*: z-2 ayında TÜFE'de meydana gelen ve z-1 ayında açıklanan değişim oranını gösterir.*

EPDK tarafından doğal gaz dağıtım şirketlerinin perakende satış tarifelerine ilişkin üçüncü tarife uygulama döneminin 01.01.2022 (dahil) - 31.12.2026 (dahil) olmak üzere 5 yıl olarak belirlenmesine karar verilmiştir. İNA modeli kapsamında, dağıtım şirketleri için 2022-2026 dönemi dahil olmak üzere lisans süreleri boyunca her bir tarife dönemi başı için Tarife Metodolojisi'ne göre sistem kullanım bedelleri tahmin edilmiş ve her yıl ortalama TÜFE artışı oranı ile güncellenmiştir.

Tarife hesaplamasının en önemli bileşenlerinden olan ortalama varlık tabanı getirisi hesabında Şirket öngörüleri dikkate alınarak tahmin edilen yatırım harcamaları ve üçüncü tarife uygulama dönemi (2022-2026) için açıklanan düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranı %12,427 (vergi öncesi) olarak dikkate alınmış ve söz konusu RMGO dağıtım şirketlerinin lisans süreleri boyunca sabit tutulmuştur.

Sonuç olarak, Şirket bünyesindeki her bir doğal gaz dağıtım şirketinin doğal gaz satış gelirleri, hesaplanan sistem kullanım bedelleri ile ilgili tarife dönemi yılı için Şirket beklentileri doğrultusunda öngörülen tüketim miktarlarının çarpılmasıyla bulunan tutarın doğal gaz alım maliyetine eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

<u>**Taşıma Hizmeti Gelirleri:**</u> Doğal Gaz Piyasası Kanunu'na göre, yurt içinde herhangi bir üretim şirketi, ithalat şirketi, dağıtım şirketi veya toptan satış şirketi ile doğal gaz alım-satım sözleşmesi yapma serbestisine sahip gerçek veya tüzel kişiye "Serbest Tüketici" denir. EPDK'nın 18.12.2014 tarih ve 5362 sayılı "Doğal gaz piyasasındaki tüketicilere uygulanmak üzere serbest tüketici olma sınırına ilişkin" kararı 2022 yılı boyunca aynen uygulanmaya devam edilecektir. Söz konusu EPDK kararına göre;

- **Madde 1** - Konut tüketicileri (evsel tüketiciler) hariç olmak üzere, tüm tüketiciler serbest tüketici statüsündedir.
- **Madde 2** - Konut tüketicileri (evsel tüketiciler) için, serbest tüketici olma sınırı 75.000 m³'tür. Serbest tüketici için tek sayaçtan ölçülen tüketim miktarı dikkate alınacaktır.
- **Madde 3** - Şehir içi doğal gaz dağıtım lisansı ihalesi sonucunda dağıtım lisansı sahibi olan tüzel kişilerin dağıtım bölgesinde uygulanacak serbest tüketici olma sınırına ilişkin olarak, lisans yürürlük tarihinden başlamak üzere ilk 5 yıllık sürenin dolmasından sonra, bu Kararın 1 inci ve 2 nci maddesi hükümleri geçerlidir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
F-2A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: 0212 352 36 20
www.vakifyatirim.com
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Kimlik No: 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5500017

- **Madde 4** - Tüketim miktarına bakılmaksızın, elektrik ve ısı enerjisi üreten kojenerasyon tesisi sahibi kişiler ve kullanıcı birlikleri serbest tüketici statüsündedir.

Şirket bünyesindeki her bir doğal gaz dağıtım şirketinin lisans süresi boyunca taşıma hizmeti kapsamında elde edecekleri gelirler, Tarife Metodolojisi'ne göre hesaplanan sistem kullanım bedellerinin taşıma hizmeti kapsamında taşınması beklenen gaz miktarı ile çarpılması suretiyle tahmin edilmiştir.

Abone Bağlantı Bedelleri Gelirleri: Abone bağlantı bedeli, sayaç dahil dağıtım şebekesinin abone iç tesisatına bağlantısı için gereken proje işçilik malzeme, kontrol ve onay harcamalarının abone başına düşen payını ifade eden abonelerden bir defaya mahsus olarak ve iade edilmemek üzere alınan sabit bedel olup bu bedel EPDK tarafından belirlenmektedir. 2022 yılı için uygulanacak abone bağlantı bedeli üst sınırı 1.158 TL olup, İNA modeli kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda 2022 yılı için söz konusu tutar baz alınırken sonraki yıllar için ortalama TÜFE oranında artırılmıştır.

Münferit Bağlantı Bedelleri Gelirleri: Münferit bağlantı hattı bedeli, mal ve hizmet üretim amaçlı gaz kullanan müşteri için özel olarak çekilen ve sadece o müşteriye hizmet verecek bağlantı hattı bedeli anlamına gelmektedir. Şirket bünyesinde bulunan her bir doğal gaz dağıtım şirketi için Şirket'in öngördüğü münferit hat yatırım maliyetine Şirket tarafından belirlenen kâr marjı eklenmesi suretiyle münferit bağlantı gelirleri tahmin edilmiştir.

6.1.1.1.3. Giderlerin (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri) Projeksiyonu

Satılan Doğal Gaz Maliyeti: Şirket'in en büyük gider kalemi doğal gaz alım maliyetleridir. Doğal gaz alım maliyetleri, Şirket bünyesinde yer alan her bir doğal gaz dağıtım şirketi için Şirket öngörüleri dikkate alınarak tahmin edilen doğal gaz satış hacminin, birim doğal gaz alım fiyatı ile çarpılması suretiyle hesaplanmıştır. Şirket bünyesindeki doğal gaz dağıtım şirketleri doğal gazın tamamını BOTAŞ'tan almaktadır. BOTAŞ'tan doğal gaz satın alan dağıtım şirketleri için doğal gaz toptan satış fiyatları BOTAŞ'ın internet sitesinde (www.botas.gov.tr) yayımlanmaktadır. İNA modelinde birim doğal gaz fiyatları için 2022 yılında mevcut tarife dikkate alınırken, sonraki yıllar için yıllık ortalama TÜFE oranı ile artırılarak tahmin edilmiştir.

Personel Giderleri: Şirket bağlı ortaklıkları için personel giderleri projeksiyonu, yıllık ortalama TÜFE oranı dikkate alınarak öngörülen birim personel giderlerinin tahmini personel sayısı ile çarpılması suretiyle hesaplanmıştır.

