Enerya

Enerya Enerji A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
30.05.2023

Vakıf Yatırım

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:16 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 [illegible] 77 Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]
Doğrudan Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9200-0883-5900017

İçindekiler

1. Giriş..... 5
1.1. Raporun Amacı..... 5
1.2. Proje Ekibi..... 5
1.3. Etik İlkeler..... 6
1.4. Sınırlayıcı Şartlar..... 6
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler..... 7
2.1. Kuruluş..... 7
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı..... 7
2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler..... 7
3. Sektörel Bilgiler..... 11
3.1. Türkiye Doğal Gaz Piyasası Genel İşleyişi..... 11
3.2. Türkiye Doğal Gaz Piyasası Genel Görünümü..... 13
4. Finansal Veriler..... 15
4.1. Bilanço..... 15
4.2. Gelir Tablosu..... 18
5. Değerleme..... 21
5.1. Değerleme Yöntemleri..... 21
5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi..... 21
6.1.1.1. Projeksiyonlar..... 21
6.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu..... 22
6.1.1.1.3. Giderlerin (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri) Projeksiyonu..... 35
6.1.1.1.4. Amortisman Giderleri Projeksiyonu..... 36
6.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu..... 36
6.1.1.1.6. Güvence Bedelleri Projeksiyonu..... 38
6.1.1.1.7. Varlık Tabanı Projeksiyonu..... 38
6.1.1.1.8. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu..... 38
6.1.1.1.9. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)..... 39
5.1.2. İNA Analizi Sonucu..... 45
5.1.3. Çarpan Analizi..... 45
5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu..... 53
6.2. Değerleme Sonucu..... 54
7. Ekler..... 55
7.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı..... 55
7.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı..... 56

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Caddesi, Park Maya Sitesi
B2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 37 Fax: 0(212) [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]228
Vergi Kurumu V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

Kısaltmalar ve Tanımlar

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Ar-Ge	:	Araştırma ve Geliştirme
A.Ş.	:	Anonim Şirketi
ATY	:	Atıktan Türetilmiş Yakıt
BBS	:	Bağımsız Birim Sayıları
BIO	:	Çöp Gazı
BIST	:	Borsa İstanbul
BOTAŞ	:	Boru Hatları İle Petrol Taşıma A.Ş.
BVT	:	Baz Varlık Tabanı
CNG	:	Sıkıştırılmış Doğal Gaz
DVT	:	Düzenlenmiş Varlık Tabanı
Enerya Enerji, Şirket	:	Enerya Enerji A.Ş.
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
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	:	Firma Değeri
F/K	:	Fiyat/Kazanç
FSRU	:	Yüzer LNG Depolama ve Gazlaştırma Ünitesi
FVÖK	:	Faiz ve Vergi Öncesi Kazanç
GES	:	Güneş Enerji Santralleri
GG_t	:	t tarife yılına ilişkin yıllık gelir gereksinimi
HDD	:	Heating Degree Days
HES	:	Hidroelektrik Santraller
IVSC	:	Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi
$İGB_t$	:	t tarife yılına ilişkin işletme gideri bileşeni
İGDA	:	İşletme Gideri Dağıtım Anahtarı
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
İS	:	İtfa Süresi
$İ_t$	:	t tarife yılında yatırımların itfası için ayrılan tutar
JES	:	Jeotermal Enerji Santralleri
KF	:	Kalite Faktörü
KİT	:	Kamu İktisadi Teşebbüsü
Km	:	Kilometre
km^2	:	Kilometrekare
LFG	:	Landfill Gas
LNG	:	Sıvılaştırılmış Doğal Gaz
m^2	:	Metrekare
m^3	:	Metreküp
MAPEG	:	Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü
mn	:	Milyon
MW	:	Megawat

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-3/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]7228
Beşiktaş V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

MWh	:	Megawatsaat
NMGO	:	Nominal makul getiri oranı
No	:	Numara
ODVTt	:	t tarife yılındaki ortalama düzenlenmiş varlık tabanı değeri
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
RES	:	Rüzgar Enerji Santralleri
RMGO	:	Reel Makul Getiri Oranı
Sm^3	:	Standart metreküp
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu AŞ
Şehir Gazı	:	Ekonomik ve coğrafi sebepler ile doğal gazın ulaşamadığı ilçe ve beldelere CNG taşıma üniteleri vasıtası ile doğal gazın iletimi
t	:	Tarife uygulama dönemindeki her bir tarife yılı
Tarife Metodolojisi	:	Tarife Hesaplama Usul ve Esasları
TL	:	Türk Lirası
TNYG	:	Tarifeye Esas Gerçekleşen Net Yatırım Tutarı
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler AŞ
Vb.	:	Ve benzeri
Vs.	:	Vesaire
YBt	:	t tarife yılına ilişkin yatırım bileşeni
YDBt	:	tarife uygulama döneminin her bir t tarife yılına ilişkin yatırım bileşeni hesaplamalarında dikkate alınan yatırım düzeltme bileşeni

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Mardin Cad. Park Maka Sitesi
F-Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) [illegible] Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

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, Enerya Enerji A.Ş.'nin (bundan böyle aşağıda "Enerya Enerji" 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, Enerya Enerji ile Vakıf Yatırım arasında 03.05.2023 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.

Enerya Enerji ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Vakıf Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Enerya Enerji 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 Enerya Enerji arasında 03.05.2023 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).

Esra SARI, Kurumsal Finansman Birimi Müdür Yardımcısı, iş hayatına Aralık/2016'da Vakıf Yatırım Kurumsal Finansman biriminde başlamıştır ve görevine bu kurumda devam etmektedir. Sarı, 6 yıllık süre içerisinde halka arz projeleri, özel sektör bono ve kira sertifikası ihraç süreçleri ve sermaye artırımları gibi birçok birim iş sürecinde görev almıştır. Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası bölümünden Lisans derecesine sahip olan Sarı, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ve Türev Araçlar Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 211522, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 307948).

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Sicil No: 57228
V.D. 922 008 8359

Mehmet Doğa Doğmuş, Kurumsal Finansman Birimi Uzmanı, iş hayatına Eylül/2019'da Konsey Yeminli Mali Müşavirlik Denetim ve Danışmanlık şirketinde Vergi Denetimi biriminde başlamıştır. Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik stajı başlatma sınavını geçerek hali hazırda Aday Meslek Mensubu olarak Tam Tasdik Hizmetleri ve KDV İadesi Tasdik Hizmetleri süreçlerinde aktif rol almıştır. Haziran/2020'de Vakıf Yatırım Menkul Kıymet İşlem Aracılığı Biriminde dealer olarak göreve başlamış, Haziran/2022'den itibaren aynı kurumda Kurumsal Finansman Biriminde görev yapmaktadır. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünden Lisans derecesine sahip olan Doğmuş, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 924586).