6.1.1.1.4. Amortisman Giderleri Projeksiyonu

Projeksiyon döneminde amortisman giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %1,4 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

6.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirket'in önümüzdeki yıllarda gereksinim duyacağı işletme sermayesini tahmin etmek için Şirket bünyesindeki her bir doğal gaz dağıtım şirketinin geçmiş yıllardaki ortalama alacak tahsil süreleri, ortalama stok devir süreleri ve ticari borç ödeme süreleri dikkate alınmış olup, ilgili gelir tablosu kalemlerine dair tahminler de kullanılarak gelecek dönemlerdeki işletme sermayesi değişimi/ihtiyacı tahmin edilmiştir. Buna göre, Şirket'in projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranının ortalama -%1,9 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Fax:
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 008 8359

Net İşletme Sermayesi (TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Net İşletme Sermayesi	**-103.712.251**	**-203.212.227**	**-279.857.718**	**-366.625.295**	**-455.378.715**
Net İşletme Sermayesi/Net satışlar	-%1,1	-%1,3	-%1,4	-%1,4	-%1,4
Net İşletme Sermayesi Değ.	-74.639.083	-99.499.976	-76.645.490	-86.767.577	-88.753.420
Net İşletme Sermayesi Değ./Net Satışlar	-%0,8	-%0,7	-%0,4	-%0,3	-%0,3

Net İşletme Sermayesi (TL)	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net İşletme Sermayesi	**-408.928.838**	**-496.531.157**	**-616.490.974**	**-759.185.890**	**-928.950.492**
Net İşletme Sermayesi/Net satışlar	-%1,0	-%1,0	-%1,0	-%1,0	-%1,0
Net İşletme Sermayesi Değ.	46.449.876	-87.602.318	-119.959.817	-142.694.917	-169.764.602
Net İşletme Sermayesi Değ./Net Satışlar	%0,1	-%0,2	-%0,2	-%0,2	-%0,2

Net İşletme Sermayesi (TL)	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Net İşletme Sermayesi	**-1.331.873.600**	**-1.610.596.465**	**-1.608.883.938**	**-1.894.173.295**	**2.853.411.148**
Net İşletme Sermayesi/Net satışlar	-%1,2	-%1,2	-%1,5	-%1,4	-%2,9
Net İşletme Sermayesi Değ.	-402.923.108	-278.722.864	-279.835.014	-285.289.356	-444.352.485
Net İşletme Sermayesi Değ./Net Satışlar	-%0,4	-%0,2	-%0,3	-%0,2	-%0,5

Net İşletme Sermayesi (TL)	2037T	2038T
Net İşletme Sermayesi	**-3.229.497.122**	**-3.766.729.652**
Net İşletme Sermayesi/Net satışlar	-%6,6	-%6,6
Net İşletme Sermayesi Değ.	-577.421.945	-537.232.530
Net İşletme Sermayesi Değ./Net Satışlar	-%1,2	-%0,9

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Mayk Sitesi
E Blok No: 8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: 0212 352 39 40
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Daireleri Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0830-0000017

6.1.1.1.6. Güvence Bedelleri Projeksiyonu

Şirket, dağıtım şirketlerinin alacaklarını garanti altına alabilmek amacıyla, müşterilerden sözleşmenin imzalanması sırasında bir defaya mahsus olmak üzere güvence bedeli almaktadır. Aboneliğin sonlandırılması halinde ise abonelere endekslenmiş bedelleri üzerinden iade edilmesi gerekmektedir. Mevcut abonelerin güvence bedelleri Tüketici Fiyatları Genel İndeksleri kullanılarak konsolide finansal durum tablosu tarihi itibarıyla enflasyona göre düzeltilmiş değerleri ile "Kısa Vadeli Diğer Borçlar"' altında izlenmektedir.

Güvence bedelleri Şirket bünyesinde bulunan doğal gaz dağıtım şirketleri için gelir olmamakla birlikte nakit akışlarına olumlu katkıda bulunmaktadır. Güvence bedelleri kullanım alanlarına göre (soba, merkezi sistem, ocak, şofben) EPDK tarafından açıklanmaktadır. İNA çalışmasında Şirket bünyesindeki her bir doğal gaz dağıtım şirketi için güvence bedellerinin tahmini 2022 yılı için mevcut tarife üzerinden, diğer yıllar için ise mevcut tarifenin yıllık ortalama TÜFE oranı üzerinden artırılması suretiyle tahmin edilmiştir.

İNA çalışmasında, projeksiyon dönemi boyunca güvence bedellerindeki artış Şirket nakit akımlarına pozitif katkıda bulunmakla birlikte her bir doğal gaz dağıtım şirketinin lisans süresi sonunda enflasyona göre güncellenip lisans sonu varlık tabanından düşülmektedir.

6.1.1.1.7. Varlık Tabanı Projeksiyonu

Doğal gaz dağıtım şirketleri lisans sürelerinin sonunda lisanslarının yenilenmemesi durumunda sahip oldukları varlık tabanının bedelini geri almaktadır. İNA çalışmasında Şirket bünyesindeki her bir doğal gaz dağıtım şirketinin lisans süresi boyunca yaptığı yatırımlardan söz konusu yatırımların itfası için ayrılan tutarın düşülmesi sonucu hesaplanan varlık tabanı tutarları, güvence bedelleri düşüldükten sonra netleştirilerek tahmini nakit akımlarına eklenmiştir.

6.1.1.1.8. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

Şirket bünyesinde bulunan doğal gaz dağıtım şirketleri için sistem kullanım bedellerinin belirlenmesinde yer alan unsurların başında ilgili doğal gaz dağıtım şirketi tarafından yapılan ve yapılması planlanan yatırım harcamaları gelmektedir. Yatırım harcamaları, sistem kullanım bedellerinin en önemli unsuru olduğundan dikkatle tahmin edilmesi gerekmektedir. Şirket bünyesinde bulunan her bir doğal gaz dağıtım şirketi için lisans süreleri boyunca yapılması planlanan yatırım harcamaları Şirket öngörüleri ve Şirket tarafından EPDK'ya sunulan veriler dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Bu doğrultuda projeksiyon döneminde toplam yatırım harcamalarının net satış gelirlerine oranının ortalama %4,5 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Yatırım Harcamaları (TL)	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harcamaları	512.648.706	743.435.142	1.255.359.693	1.495.893.166
Satışlara oranı	%5,6	%4,9	%6,1	%5,8

Yatırım Harcamaları (TL)	2026T	2027T	2028T	2029T
Yatırım Harcamaları	2.200.472.507	2.928.537.559	2.646.122.597	2.900.965.646
Satışlara oranı	%6,8	%7,1	%5,2	%4,7

Yatırım Harcamaları (TL)	2030T	2031T	2032T	2033T
Yatırım Harcamaları	3.376.575.070	3.604.337.181	3.966.923.274	4.273.588.961
Satışlara oranı	%4,4	%3,9	%3,5	%3,2

Yatırım Harcamaları (TL)	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Yatırım Harcamaları	3.752.726.928	4.340.518.582	4.483.800.004	973.953.052	1.032.216.049
Satışlara oranı	%3,4	%3,3	%4,6	%2,0	%1,8

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ekat Mah. Eski Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 3 77 Fax: 0212 352 39 99
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0983-5500017

6.1.1.1.9. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM, "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı + beta x risk primi) + borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmakta olup, bu hesaplamada kullanılan parametreler aşağıda yer almaktadır.

- **Risksiz faiz oranı:** TL bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı olarak 2022 yılı için Türkiye 10 yıllık tahvil faizinin 30.11.2022 tarihli kapanışı itibarıyla yılbaşından itibaren ortalaması olan %19,2 kullanılmış olup, 2023 yılı için %18,7, 2024 yılı için %18,2, 2025 yılı için %17,7, 2026 yılı için %17,2, 2027 ve sonraki yıllar için %16,7 düzeyinde sabit tutulmuştur.

- **Risk primi:** Projeksiyon dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.

- **Borçlanma maliyeti:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 6 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.

- **Özsermaye Oranı:** Şirket'in 30.06.2022 itibarıyla özkaynaklarının toplam kaynaklarına oranı %32,2 seviyesinde olup, söz konusu oranın projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmaktadır.

- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı 2022 yılı için %23 ve sonraki yıllar için %20 olarak dikkate alınmıştır.

- **Beta:** Ahlatcı Doğal Gaz için "Kaldıraçlı Beta" hesaplanmıştır. Söz konusu hesaplamada BIST Elektrik Endeksi (XELKT)'nde yer alan şirketlerin son iki yıllık kaldıraçlı betaları üzerinden kaldıraçsız betaları hesaplanmış ve son iki yıllık ortalama halka açık piyasa değerleri ile ağırlıklandırılarak Ahlatcı Doğal Gaz için "Referans Kaldıraçsız Beta" belirlenmiştir. Söz konusu "Referans Kaldıraçsız Beta" ile Ahlatcı Doğal Gaz'ın 2022/Haziran sonu itibarıyla Toplam Yükümlülükler/Toplam Özsermaye oranı ve 2022 yılı için geçerli olan %23 seviyesindeki kurumlar vergisi oranı baz alınarak 0,83x seviyesinde "Kaldıraçlı Beta" hesaplanmış ve Beta hesaplamasına ilişkin tablolar aşağıda sunulmuştur. Söz konusu hesaplama sonucunda daha düşük Beta katsayısına ulaşılmasına rağmen temkinli olmak adına İNA modelinde Beta katsayısı 1,0x olarak dikkate alınmıştır.

BIST Elektrik Endeksi Şirketleri*	BIST Kodu	Son 2 Yıllık Kaldıraçlı Beta**	Toplam Yükümlülükler (2019-2021 Dönemi Ort.)	Toplam Özsermaye (2019-2021 Dönemi Ort.)
Ak Enerji	AKENR:IS	0,66	8.103.228.737	803.586.507
Aksa Enerji	AKSEN:IS	0,66	6.541.613.680	6.342.837.787
Aksu Enerji	AKSUE:IS	0,36	60.119.199	16.964.023
Ayen Enerji	AYEN:IS	0,48	2.702.240.333	1.146.173.984
Enerjisa Enerji	ENJSA:IS	0,84	18.688.591.000	7.779.610.333
Naturel Yenilenebilir Enerji	NATEN:IS	0,63	872.937.392	1.783.127.073
Odas Elektrik	ODAS:IS	1,00	2.786.828.651	1.748.689.211
Pamel Elektrik	PAMEL:IS	0,08	46.501.806	88.349.222
Zorlu Enerji	ZOREN:IS	1,05	21.789.498.000	3.382.457.333

Kaynak: Rasyonet, Foreks, Vakıf Yatırım
**BIST Elektrik Endeksi'nde (XELKT) yer alan şirketlerden son iki yıl içerisinde halka arz olanlar hesaplamaya dahil edilmemiştir.*
***30.11.2022 itibarıyla*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Esat Mah. Eski Büyükdere Cad. Park Plaza Sitesi
Eski No: 29/8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 337228
Beşiktaş Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922-0883-5900017

BIST Elektrik Endeksi Şirketleri	Kurumlar Vergisi Oranı (2020-2021 Dönemi Ort.)*	Kaldıraçsız Beta	Son 2 Yıllık Halka Açık Piyasa Değerleri Ort.**	Halka Açık Piyasa Değeri Ağırlıklı Kaldıraçsız Beta
Ak Enerji	%23,5	0,08	361.095.957	0,00
Aksa Enerji	%23,5	0,37	3.820.536.950	0,11
Aksu Enerji	%23,5	0,10	546.028.268	0,00
Ayen Enerji	%23,5	0,17	459.186.105	0,01
Enerjisa Enerji	%23,5	0,30	3.219.066.994	0,07
Naturel Yenilenebilir Enerji	%23,5	0,46	606.908.220	0,02
Odas Elektrik	%23,5	0,45	2.634.683.426	0,09
Pamel Elektrik	%23,5	0,06	485.794.024	0,00
Zorlu Enerji	%23,5	0,18	1.142.000.199	0,02
Referans Kaldıraçsız Beta* **				**0,32**

Kaynak: Rasyonet, Foreks, Vakıf Yatırım
**Kurumlar vergisi oranı 2020'de %22, 2021'de %25 olup hesaplamada söz konusu 2 yılın ortalaması dikkate alınmıştır.*
***30.11.2022 itibarıyla*
****Seçilmiş BIST Elektrik Endeksi (XELKT) şirketlerinin son 2 yıllık halka açık piyasa değerleri ortalamasına göre ağırlıklandırılarak ulaşılan değerdir.*

Ahlatcı Doğal Gaz Kaldıraçlı Beta Hesaplaması	
Ahlatcı Doğal Gaz Toplam Yükümlülükler (30.06.2022 itibarıyla) - TL	4.836.288.637
Kısa vadeli yükümlülükler (30.06.2022 itibarıyla) - TL	3.228.132.739
Uzun vadeli yükümlülükler (30.06.2022 itibarıyla) - TL	1.608.155.898
Ahlatcı Doğal Gaz Toplam Özsermaye (30.06.2022 itibarıyla) - TL	2.299.077.834
Ahlatcı Doğal Gaz Toplam Yükümlülükler/Özsermaye (30.06.2022 itibarıyla)	%210,4
Kurumlar Vergisi Oranı (2022)	%23,0
BIST Elektrik Endeksi (XELKT) Şirketleri Halka Açık Piyasa Değeri Ağırlıklı Kaldıraçsız Betası	0,32
Ahlatcı Doğal Gaz Kaldıraçlı Beta	**0,83**