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
C-2/A Blok No:6 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş

Enerya Enerji A.Ş. 18 Temmuz 2006 tarihinde Türk Ticaret Kanunu hükümlerine uygun olarak kurulmuş ve 28 Ağustos 2006 tarih ve 6628 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde tescil edilmiştir.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

İşbu Rapor tarihi itibariyle Şirket'in ödenmiş sermayesi 120.000.000 TL'dir.

Şekil 1: Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Payı (%)	Payı (TL)
Ahlatcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.	%99,70	119.639.926
Ahlatcı Holding A.Ş.	%0,30	360.074
Nominal sermaye	**100,00%**	**120.000.000**

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 2006 yılında doğal gaz dağıtım alanında faaliyet göstermek amacı ile kurulmuştur. Şirket'in gaz dağıtım faaliyetinde bulunan bağlı ortaklıkları olan Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri'nin unvanları ve etkin ortaklık oranlarını gösteren tablo aşağıda sunulmuştur. Ayrıca Şirket özsermaye yöntemi ile muhasebeleştirilen yatırımlar olarak sınıflandırdığı "Ahl Ahlatcı Finansal Yönetim A.Ş." şirketinde %29 oranında pay sahibidir.

Şekil 2: Şirket'in Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri

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

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ayazağa Mah. Ebubekir Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2(A Blok) No:18 Beşiktaş 34396 İSTANBUL
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Şekil 3: Doğal Gaz Dağıtım Şirketlerinin 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

Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 16 Şubat 2036 tarihine kadar Denizli Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde; Acıpayam, Baklan, Bozkurt, Buldan, Çal, Çameli, Çardak, Çivril, Honaz, Kale, Merkezefendi, Pamukkale, Sarayköy, Serinhisar, Tavas ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 05 Aralık 2033 tarihine kadar Konya Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde; Akşehir, Altınekin, Beyşehir, Bozkır, Cihanbeyli, Hadim, Ilgın, Kadınhanı, Karapınar, Karatay, Kulu, Meram, Sarayönü, Selçuklu, Tuzlukçu, Yunak ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 22 Haziran 2034 tarihine kadar dağıtım lisansı sınırları dâhilinde; Ereğli ve Emirgazi ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 12 Ekim 2036 tarihine kadar Antalya Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde; Aksu, Alanya, Döşemealtı, Elmalı, Kemer, Kepez, Konyaaltı, Korkuteli, Muratpaşa, Serik ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 29 Eylül 2035 tarihine kadar Nevşehir ve Niğde illeri sınırları dâhilinde; Acıgöl, Avanos, Bor, Çiftlik, Derinkuyu, Gülşehir, Hacıbektaş, Nevşehir Merkez, Niğde Merkez, Ürgüp ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 25 Mayıs 2034 tarihine kadar Aksaray ili sınırları dâhilinde; Ağaçören, Aksaray Merkez, Eskil, Gülağaç, Güzelyurt, Ortaköy, Sarıyahşi, Sultanhanı ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

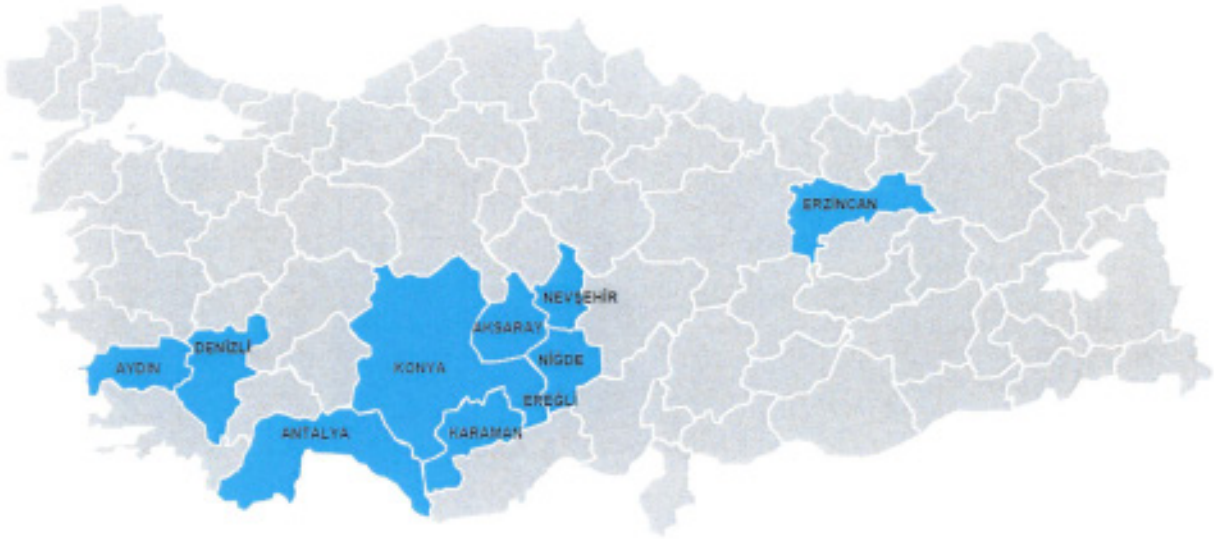
Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 14 Temmuz 2036 tarihine kadar Karaman ili sınırları dâhilinde; Ermenek, Karaman Merkez, Kazımkarabekir ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 04 Ağustos 2036 tarihine kadar Erzincan ili sınırları dâhilinde; Çayırlı, Erzincan Merkez, İliç, Kemah, Refahiye, Tercan, Üzümlü ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş.'ye, 21 Ağustos 2038 tarihine kadar Aydın Büyükşehir Belediyesi bölgesi sınırları dâhilinde; Çine, Efeler, Germencik, İncirliova, Koçarlı, Köşk, Kuşadası, Kuyucak, Nazilli, Söke, Sultanhisar, Yenipazar ilçelerinde doğal gaz dağıtım hakkı verilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah./Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
4-A Blok No:48 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0(212) 255 03 77 Fax: 0(212) 255 03 12
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 157228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0882-5600017

Şekil 4: Şirket'e Ait Lisans Kapsamındaki Doğal Gaz Dağıtım Bölgeleri



Kaynak: Şirket

Şirket'in Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri, 31 Aralık 2022 tarihi itibariyle toplamda 1.701.701 adet mesken, ticari, sınai ve taşıma hizmeti verilen müşteriye doğal gaz dağıtımı yapılmasına imkân veren 18.027 kilometre uzunluğunda bir doğal gaz dağıtım hattı işletmekte olup, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 3,58 milyar Sm³ hacminde doğal gaz dağıtımı gerçekleştirmiştir.