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Fax: 0212 352 36 20
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 058 8355

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Faiz Oranı	%19,2	%18,7	%18,2	%17,7	%17,2	%16,7
Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	%24,7	%24,2	%23,7	%23,2	%22,7	%22,2
Borçlanma Maliyeti	%25,2	%24,7	%24,2	%23,7	%23,2	%22,7
Kurumlar Vergisi Oranı	%23,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%19,4	%19,8	%19,4	%19,0	%18,6	%18,2
Özsermaye Oranı	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%21,1	%21,2	%20,8	%20,3	%19,9	%19,5

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Risksiz Faiz Oranı	%16,7	%16,7	%16,7	%16,7	%16,7	%16,7
Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	%22,2	%22,2	%22,2	%22,2	%22,2	%22,2
Borçlanma Maliyeti	%22,7	%22,7	%22,7	%22,7	%22,7	%22,7
Kurumlar Vergisi Oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2
Özsermaye Oranı	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Risksiz Faiz Oranı	%16,7	%16,7	%16,7	%16,7	%16,7	%16,7
Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	%22,2	%22,2	%22,2	%22,2	%22,2	%22,2
Borçlanma Maliyeti	%22,7	%22,7	%22,7	%22,7	%22,7	%22,7
Kurumlar Vergisi Oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2
Özsermaye Oranı	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2	%32,2
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Gebulut Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 385 35 77 Fax: 0(212) 385 35 78
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5930017

Abone Sayısı	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Enerya Aksaray	109.500	119.398	129.016	137.845	146.352	154.106
Enerya Aydın	138.387	158.931	178.288	200.430	217.032	246.774
Enerya Erzincan	67.332	69.696	71.578	73.338	75.056	77.813
Enerya Konya	557.878	595.932	633.718	663.939	695.979	742.935
Enerya Kapadokya	166.527	177.380	186.798	196.892	207.500	220.772
Enerya Karaman	80.734	83.218	86.042	88.749	91.512	96.040
Enerya Denizli	313.562	335.316	357.019	373.661	390.883	406.092
Enerya Ereğli	47.459	50.403	54.140	57.450	61.172	64.122
Enerya Antalya	202.454	230.061	260.592	291.677	340.293	404.298
Toplam Abone Sayısı	**1.683.834**	**1.820.335**	**1.957.192**	**2.083.981**	**2.225.778**	**2.412.952**

Abone Sayısı	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Enerya Aksaray	161.331	168.535	175.489	182.317	188.534	194.659
Enerya Aydın	281.655	315.465	349.112	387.762	423.471	454.584
Enerya Erzincan	80.749	83.826	87.558	90.929	94.253	97.218
Enerya Konya	787.432	829.952	872.376	915.598	959.965	1.005.504
Enerya Kapadokya	234.612	248.127	261.465	272.855	283.554	293.512
Enerya Karaman	101.178	106.252	111.775	116.480	120.641	124.690
Enerya Denizli	422.199	436.782	450.760	463.752	476.072	488.677
Enerya Ereğli	65.879	67.620	68.806	70.005	71.120	72.149
Enerya Antalya	476.900	551.085	623.146	694.140	770.634	852.353
Toplam Abone Sayısı	**2.611.935**	**2.807.645**	**3.000.488**	**3.193.838**	**3.388.244**	**3.583.347**

Abone Sayısı	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Enerya Aksaray	0	0	0	0	0
Enerya Aydın	491.533	529.189	568.748	607.237	646.202
Enerya Erzincan	100.057	102.844	105.746	0	0
Enerya Konya	0	0	0	0	0
Enerya Kapadokya	302.709	311.903	0	0	0
Enerya Karaman	127.465	130.274	133.163	0	0
Enerya Denizli	501.269	514.018	0	0	0
Enerya Ereğli	0	0	0	0	0
Enerya Antalya	925.059	1.008.884	1.093.363	0	0
Toplam Abone Sayısı	**2.448.091**	**2.597.113**	**1.901.020**	**607.237**	**646.202**

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
E-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 3[illegible] Fax: 0[illegible]
Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5600017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2022T	2023T	2024T	2025T
Satış gelirleri (net)	9.190.752.799	15.221.504.482	20.595.121.016	25.866.556.599
Büyüme	%148,4	%65,6	%35,3	%25,6
FVÖK	663.638.280	1.044.100.267	1.426.292.322	1.731.122.441
Operasyonel Kâr Marjı	%7,2	%6,9	%6,9	%6,7
Efektif Vergi	-152.636.804	-208.820.053	-285.258.464	-346.224.488
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	511.001.475	835.280.214	1.141.033.858	1.384.897.953
+ Amortisman	122.238.773	168.465.028	247.305.787	341.067.165
FAVÖK	785.877.052	1.212.565.295	1.673.598.109	2.072.189.605
FAVÖK Marjı	%8,6	%8,0	%8,1	%8,0
Yatırım Harcamaları/Amortisman	%419,4	%441,3	%507,6	%438,6
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-74.639.083	-99.499.976	-76.645.490	-86.767.577
Yatırım Harcamaları	-512.648.706	-743.435.142	-1.255.359.693	-1.495.893.166
Satışlara oranı	%5,6	%4,9	%6,1	%5,8
Güvence Bedelleri Değişimi	102.967.776	135.821.569	176.541.170	197.492.000
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	298.198.401	495.631.645	386.166.612	514.331.529
İskonto Faktörü	0,83	0,75	0,62	0,52
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	246.176.175	371.101.597	240.869.459	268.628.006

YAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ticaret Sicil No: 337228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0833-5500017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış gelirleri (net)	32.450.456.739	41.147.353.049	50.679.666.738	62.378.741.638
Büyüme	%25,5	%26,8	%23,2	%23,1
FVÖK	2.212.539.801	3.497.081.743	4.308.075.027	5.314.904.646
Operasyonel Kâr Marjı	%6,8	%8,5	%8,5	%8,5
Efektif Vergi	-442.507.960	-699.416.349	-861.615.005	-1.062.980.929
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	1.770.031.841	2.797.665.395	3.446.460.021	4.251.923.717
+ Amortisman	476.127.550	655.878.099	817.785.640	994.125.388
FAVÖK	2.688.667.351	4.152.959.843	5.125.860.667	6.309.030.034
FAVÖK Marjı	%8,3	%10,1	%10,1	%10,1
Yatırım Harcamaları/Amortisman	%462,2	%446,5	%323,6	%291,8
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-88.753.420	46.449.876	-87.602.318	-119.959.817
Yatırım Harcamaları	-2.200.472.507	-2.928.537.559	-2.646.122.597	-2.900.965.646
Satışlara oranı	%6,8	%7,1	%5,2	%4,7
Güvence Bedelleri Değişimi	266.224.329	418.710.143	532.225.739	621.111.832
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	400.664.633	897.266.202	2.237.951.122	3.086.155.108
İskonto Faktörü	0,44	0,38	0,31	0,26
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	176.722.164	336.658.310	704.648.111	810.690.154