Şekil 5: Şirket Dağıtım Hatlarının Boru Hattı Türüne Göre Genişlemesi

Hat Türü	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Çelik Boru Hatları	1.200.129	1.349.233	1.525.980
Polietilen Boru Hatları	9.560.521	10.593.304	11.599.900
Servis Hatları*	3.953.790	4.415.394	4.901.530
Toplam	**14.714.440**	**16.357.931**	**18.027.410**

** Servis hatları, Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri'nin dağıtım hattı ile müşterilerin bulundukları konumda bulunan hizmet vanalarının bağlanmasında kullanılan boru hatlarını ve tali altyapıları kapsamaktadır.*
Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiyelu Mardan Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0(212) 357 25 77 Fax: 0(212) [illegible]
[illegible]@vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357229
Vergi Kurumlar V.D. 922 008 3359
Mersis No. 0-9220-0803-4500017

Şekil 6: Doğal Gaz Satışlarının İller Bazında Sektörlere Göre Dağılımı (Sm³)

2022 yılı tüketim miktarları (Taşıma Gazı Dahil)							
2022 Yıllık Tüketim(m3)	Konut	Elektrik Üretim Tesisleri	İnşaat (inşaat ürünleri, yol yapım, vs.)	OSB'ler	Sanayi Tesisleri	Ticarethane ve Diğer	Toplam
Enerya Denizli	240.256.877	54.087.754	1.548.063		624.137.246	63.516.641	983.546.581
Enerya Aydın	91.683.458			41.989.667	72.363.405	11.924.426	217.960.955
Enerya Antalya	86.885.343		2.206		4.521.716	721.391.057	812.800.322
Enerya Erzincan	54.359.707		926.040	4.318.908	798.569	27.019.359	87.422.582
Enerya Konya	534.404.289		825.206	89.081.990	57.032.627	194.769.507	876.113.618
Enerya Ereğli	37.153.969		419.841		16.574.118	40.127.054	94.274.982
Enerya Kapadokya	146.013.009		1.643.999	7.033.191	7.042.291	51.460.837	213.193.328
Enerya Karaman	60.388.055		552.561		50.104.402	16.881.345	127.926.363
Enerya Aksaray	77.100.193		705.415	34.653.180	24.041.320	27.976.061	164.476.169
Toplam	1.328.244.900	54.087.754	6.623.331	177.076.936	856.615.693	1.155.066.287	3.577.714.900

Kaynak: Şirket

AKİF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
C-2A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0212 352 35 77 Fax:0212 352 35 00
www.akifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Bağımsız Kurumlar V.D. 922 008 8359
MERSİS No: 0-9220-0883-6950017

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
Abdi İpekçi Mah. Etiyolu Mardin Cad. Park Plaza Sitesi
F-28 Blok No:11 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [redacted] Fax: [redacted]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [redacted]7228
Şehir dışı kurumlar V.D. 922 008 8259

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. Ebbuula Medin Cad. Park Maya Sitesi
B2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No:
Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922008835900017

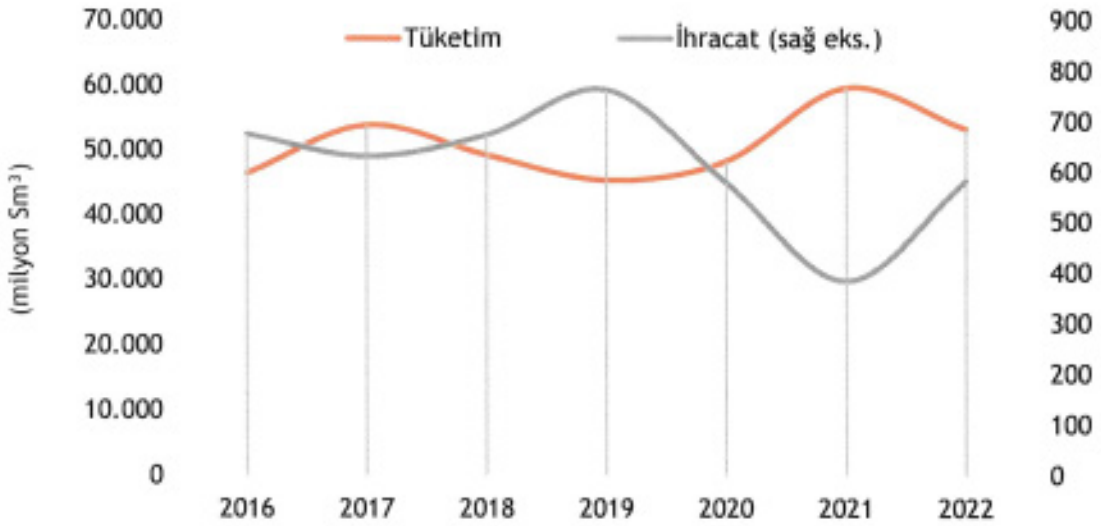
DAĞITIM

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, 2022 yılında yurt içinde tüketilen doğal gaz miktarı yıllık bazda %10,62 düşüşle 53.255,02 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde gerçekleşen 581,43 milyon Sm³'lük ihracat ile 2022 yılında toplam doğal gaz talebi 53.836,45 milyon Sm³ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şekil 7: Türkiye Doğal Gaz Piyasası Tüketim ve İhracat Gelişimi

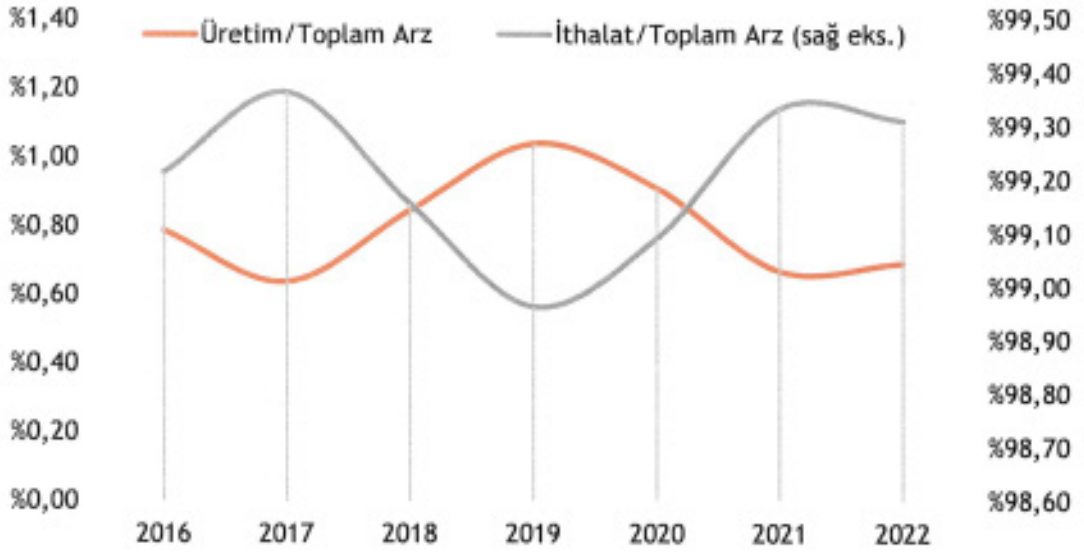


Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

EPDK verilerine göre, 2022 yılında Türkiye'de toplam doğal gaz arz miktarı yıllık bazda %6,86 gerileyerek 55.041,49 milyon Sm³ olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu toplam arzın %0,69'luk kısmı Türkiye'de üretilen doğal gaz ile, geri kalan %99,31'lik kısım ise yurt dışından ithalat lisansı sahibi şirketler tarafından değişik kaynaklardan gerçekleştirilen ithalat ile karşılanmıştır.

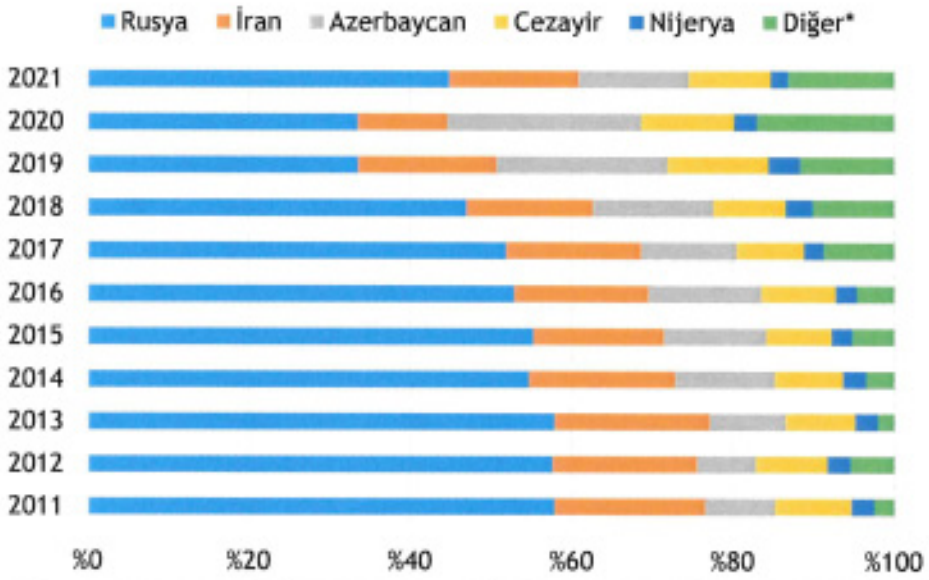
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Mardan Cad. Park Gayrisi Sitesi
F-2 Blok No: 19 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaz Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0853-5900017

Şekil 8: Türkiye Doğal Gaz Arznın Karşılandığı Kaynakların Payları



Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

Şekil 9: Doğal Gaz İthalatının Ülke Bazında Payları



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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Eğitula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-20 Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel:0(212) 352 35 77 Fax: [redacted]
www.vakifyatirim.com.tr
Mersis No: [redacted] Ticaret Sicil No: [redacted]57228
Vergi Daireleri Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5600017

4. Finansal Veriler

4.1. Bilanço

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

Şekil 10: Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço Kalemleri

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
VARLIKLAR				
DÖNEN VARLIKLAR	**754.891.178**	**1.632.017.988**	**3.926.062.349**	**3.719.485.463**
Nakit ve nakit benzerleri	243.384.771	268.970.158	1.107.738.813	1.692.549.257
Ticari alacaklar	441.790.988	835.903.327	2.522.375.254	1.845.276.322
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	-	-	*253.750*	*3.824.159*
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	*441.790.988*	*835.903.327*	*2.522.121.504*	*1.841.452.163*
Diğer alacaklar	5.759.283	444.619.868	24.986.899	44.605.377
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	*5.252.577*	*433.100.129*	*24.139.329*	*26.856.524*
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	*506.706*	*11.519.739*	*847.570*	*17.748.853*
Türev araçlar	16.355.413	-	-	-
Stoklar	12.653.896	22.000.649	74.195.959	81.661.452
Peşin ödenmiş giderler	14.659.933	20.481.099	27.954.488	39.727.211
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	2.224.562	771.106	50.094.797	922.416
Diğer dönen varlıklar	18.062.332	39.271.781	118.716.139	14.743.428
DURAN VARLIKLAR	**1.447.696.268**	**1.923.566.204**	**10.829.174.820**	**10.897.713.961**
Diğer alacaklar	1.368.490	1.393.874	450.424	502.746
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	*989.547*	*1.003.606*	*26.105*	*26.105*
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	*378.943*	*390.268*	*424.319*	*476.641*
Finansal yatırımlar	-	-	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	7.197.290
Maddi duran varlıklar	1.151.759.943	1.370.648.672	10.668.175.435	10.723.249.077
Peşin ödenmiş giderler	23.748	-	-	-
Kullanım hakkı varlıkları	12.191.998	*8.529.693*	*15.090.607*	*16.055.810*
Maddi olmayan duran varlıklar	45.583.014	61.713.736	93.238.281	91.670.335
- Diğer maddi olmayan duran varlıklar	*45.583.014*	*61.713.736*	*93.238.281*	*91.670.335*
Ertelenmiş vergi varlığı	226.887.375	481.280.229	52.220.073	59.038.703
Diğer duran varlıklar	9.881.700	-	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	**2.202.587.446**	**3.555.584.192**	**14.755.237.169**	**14.617.199.424**