VAKIF YATIRIM MENKUL DEGERLER A.Ş
Ticaret Mer. Eğitim Mah. Mecidiye Mevdin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 363 3977 Fax: 0212 363 3977
E-Posta: info@vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi: Zincirlikuyu V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0322008835900017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış gelirleri (net)	76.466.105.468	93.121.050.757	111.874.765.904	134.733.397.071
Büyüme	%22,6	%21,8	%20,1	%20,4
FVÖK	6.572.994.978	8.078.294.355	8.978.785.492	10.926.589.759
Operasyonel Kâr Marjı	%8,6	%8,7	%8,0	%8,1
Efektif Vergi	-1.314.598.996	-1.615.658.871	-1.795.757.098	-2.185.317.952
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	5.258.395.983	6.462.635.484	7.183.028.394	8.741.271.807
+ Amortisman	1.198.869.235	1.420.583.883	1.662.524.057	1.925.213.201
FAVÖK	7.771.864.214	9.498.878.238	10.641.309.549	12.851.802.960
FAVÖK Marjı	%10,2	%10,2	%9,5	%9,5
Yatırım Harcamaları/Amortisman	%281,6	%253,7	%238,6	%222,0
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-142.694.917	-169.764.602	-402.923.108	-278.722.864
Yatırım Harcamaları	-3.376.575.070	-3.604.337.181	-3.966.923.274	-4.273.588.961
Satışlara oranı	%4,4	%3,9	%3,5	%3,2
Güvence Bedelleri Değişimi	721.950.393	852.552.469	1.003.727.516	1.174.631.388
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	3.945.335.458	5.301.199.257	6.285.279.801	7.846.250.300
İskonto Faktörü	0,22	0,18	0,15	0,13
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	867.384.282	975.421.230	972.393.054	1.010.763.040

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akar Mah. Büyükdere Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-Blok Blok No: 5 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 77 Fax: [redacted]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Gaziosmanpaşa Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Satış gelirleri (net)	109.842.507.180	131.133.111.465	96.857.182.051	48.894.160.682	57.184.667.040	
Büyüme	-%18,5	%19,4	-%26,1	-%49,5	%17,0	
FVÖK	9.455.119.535	11.563.405.178	10.742.219.665	2.283.046.899	2.737.427.988	
Operasyonel Kâr Marjı	%8,6	%8,8	%11,1	%4,7	%4,8	
Efektif Vergi	-1.891.023.907	-2.312.681.036	-2.148.443.933	-456.609.380	-547.485.598	
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	7.564.095.628	9.250.724.142	8.593.775.732	1.826.437.519	2.189.942.391	
+ Amortisman	1.592.238.803	1.845.473.727	1.744.496.853	562.132.531	618.544.928	
FAVÖK	11.047.358.337	13.408.878.905	12.486.716.518	2.845.179.430	3.355.972.916	
FAVÖK Marjı	%10,1	%10,2	%12,9	%5,8	%5,9	
Yatırım Harcamaları/Amortisman	%235,7	%235,2	%257,0	%173,3	%166,9	
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-279.835.014	-285.289.356	-444.352.485	-577.421.945	-537.232.530	
Yatırım Harcamaları	-3.752.726.928	-4.340.518.582	-4.483.800.004	-973.953.052	-1.032.216.049	
Satışlara oranı	%3,4	%3,3	%4,6	%2,0	%1,8	
Güvence Bedelleri Değişimi	985.877.786	1.240.591.403	1.266.336.321	425.432.300	491.043.363	
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	10.650.568.659	0	7.717.354.642	10.508.112.783	0	7.940.218.985
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	17.319.888.962	8.281.560.046	15.282.516.029	12.925.584.026	2.804.547.162	7.940.218.985
İskonto Faktörü	0,11	0,09	0,08	0,06	0,05	0,04
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - (Haziran 30, 2022)	1.867.337.252	747.274.695	1.161.736.486	816.558.709	148.282.688	351.358.647

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akaretler Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-Blok No: 3 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: 0212 352 3520
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

6.1.2. İNA Analizi Sonucu

Şirket bünyesinde yer alan her bir doğal gaz dağıtım şirketinin lisans dönemleri boyunca nakit akışı yaratacağı, lisans döneminin bitişinin ardından ise lisanslarının yenilenmeyeceği varsayılmıştır. Bu şekilde değer tespiti çalışmasında temkinli bir duruş sergilenmiştir. Bu doğrultuda Şirket için yapılan İNA modelinde Şirket için sadece projeksiyon dönemi firma değeri tahmin edilmiş, öte yandan devam eden değer tahmini yapılmamıştır. Buna göre İNA çalışması sonucunda Ahlatcı Doğal Gaz için 12.074.004.059 TL Firma Değerine ulaşılmaktadır. Söz konusu Firma Değerinden Şirket'in 30.06.2022 sonu itibarıyla net borç pozisyonu düşülerek 30.06.2022 itibarıyla 11.451.119.583 TL Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır. Söz konusu Özsermaye Değeri, 2022 yılı özsermaye maliyeti ile düzeltilerek 02.12.2022 itibarıyla 12.577.559.152 TL Özsermaye Değeri'ne ulaşılmaktadır.

İNA Analizi Sonucu	TL
Projeksiyon Dönemi Firma Değeri - (Haziran 30, 2022)	**12.074.004.059**
Net Borç - (Haziran 30, 2022)	622.884.476
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü - (Haziran 30, 2022)	0
Özsermaye Değeri - (Haziran 30, 2022)	11.451.119.583
Özsermaye Değeri - (02.12.2022 itibarıyla)	**12.577.559.152**

Kaynak: Vakıf Yatırım

6.1.3. Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmaktadır. Çarpan Analizi yönteminde kullanılan başlıca değerleme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kârına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiştir. Şirket'in esas faaliyet konusunun doğal gaz dağıtımı olması ve bu yönüyle net satış gelirlerinin gerek operasyonel gerekse de net kârlılığının ana yönlendiricisi olması nedeniyle Çarpan Analizi kapsamında sadece "FD/Satış" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. Çarpan Analizi kapsamında kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere aşağıda yer verilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
52 35 77 Fax: 0(2
www.vakifyatirim.com
Ticaret Sicil No: 357228
Kurumlar V.D. 322 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Benzer Şirketler - Yurt İçi