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Kurumlar V.D. 922 008 8359

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
KAYNAKLAR				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**1.729.249.476**	**2.384.612.195**	**5.795.946.555**	**5.400.906.256**
Kısa vadeli borçlanmalar	40.000.000	-	457.278.353	382.065.406
-İlişkili olmayan taraflardan kısa vadeli borçlanmalar	40.000.000	-	457.278.353	382.065.406
- Banka kredileri	*40.000.000*	-	*457.278.353*	*382.065.406*
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	148.857.383	120.459.617	28.018.996	30.872.393
-İlişkili olmayan taraflardan kısa vadeli borçlanmalar	148.857.383	5.384.629	28.018.996	30.872.393
- Banka kredileri	*142.838.812*	*1.476.763*	*21.532.300*	*22.654.602*
- Kiralama işlemlerinden borçlar	*6.018.571*	*3.907.866*	*6.486.696*	*8.217.791*
-İlişkili taraflardan kısa vadeli borçlanmalar	-	115.074.988	-	-
- Diğer uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	-	*115.074.988*	-	-
Ticari borçlar	494.497.380	886.912.145	2.610.887.139	1.906.949.854
- İlişkili taraflara ticari borçlar	*319.959*	*7.370.552*	*1.544.926*	*693.620*
-İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	*494.177.421*	*879.541.593*	*2.609.342.213*	*1.906.256.234*
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	8.128.938	11.285.880	31.091.474	27.055.840
Diğer borçlar	987.586.357	1.272.054.260	2.504.326.683	2.873.927.874
- İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	*14.643.269*	*14.652.415*
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	*987.586.357*	*1.272.054.260*	*2.489.683.414*	*2.859.275.459*
Ertelenmiş gelirler	41.391.035	54.727.686	83.042.994	88.309.064
Dönem karı vergi yükümlülüğü	93.934	5.170.049	64.858.821	70.943.530
Kısa vadeli karşılıklar	8.694.449	7.881.319	16.442.095	20.782.295
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	*5.645.039*	*5.583.165*	*10.271.746*	*14.611.946*
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	*3.049.410*	*2.298.154*	*6.170.349*	*6.170.349*
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	26.121.239	-	-
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	**970.853.558**	**1.509.093.744**	**1.518.639.329**	**1.548.963.311**
Uzun vadeli borçlanmalar	398.369.283	813.828.260	51.509.862	47.898.330
- İlişkili Olmayan Taraflara Uzun Vadeli Borçlanmalar	398.369.283	12.000.670	51.509.862	47.898.330
- Banka kredileri	*389.700.721*	*5.249.438*	*36.388.237*	*31.590.407*
- Kiralama İşlemlerinden borçlar	*8.668.562*	*6.751.232*	*15.121.625*	*16.307.923*
-İlişkili Taraflara Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	801.827.590	-	-
- Diğer uzun vadeli borçlanmalar	-	*801.827.590*	-	-
Diğer borçlar	100.000	-	5.737.294	1.388.000
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	*100.000*	-	*5.737.294*	*1.388.000*
Ertelenmiş gelirler	557.206.283	676.039.065	948.619.838	988.973.637
Uzun vadeli karşılıklar	9.697.155	15.446.129	28.044.506	39.172.971
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	*9.697.155*	*15.446.129*	*28.044.506*	*39.172.971*
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	5.480.837	3.780.290	484.727.829	471.530.373

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Çoğulla Mardin Cad. Park Maya Sites
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 3777 Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922008835900017

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
ÖZKAYNAKLAR	**(497.515.588)**	**(338.121.747)**	**7.440.651.285**	**7.667.329.857**
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	**(467.088.326)**	**(325.446.565)**	**6.397.132.279**	**6.619.132.460**
Ödenmiş sermaye	120.000.000	120.000.000	120.000.000	120.000.000
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	16.975.488	11.826.046	11.826.046	12.224.854
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	(1.393.321)	(2.102.543)	6.410.581.154	6.409.899.711
-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları	*(1.393.321)*	*(2.102.543)*	*(5.085.223)*	*(5.766.666)*
-Yeniden değerleme ve ölçüm kazançları	-	-	*6.415.666.377*	*6.415.666.377*
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	(8.322.153)	-	-	-
-Riskten korunma kayıpları	*(8.322.153)*	-	-	-
Geçmiş yıllar zararları	(623.318.965)	(589.198.898)	(455.170.068)	(145.673.729)
Net dönem karı / (zararı)	28.970.625	134.028.830	309.895.147	222.681.624
Kontrol gücü olmayan paylar	**(30.427.262)**	**(12.675.182)**	**1.043.519.006**	**1.048.197.397**
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAK	**2.202.587.446**	**3.555.584.192**	**14.755.237.169**	**14.617.199.424**

Şirket'in toplam varlıkları 2020 yılsonu itibarıyla 2.202.587.446 TL, 2021 yılsonu itibarıyla 3.555.584.192 TL, 2022 yılsonu itibarıyla 14.755.237.169 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 14.617.199.424 TL seviyesindedir. 31.03.2023 itibarıyla toplam varlıkların %25,4'ü dönen varlıklardan %74,6'sı ise duran varlıklardan oluşmaktadır. Dönen varlıkların ağırlıklı kısmı ticari alacaklar ile nakit ve nakit benzerlerinden oluşmaktadır. Buna göre Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla kısa vadeli ticari alacakları 1.845.276.322 TL olup, nakit ve nakit benzerleri 1.692.549.257 TL seviyesindedir. Şirket'in 31.03.2023 sonu itibarıyla 10.897.713.961 TL seviyesinde olan toplam duran varlıkları içerisinde ağırlıklı kısmı 10.723.249.077 TL ile maddi duran varlıklar kalemi oluşturmaktadır. Maddi duran varlıklar içerisinde ağırlıklı kısmı ise 10.615.557.052 TL'lik net defter değeri ile doğal gaz şebekesi ve altyapı yatırımları oluşturmaktadır.

Şirket'in toplam yükümlülükleri 31.12.2020 itibarıyla 2.700.103.034 TL, 31.12.2021 itibarıyla 3.893.705.939 TL, 31.12.2022 itibarıyla 7.314.585.884 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 6.949.869.567 TL seviyesindedir. 31.03.2023 itibarıyla toplam yükümlülükler içerisinde ağırlığı %77,7 ile kısa vadeli yükümlülükler oluşturmaktadır. Şirket'in kısa vadeli finansal borçlarının toplamı 31.03.2023 itibarıyla 412.937.799 TL olup, uzun vadeli finansal borçlarının toplamı 47.898.330 TL'dir. Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla 1.692.549.257 TL seviyesinde nakit ve nakit benzerleri bulunmasından dolayı toplam finansal borçları düştüğümüzde 1.231.713.128 TL seviyesinde net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

Şekil 11: Şirket Finansal Borçluluk Durumu

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Finansal borç toplamı	**587.226.666**	**934.287.877**	**536.807.211**	**460.836.129**
Kısa vadeli finansal borçlar	188.857.383	120.459.617	485.297.349	412.937.799
Uzun vadeli finansal borçlar	398.369.283	813.828.260	51.509.862	47.898.330
Nakit ve nakit benzerleri	**243.384.771**	**268.970.158**	**1.107.738.813**	**1.692.549.257**
Net borç	**343.841.895**	**665.317.719**	**(570.931.602)**	**(1.231.713.128)**

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
F-Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

4.2. Gelir Tablosu

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

Şekil 12: Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş Seçilmiş Konsolide Gelir Tablosu Kalemleri

TL	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
KAR VEYA ZARAR KISMI					
Hasılat	2.689.962.539	3.700.025.016	12.105.547.615	3.382.738.229	6.394.387.524
Satışların maliyeti (-)	(2.369.955.987)	(3.215.316.577)	(11.315.825.090)	(3.027.599.571)	(5.854.455.710)
Brüt kar	**320.006.552**	**484.708.439**	**789.722.525**	**355.138.658**	**539.931.814**
Genel yönetim giderleri (-)	(74.362.736)	(123.486.263)	(121.643.780)	(23.632.321)	(49.161.494)
Pazarlama giderleri (-)	(6.343.058)	(7.933.902)	(7.561.786)	(1.123.741)	(2.762.244)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	40.315.961	48.535.211	83.595.518	23.622.376	114.014.117
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(7.286.656)	(18.551.395)	(18.443.131)	(2.979.913)	(2.838.516)
Esas faaliyet karı	**272.330.063**	**383.272.090**	**725.669.346**	**351.025.059**	**599.183.677**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	1.046.133	1.538.353	662.037.924	-	3.405.001
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(15.420)	(133.330)	(489)	(144)	(2.875)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	-	-	-	-	(52.710)
Finansman geliri/(gideri) öncesi faaliyet karı	**273.360.776**	**384.677.113**	**1.387.706.781**	**351.024.915**	**602.533.093**
Finansman gelirleri	8.253.261	104.026.352	105.895.165	1.969.615	12.449.334
Finansman giderleri (-)	(233.237.011)	(537.347.261)	(1.321.867.612)	(434.924.668)	(328.777.441)
VERGİ ÖNCESİ KAR / (ZARAR)	47.800.776	(51.731.047)			
VERGİ ÖNCESİ KAR / (ZARAR)	**48.377.026**	**(48.643.796)**	**171.734.334**	**(81.930.138)**	**286.204.986**
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri / (gideri)	**(7.949.905)**	**206.680.925**	**46.585.858**	**20.815.160**	**(57.302.437)**
Dönem vergi gideri (-)	(40.419.546)	(49.165.019)	(134.084.097)	(30.675.924)	(77.114.147)
Ertelenmiş vergi geliri	32.469.641	255.845.944	180.669.955	51.491.084	19.811.710
DÖNEM KARI	**40.427.121**	**158.037.129**	**218.320.192**	**(61.114.978)**	**228.902.549**
Dönem karı/ (zararı) dağılımı	**40.427.121**	**158.037.129**	**218.320.192**	**(61.114.978)**	**228.902.549**
Kontrol gücü olmayan paylar	11.456.496	24.008.299	(91.574.955)	(28.190.132)	6.220.925
Ana ortaklık payları	28.970.625	134.028.830	309.895.147	(32.924.846)	222.681.624

Kaynak: Şirket

Şirket i) doğal gaz satışları, ii) münferit bağlantı bedelleri satışları, iii) abone bağlantı bedelleri gelirleri, 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 2020 yılında 2.689.962.539 TL, 2021 yılında 3.700.025.016 TL ve 2022 yılında 12.105.547.615 TL seviyesinde gerçekleşmiş olup, 1Ç23 döneminde ise yıllık bazda %89 artışla 6.394.387.524 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 1Ç23 döneminde toplam abone sayısı yıllık bazda %11,5 artarak 1.720.078 adet olurken, toplam gaz satış hacmi yıllık bazda %9,8 gerileyerek 1.352,9 mn m³ olmuştur. Dolayısıyla net satış gelirlerinin 1Ç23 dönemindeki artışında gaz satış fiyatlarındaki artış ve yeni tarifeler etkili olmuştur.

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-20A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 352 32 77 Fax: 0212 352 32 78
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 337228
Vergi Dairesi: Kumlar V.D. 922 008 8359
MERSİS No: 0920-9220-0883-5900017

Şirket'in satışlarının maliyetinin ağırlıklı kısmı satılan doğal gaz maliyetinden oluşmaktadır. Satışların maliyeti 2020 yılında 2.369.955.987, 2021 yılında 3.215.316.577 TL, 2022 yılında 11.315.825.090 TL ve 1Ç23 döneminde yıllık bazda %93,4 artarak 5.854.455.710 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 1Ç23 döneminde satışların maliyeti içerisinde satılan doğal gaz maliyetinin payı %96,6 olmuştur.

Şekil 13: Şirket Konsolide Net Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti

TL	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Doğal gaz satışları	2.610.574.922	3.585.037.583	11.943.121.238	3.352.791.086	6.347.938.237
Münferit bağlantı bedelleri gelirleri	10.361.602	12.652.035	40.312.768	3.821.984	6.810.694
Abone bağlantı bedelleri gelirleri	27.443.959	34.396.849	46.452.521	10.040.183	14.269.037
Taşıma hizmet gelirleri	31.457.270	50.744.680	54.054.174	12.337.524	17.332.188
Diğer satış / hizmet gelirleri	10.147.158	17.232.717	21.621.742	3.748.321	8.045.234
Brüt satışlar	**2.689.984.911**	**3.700.063.864**	**12.105.562.443**	**3.382.739.098**	**6.394.395.390**
Satış iade ve indirimleri	-22.372	-38.848	-14.828	-869	-7.866
Net satışlar	**2.689.962.539**	**3.700.025.016**	**12.105.547.615**	**3.382.738.229**	**6.394.387.524**
Satılan doğalgaz maliyeti	-2.183.279.682	-2.997.224.419	-10.873.895.245	-2.938.204.229	-5.653.326.457
Diğer hizmet maliyetleri	-186.676.305	-218.092.158	-441.929.845	-89.395.342	-201.129.253
Satışların maliyeti	**-2.369.955.987**	**-3.215.316.577**	**-11.315.825.090**	**-3.027.599.571**	**-5.854.455.710**