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı	FD/Satış (Son 12 aylık)*	Aktif Toplamı (mn USD)**
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	IBSE:AKENR	Türkiye	Şirket'in fiili faaliyet konusu elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışından oluşmaktadır.	1,2x	993,1
Aksa Enerji Üretim A.S.	IBSE:AKSEN	Türkiye	Şirket, 12 Mart 1997 tarihinde elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuştur. Şirket, bugüne kadar kömür, akaryakıt, biyogaz, doğal gaz, rüzgâr ve hidroelektrik gibi çeşitli enerji kaynaklarını kullanarak 30'dan fazla enerji santrali inşa etmiş ve işletmiştir.	1,8x	1.564,0
Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Sirketi	IBSE:AKSUE	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu Türkiye Elektrik Kurumu'na ait olup işletilmek üzere kendine verilen elektrik üretimi ve dağıtım tesislerini işletmektir.	49,3x	6,4
Aydem Yenilenebilir Enerji A.S.	IBSE:AYDEM	Türkiye	Şirket, yerli ve yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretmek amacıyla kurulmuştur. İlk hidroelektrik santralini ("HES") Bereket Çayı üzerinde kuran firma, Türkiye'nin farklı noktalarında rüzgâr ("RES"), güneş ("GES"), jeotermal ("JES") ve çöp gazı kaynaklarından ("BIO") yararlanarak elektrik üretmeye devam etmektedir.	8,2x	1.706,5
Ayen Enerji A.S.	IBSE:AYEN	Türkiye	Şirket'in fiili faaliyet konusu elektrik üretimi ve ticaretinin yapılmasıdır.	3,0x	422,3
Başkent Doğalgaz Dağıtım Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	IBSE:BASGZ	Türkiye	Şirket, EPDK tarafından verilen 30 yıllık doğalgaz dağıtım lisansı ile Ankara ili sınırları içerisinde 31 Ağustos 2007 tarihinden itibaren 30 yıl süre ile doğalgaz faaliyetlerini sürdürmek için kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu, 4646 Sayılı Doğalgaz Piyasası Kanunu uyarınca çıkarılan mevzuata uygun şekilde doğalgaz dağıtım faaliyetleri ile ilgili olarak doğalgaz satın almak, satmak, sorumluluk alanındaki abone ve serbest tüketicilerin dağıtım şebekesine girmesini sağlayarak doğalgazın bu tüketicilere satışı ve teslimi ile ilgili tüm hizmetleri gerçekleştirmek; serbest tüketicilere ve bu tüketicilerin seçtikleri tedarikçilere talepleri halinde doğalgaz taşıma hizmetlerini ve yan hizmetleri sağlamaktadır.	1,1x	537,6
Biotrend Cevre ve Enerji Yatirimlari A.S.	IBSE:BIOEN	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu biyokütle kaynaklarından; fermantasyon, gazlaştırma, yakma teknolojilerini kullanarak enerji üretimi yapılması ve katı atık depolama alanlarının işletimi, bu alanlarda mekanik ayırma tesisi, ATY(atıktan türetilmiş yakıt) hazırlama tesisi, sızıntı suyu arıtma tesisi, biyolojik işlem (kompost, biyometanizasyon) tesisi, LFG (Landfill Gas) Enerji üretim santrallerinin kurulum ve işletimi işlerini gerçekleştirmekle birlikte bu alanlarda mühendislik, taahhüt ve danışmanlık hizmetleri de sunmaktır. Türkiye genelinde; biyokütle, evsel katı atık ayırma, gazlaştırma - yakma ve ATY üretimi, biyometanizasyon, atık sahası işletimi, biyokütle yakma tesisi ve atık ısı, biyolojik atık yakıt ve tedarik tesisleri yatırımları bulunan Biotrend, yatırımları devam edenlerle birlikte 15 biyogaz, 2 biyokütle ve 1 atık yakıt hazırlama ve tedarik tesisi olmak üzere toplam 18 adet tesisi bulunmaktadır.	10,4x	138,3
Çanz Termik A.S.	IBSE:CANTE	Türkiye	Şirket yerli kömüre dayalı elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir.	13,9x	420,6

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebbuzula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 37 Fax: 0(212) 352 [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0833-5500017

Enerjisa Enerji A.S.	IBSE:ENJSA	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu müşteri odaklı elektrik dağıtım ve perakende servis hizmetleridir.	0,7x	2.373,2
Esenboga Elektrik Üretim A.S.	IBSE:ESEN	Türkiye	Şirket, başta güneş enerjisi olmak üzere, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik elde etmek için, santral kurulması, işletmeye alınması, elektrik enerjisi üretimi, enerji üretim tesislerinin kurulması ve taahhüdü konularında faaliyet göstermektedir. Özellikle endüstriyel tipi çatı güneş enerji santrali kurulumlarında uzmanlaşmıştır.	11,2x	439,8
Galata Wind Enerji A.S.	IBSE:GWIND	Türkiye	Şirket'in faaliyet konusu; elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin satışıdır. Şirket, bu amaç ve konu kapsamında; yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve bu elektriği Türkiye Enterkonnekte Şebekesi'ne satmaktır.	12,8x	133,9
Kartal Yenilenebilir Enerji Uretim A.S.	IBSE:KARYE	Türkiye	Şirket'in fiili faaliyet konusu güneş enerjisi santrallerinden elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin dağıtım şirketlerine Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması kapsamında satışıdır.	15,3x	106,1
Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.S.	IBSE:MAGEN	Türkiye	Şirket, başta Güneş Enerjisi olmak üzere, Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından elektrik elde etmek için, Santral kurulması, işletmeye alınması, elektrik enerjisi üretimi, enerji üretim tesislerinin kurulması ve taahhüdü konularında faaliyet göstermektedir.	19,3x	444,0
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret Anonim Sirketi	IBSE:NATEN	Türkiye	Şirket, enerji sektöründe faaliyet gösteren, Yenilenebilir Enerji ve özellikle Rüzgâr Enerjisi ve Güneş Enerjileri üretimi, mühendislik ve taahhüt firmasıdır. Şirketin, ana hizmet konularından biri olan Güneş Enerjisi Uygulamaları alanında küçük ölçekli ev sistemlerinden büyük ölçekli güneş enerji santrallerine kadar geniş bir yelpazede kendisi ve müşterileri adına mühendislik çözümleri ile anahtar teslimi güneş enerji santralleri kurmaktadır.	8,6x	458,5
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.S.	IBSE:NTGAZ	Türkiye	Şirket, 2004 yılında sıkıştırılmış doğal gaz ("CNG") sektöründe faaliyet göstermek üzere kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu, taşımalı doğal gaz sektöründe CNG için doğal gazın satın alınması, sıkıştırılması ve teslim edilmesi ile Sıvılaştırılmış Doğal Gaz ("LNG") sektöründe gazın satın alınması, taşınması ile teslim edilmesidir.	2,1x	64,0
Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.S.	IBSE:ODAS	Türkiye	Şirket, doğalgaz kombine çevrimleri vasıtasıyla elektrik üretim faaliyetinde bulunmaktadır. Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması, tesislerin işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya oluşturulan kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir.	3,3x	527,8
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.S.	IBSE:PAMEL	Türkiye	Şirket 18 Aralık 2007 tarihinde her nevi enerji tesisi inşa etmek, işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işleri yapmak amacıyla kurulmuştur. Şirket'in, Adıyaman ili sınırları içerisinde 6,946 MW kurulu güce ve Erzurum ili sınırı içerisinde 7,49 MW kurulu güce sahip Hidroelektrik Santralleri bulunmakta olup, elektrik üretim lisansına sahiptir.	228,4x	16,3
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.S.	IBSE:ZOREN	Türkiye	Şirket, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri elektrik ve buhar üretimi ve satışı, elektrik ticareti, elektrik dağıtımı ve perakende satışı, doğal gaz tedarik, satış ve dağıtımı ve güneş paneli ticareti, satışı ve kurulumu ile elektrikli araç kiralaması, elektrikli şarj istasyonu satışı ve kurulumu alanlarında faaliyet göstermektedir.	2,1x	2.683,2
Yurt İçi Ortalama				**1,9x**	