Kaynak: Şirket

Şekil 14: Doğal Gaz Dağıtım Şirketlerinin Abone Sayıları (Bağlantı Adet)

Bağlantı Adet	2019	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Aksaray	79.442	88.430	101.197	112.774	101.658	113.215
Antalya	122.297	143.996	173.455	212.359	179.151	218.305
Aydın	82.092	99.295	120.386	153.693	123.663	158.688
Denizli	244.754	262.694	282.307	306.523	285.536	309.865
Ereğli	38.112	40.391	45.056	48.441	45.162	48.617
Erzincan	49.567	54.236	64.540	68.914	64.722	69.113
Nevşehir	65.477	69.631	78.755	85.219	79.122	85.646
Niğde	68.647	72.420	78.086	81.390	78.341	81.606
Karaman	63.330	66.977	73.945	78.082	74.045	78.269
Konya	419.950	462.414	508.277	554.306	511.092	556.754
Toplam	**1.233.668**	**1.360.484**	**1.526.004**	**1.701.701**	**1.542.492**	**1.720.078**

Kaynak: Şirket

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Abdullah Nardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:12 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 282 85 77 Faks: 0212 282 86 28
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

Şekil 15: Doğal Gaz Dağıtım Şirketlerinin Bağımsız Birim Sayıları (BBS)

Bağlantı BBS*	2019	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Aksaray	93.656	102.875	114.201	126.561	114.705	127.022
Antalya	129.911	152.466	183.153	223.497	189.053	230.095
Aydın	84.841	102.587	124.146	158.752	127.564	163.969
Denizli	272.463	290.598	315.875	341.548	319.289	345.184
Ereğli	43.089	45.079	48.154	51.581	48.267	51.760
Erzincan	55.698	60.475	67.829	72.440	68.011	72.642
Nevşehir	69.385	73.647	82.128	88.813	82.504	89.270
Niğde	72.745	76.597	81.430	84.807	81.692	85.028
Karaman	70.231	74.039	80.042	84.592	80.170	84.784
Konya	491.037	534.494	584.906	633.946	587.897	636.640
Toplam	**1.383.056**	**1.512.857**	**1.681.864**	**1.866.537**	**1.699.152**	**1.886.394**

**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 16: Şirket Gaz Satış Hacmi (mm³)

(mm³)	2019	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Konut	975,6	1073,8	1170,3	1328,3	781,0	682,9
Konut dışı	222,0	212,3	236,9	303,9	143,8	131,8
Serbest	388,3	357,4	434,6	453,1	143,4	129,7
Taşıma	1368,1	1773,5	2250,1	1492,4	431,5	408,6
Toplam	**2.954,0**	**3.417,0**	**4.092,0**	**3.577,7**	**1.499,8**	**1.352,9**

Kaynak: Şirket

Şekil 17: Şirket Operasyonel Kârlılığı

Operasyonel Kârlılık (TL)	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
FVÖK	**239.300.758**	**353.288.274**	**660.516.959**	**330.382.596**	**488.008.076**
FVÖK marjı	8,9%	9,5%	5,5%	9,8%	7,6%
FAVÖK	**318.062.803**	**450.065.242**	**828.955.862**	**375.848.663**	**588.871.458**
FAVÖK marjı	11,8%	12,2%	6,8%	11,1%	9,2%

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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
B2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] 77 Fax: 0212 [illegible]
[illegible]@vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]7228
Bağlı Kurulmlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

5. Değerleme

5.1. 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.

5.1.1. 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 Enerya Enerji'nin konsolide nakit akışlarına ulaşılmıştır. Şirket gelirlerinin ve giderlerinin TL cinsinden olması nedeniyle İNA yöntemi kapsamında TL bazlı değerleme çalışması yapılmıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Gebulca Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No: 7 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 2[illegible] 77 Fax: [illegible]
[illegible]@vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]7228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0[illegible]9220-0882-5500017

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.

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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEGERLER A.Ş
Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 287228
Doğaz Yatırımlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0922-0883-5900017

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,

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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiyuda Nardin Cad. Park Maya Sitesi
B2/A Blok No:18 Beşiktaş 34349 İSTANBUL
Tel: 0(212) 3[illegible] 35 77 Fax: 0(212) [illegible]
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]7228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

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

i : *BVT belirlenen yıldan itibaren yılları,*
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,*
$İ_{t-1}$: *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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebubekir Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) [illegible] Fax: [illegible]
[illegible]yatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

(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.

(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. $TNY_Ö$ 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.

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

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 (%),

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Abdullah Nardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (0212) 351 35 77 Fax: (0212) [illegible]
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

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.

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

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.

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

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.

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

(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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0922008835900017

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 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.

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

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,*
$\Delta \dot{I}_i$	*: 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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5800017

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* $TNY_Ö$ *değerini aşan kısmı müteakip tarife yılına aktarılır. Aksi durumda, söz konusu yıla ait* TNY_G *değeri doğrudan dikkate alınır.*

c) *(b) bendi kapsamında tespit edilen* $TNY_Ö$ *değerini aşan kısım ile (ud-1) tarife uygulama döneminin ikinci yılına ait* TNY_G *değeri toplamının ilgili yıla ait* $TNY_Ö$ *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.*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Etiuula Nardin Cad. Park Plaza Sitesi
F-2A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Gönderici Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

(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.

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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 006 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

(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.

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,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

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.

(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.

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

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,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 9359
Mersis No: 0922-0008-5900017

m : *Her bir müşteri grubunu,*

YB_m : *Yatırım Bileşeninden m müşteri grubuna düşen payların tarife uygulama dönemi başı itibarıyla değerini,*

$YB^A_{t,m}$: *t tarife yılı yatırım bileşeninin m müşteri grubu ile ilgili ayrıştırılabilen kısmını,*

$YB^D_{t,m}$: *t tarife yılı yatırım bileşeninin ayrıştırılamayan kısmının m müşteri grubuna dağıtılan bölümünü gösterir.*

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

$$YB^D_{t,m} = YB^D_t \times YDA_m$$

YB^D_t : *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.

$$İGB_m = \sum_{t=1}^{y}\left(İGB^A_{t,m} + İGB^D_{t,m}\right)$$

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,*

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

$İGB^D_{t,m}$: *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.

$$İGB^D_{t,m} = İGB^D_t \times İGDA_m$$

$İGB^D_t$: *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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Varyap Masa Sitesi
F2/A Blok No: 5 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Yatırım Kuruluşlar V.D. 322 008 2259

$$GG_m = YB_m + İGB_m$$

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.