**02.12.2022 itibarıyla, **2021 sonu itibarıyla*

Kaynak: Capital IQ, şirketlerin faaliyet ve finansal raporları ile internet siteleri

Not: FD/Satış çarpanında baz alınan net satış gelirleri Capital IQ'dan alınan düzeltilmemiş verilerdir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Gulula Mardin Cad. Park Maja Sitesi
E-2/Blok No:13 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Telefon: 0212 352 92 77 Fax: 0212 352 92 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Bağımsız Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5500017

Benzer Şirketler - Yurt Dışı

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı	FD/Satış (Son 12 aylık) *	Aktif Toplamı (mn USD)**
Ascoplave S.p.A.	BIT:ASC	İtalya	İtalya merkezli şirket, İtalya'da yaklaşık 13.000 km'lik dağıtım ağı ile doğal gaz dağıtımı ve satışı gerçekleştirmektedir. Ayrıca şirketin elektrik dağıtımı, ısı yönetimi, kojenerasyon faaliyetleri, entegre şehir suyu yönetimi hizmetleri ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyetleri bulunmaktadır.	7,2x	1.558,7
Atmos Energy Corporation	NYSE:ATO	ABD	İştirakleriyle birlikte şirket ABD'de doğal gaz dağıtımı ile boru hattı ve depolama faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket konut, ticari, kamu ve sanayiden oluşan yaklaşık 3 milyon müşteriye doğal gaz dağıtımı gerçekleştirmektedir.	5,9x	19.608,7
E.ON SE	XTRA:EOAN	Almanya	E.ON grup Avrupa'nın en büyük enerji ağları ve enerji altyapı operatörlerinden biri olup, 50 mn tüketiciye çözümler sağlamaktadır. Şirket enerji ağları ve tüketici çözümleri olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Enerji ağları segmenti enerji ve gaz dağıtım ağlarını işletmenin yanı sıra bakım, onarım ve benzeri hizmetler de sağlamaktadır.	0,5x	136.198,1
Électricité de Strasbourg Société Anonyme	ENXTPA:ELEC	Fransa	Şirket Fransa'da bireylere, işletmelere ve yerel otoritelere elektrik ve doğal gaz arzı sağlamaktadır.	0,5x	2.135,2
Enagás, S.A.	BME:ENG	İspanya	İspanya merkezli şirket gaz altyapıları geliştirme, operasyonu ve bakımı ile ilgilenmektedir. Gaz iletimi, yeniden gazlaştırma ve gaz depolama faaliyetlerini yürüten şirket yaklaşık 12.000 km uzunluğunda gaz boru hattı işletmektedir.	8,5x	11.229,1
Fluxys Belgium SA	ENXTBR:FLUX	Belçika	Şirket Belçika'da doğal gaz ve LNG iletim ve depolama faaliyetleri yürütmektedir.	4,7x	2.996,1
Indraprastha Gas Limited	BSE:532514	Hindistan	Şirket Hindistan'da doğal gaz dağıtımı faaliyeti gerçekleştirmektedir. Ulaşım sektörüne CNG hizmeti sunan şirket ev, endüstriyel ve ticari sektörlere borulu doğal gaz arz etmektedir.	2,4x	1.237,0
Italgas S.p.A.	BIT:IG	İtalya	İştirakleriyle birlikte İtalya'da doğal gaz dağıtımı faaliyetinde bulunan şirket 74.397 km'lik dağıtım ağını işletmektedir. Şirket ayrıca su dağıtımı ve satışı da gerçekleştirmektedir.	5,2x	11.545,6
National Grid plc	LSE:NG.	İngiltere	İngiltere ve ABD'de faaliyetleri bulunan şirket elektrik ve doğal gaz iletim ve dağıtımı yapmaktadır.	4,0x	92.599,3
Northwest Natural Holding Company	NYSE:NWN	ABD	İştiraki vasıtasıyla şirket konut, ticari, endüstriyel ve ulaşım sektörü müşterilerine doğal gaz dağıtım hizmeti sağlamaktadır. Ayrıca şirket gaz depolama, su, düzenlenmemiş yenilenebilir doğal gaz ve diğer yatırım ve faaliyetleri de yürütmektedir.	3,3x	4.064,6
ONE Gas, Inc.	NYSE:OGS	ABD	İştirakleriyle birlikte ABD'de doğal gaz dağıtım faaliyetinde bulunan şirket 2,2 milyon müşteriye doğal gaz dağıtım hizmeti vermektedir. Şirketin hizmet sunduğu müşteriler konut, ticari ve ulaşım sektöründen oluşmaktadır.	3,0x	8.402,1
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A.	ENXTLS:RENE	Portekiz	İştirakleriyle birlikte şirket Portekiz'de elektrik ve doğal gaz iletimi yapmaktadır. Şirket elektrik-gaz ve telekom olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir.	4,5x	6.355,6
RGC Resources, Inc.	NASDAQGM:RGCO	ABD	İştirakleri vasıtasıyla enerji hizmetleri alanında faaliyet gösteren şirket konut, ticari ve endüstriyel müşterilere doğal gaz satışı ve dağıtımı gerçekleştirmektedir.	4,4x	310,1
Snam S.p.A.	BIT:SRG	İtalya	Şirket doğal gaz taşıma, LNG yeniden gazlaştırma ve doğal gaz depolama faaliyetleri yürütmektedir. Şirket yaklaşık 32.700 km'lik yüksek ve orta basınçlı boru hattıyla doğal gaz taşımaktadır.	8,4x	30.889,3
Southwest Gas Holdings, Inc.	NYSE:SWX	ABD	İştirakleri vasıtasıyla doğal gaz dağıtım hizmeti veren şirketin 31.12.2021 itibarıyla konut, ticari, endüstriyel ve diğer tüketicilerden oluşan 2,16 milyon müşterisi bulunmaktadır.	2,3x	12.765,3
Spire Inc.	NYSE:SR	ABD	Şirket iştirakleriyle birlikte ABD'de doğal gazın alımı, perakende dağıtımı ve satışı faaliyetinde	3,8x	9.356,4

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 35 77 Fax: 0(212) 352 35 78
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi: Levent V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

			bulunmaktadır. Şirket müşterileri konut, ticari, sanayi ve diğer son kullanıcılardan oluşmaktadır. Şirket ayrıca doğal gaz pazarlama faaliyetinde de bulunmaktadır.		
Zhongyu Energy Holdings Limited	SEHK:3633	Hong Kong	Şirket Çin'de doğal gaz projeleri geliştirme, inşaası ve işletmesi faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket, i) şehir gazı boru hattı yatırımı, işletimi ve yönetimi, ii) konut, endüstriyel ve ticari kullanıcılara borulu gaz dağıtımı, iii) CNG ve LNG araç dolum istasyonlarının işletmesi gibi alanlarda faaliyet göstermektedir.	2,0x	3.420,6
Yurt Dışı Ortalama				**3,1x**	

**02.12.2022 itibarıyla, **2021 sonu itibarıyla*
Kaynak: Capital IQ, şirketlerin faaliyet ve finansal raporları ile internet siteleri
Not: FD/Satış çarpanında baz alınan net satış gelirleri Capital IQ'dan alınan düzeltilmemiş verilerdir.

6.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan Analizi kapsamında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin güncel firma değerleri ile son 12 aylık net satış gelirine göre hesaplanan FD/Satış çarpanı kullanılmıştır. Şirket bünyesindeki doğal gaz dağıtım şirketlerinin Tarife Metodolojisi'ne dayalı olarak gelirlerinin öngörülebilir olması nedeniyle, Çarpan Analizi kapsamında sadece FD/Satış çarpanının kullanılmasının uygun olacağı düşünülmüştür. Çarpan Analizi kapsamında yurt dışında doğal gaz faaliyeti olan şirketler seçilirken, yurt içinde Borsa'da işlem gören doğal gaz faaliyetiyle uğraşan şirket sayısının az olması nedeniyle sektörel olarak Şirket'e yakın olduğu düşünülen BIST Elektrik Endeksi'nde yer alan şirketler dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak, Çarpan Analizine göre Şirket için ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri 15.444.965.718 TL olarak tespit edilmiştir.

FD/Satış Çarpanına Göre Değerleme	FD/Satış (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi (ortalama)	1,9x	%50
Yurt dışı (ortalama)	3,1x	%50
Ağırlıklandırılmış FD/Satış	**2,5x**	**%100**
Net Satış Gelirleri (30.06.2022 itibarıyla son 12 aylık) - TL	7.198.823.345	
Firma Değeri - TL	**18.055.749.885**	
Ner borç (30.06.2022 itibarıyla) - TL	622.884.476	
Güvence Bedelleri (30.06.2022 itibarıyla) - TL	1.987.899.691	
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (30.06.2022 itibarıyla) - TL	0	
Özsermaye Değeri - TL	**15.444.965.718**	

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
FD/Satış Çarpanına Göre	15.444.965.718	%100
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri - TL	**15.444.965.718**	

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Cad. Paris Maya Sitesi
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0833-[illegible]017

6.2. Değerleme Sonucu

Şirket için değer tespiti çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan İNA ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yönteme göre değer tespiti yapılmıştır. Doğal gaz dağıtım şirketi olarak Şirket'in gelecek dönem nakit akımlarının öngörülebilirliğinin yüksek olduğu düşünüldüğünden İNA yönteminden gelen değere %80 ile yüksek ağırlık verilirken, Çarpan Analizinden gelen değere %20 ile daha düşük ağırlık verilerek temkinli bir yaklaşım sergilenmiştir. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 13.151.040.465 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %15,43 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 11.121.834.922 TL seviyesinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 30.06.2022 sonu itibarıyla 168.500.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 66,00 TL olarak tespit edilmektedir.

Buna göre 1 TL nominal değerli **pay başına halka arz fiyatının 66,00 TL olmasını makul buluyoruz.**

Ahlatcı Doğal Gaz - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İNA Yöntemi	12.577.559.152	%80
Çarpan Analizi	15.444.965.718	%20
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	**13.151.040.465**	

Ahlatcı Doğal Gaz - Değerleme Sonucu	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	13.151.040.465
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.06.2022 itibarıyla)	168.500.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	78,05
Halka Arz İskonto Oranı	%15,43
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	11.121.834.922
Halka Arz Fiyatı (TL)	**66,00**

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Cad. Esentepe Mah. Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No:18 Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Tel: 0(212) 371 35 77 Fax: 0(212) 371 56 70
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5500017

7. Ekler

7.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

02.12.2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 21.10.2022 tarihli Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Kat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5500017

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehtap İLBİ
Direktör

7.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

02.12.2022

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 21.10.2022 tarihli değerleme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-2B Blok No:15 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-6500017

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehtap İLBİ
Direktör

Mehtap İLBİ

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=3D971CCC-720B-4093-8B45-70EEF5AA5231

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	19.06.2015	209086	AKTİF LİSANS

MEHTAP İLBİ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Özet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=C62EAECD-12FD-4BDD-A271-BB6892D0E7E4

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	19.06.2015	305418	AKTİF LİSANS

MEHTAP İLBİ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Özet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ticaret Sicili No: 67228
Vergi No: 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

7.3. EK - 3 - Lisans Belgeleri

Selahattin Aydın

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki: https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/14F86C19-7D2E-454C-B420-7C4F63509916

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	30.03.2006	201598	AKTİF LİSANS

SELAHATTİN AYDIN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki: https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5E0FAB06-315D-4C42-B58D-3ED78BFA5E81

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	20.07.2016	307597	AKTİF LİSANS

SELAHATTİN AYDIN, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No: 1 Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Tel: 0212 282 56 77 Fax: 0212 282 56 29
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Vergi No: 9220088359 V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017