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

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,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Ticaret Sicil No: 357228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5500017

(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 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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 257228
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Taşıma Hizmeti Gelirleri: 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.

- **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. 2023 yılı için uygulanacak abone bağlantı bedeli üst sınırı 2.135 TL olup, İNA modeli kapsamında oluşturulan projeksiyonlarda 2023 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 2023 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.

AKİF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Gebulula Mardin Cad. Park Plaza Sitesi
İNA Binası No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] 35 77 Fax: [illegible]
www.akifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0803-5900017

6.1.1.1.4. Amortisman Giderleri Projeksiyonu

Projeksiyon döneminde amortisman giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %1,2 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 %-1,2 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Fax:
İstanbul Ticaret Sicil No:
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5500017

Net İşletme Sermayesi (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net İşletme Sermayesi	**151.224.352**	**209.749.924**	**253.537.341**	**303.468.422**	**-25.577.628**	**-27.108.267**
Satışlara oranı	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	-0,1%	-0,1%
Net İşletme Sermayesi Değ.	**165.540.278**	**58.525.573**	**43.787.417**	**49.931.080**	**-329.046.050**	**-1.530.639**
Satışlara oranı	1,3%	0,3%	0,2%	0,2%	-0,9%	0,0%

Net İşletme Sermayesi (TL)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net İşletme Sermayesi	**-45.842.180**	**-75.434.470**	**-96.851.861**	**-794.766.962**	**-957.779.622**	**-1.317.293.443**
Satışlara oranı	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-1,0%	-1,0%	-1,9%
Net İşletme Sermayesi Değ.	**-18.733.913**	**-29.592.290**	**-21.417.391**	**-697.915.101**	**-163.012.660**	**-359.513.821**
Satışlara oranı	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,9%	-0,2%	-0,5%

Net İşletme Sermayesi (TL)	2035T	2036T	2037T	2038T
Net İşletme Sermayesi	**-1.568.481.487**	**-2.293.884.724**	**-1.842.392.716**	**-2.109.969.416**
Satışlara oranı	-1,9%	-3,9%	-6,7%	-6,6%
Net İşletme Sermayesi Değ.	**-251.188.044**	**-725.403.237**	**451.492.008**	**-267.576.700**
Satışlara oranı	-0,3%	-1,2%	1,6%	-0,8%

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 058 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

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 2023 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 dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

Yatırım Harcamaları (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T
Yatırım Harcamaları (TL)	**502.003.778**	**682.776.122**	**690.295.910**	**815.210.963**
Satışlara Oranı	3,8%	3,6%	2,8%	2,7%

Yatırım Harcamaları (TL)	2027T	2028T	2029T	2030T
Yatırım Harcamaları (TL)	**1.644.711.149**	**1.703.428.469**	**1.787.309.898**	**2.008.808.042**
Satışlara Oranı	4,7%	4,1%	3,6%	3,4%

Yatırım Harcamaları (TL)	2031T	2032T	2033T	2034T
Yatırım Harcamaları (TL)	**1.953.635.049**	**2.084.272.479**	**2.081.072.618**	**1.571.248.218**
Satışlara Oranı	2,8%	2,6%	2,2%	2,3%

Yatırım Harcamaları (TL)	2035T	2036T	2037T	2038T
Yatırım Harcamaları (TL)	**1.641.495.295**	**1.333.778.883**	**1.718.679.134**	**441.772.428**
Satışlara Oranı	2,0%	2,2%	6,3%	1,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
İstanbul Ticaret Sicil No:
Vergi Dairesi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

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 Türkiye 10 yıllık tahvil faizi kullanılmıştır. Türkiye 10 yıllık tahvil faizi 23.05.2023 itibarıyla %9,10, son 1 yıllık ortalama olarak %13,2 seviyesinde olmasına karşın, ihtiyatlılık gereği 2023 yılı için Türkiye 10 yıllık tahvil faizinin 2022 yılı ortalaması olan %18,7 kullanılmış olup, 2024 yılı için %18,2, 2025 yılı için %17,7, 2026 yılı için %17,2, 2027 yılı ve sonrası için %16,7 alınmıştır.

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

- **Borçlanma maliyeti:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 4,5 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.

- **Özsermaye Oranı:** Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla özkaynaklarının toplam kaynaklarına oranı %52,5 seviyesinde olup, söz konusu oranın projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmaktadır.

- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı 2023 yılı ve sonraki yıllar için %20 olarak dikkate alınmıştır.

- **Beta:** Projeksiyon Dönemi boyunca Beta katsayısı ihtiyatlılık gereği 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akatlar Mah. Büyükdere Mahmutbey Cad. Park Maya Sitesi
F Blok Kat:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] Fax: [illegible]
[illegible]yatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Faiz Oranı	18,7%	18,2%	17,7%	17,2%	16,7%	16,7%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	24,2%	23,7%	23,2%	22,7%	22,2%	22,2%
Borçlanma Maliyeti	23,2%	22,7%	22,2%	21,7%	21,2%	21,2%
Borç Primi	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	18,6%	18,2%	17,8%	17,4%	17,0%	17,0%
Özsermaye Oranı	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21,5%	21,1%	20,6%	20,2%	19,7%	19,7%

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
Borçlanma Maliyeti	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%
Borç Primi	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Özsermaye Oranı	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Risksiz Faiz Oranı	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
Borçlanma Maliyeti	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%
Borç Primi	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Özsermaye Oranı	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2A Blok No:6 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2023T	2024T	2025T	2026T
Satış gelirleri (net)	13.105.238.065	18.887.798.706	24.593.494.839	29.790.671.273
Büyüme	8,3%	44,1%	30,2%	21,1%
FVÖK	1.648.121.366	2.424.653.879	3.130.843.976	3.844.686.883
Operasyonel Kâr Marjı	12,6%	12,8%	12,7%	12,9%
Efektif Vergi	-329.624.273	-484.930.776	-626.168.795	-768.937.377
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	1.318.497.093	1.939.723.103	2.504.675.181	3.075.749.507
+ Amortisman	238.509.375	270.088.440	302.438.380	340.363.690
FAVÖK	1.886.630.741	2.694.742.319	3.433.282.356	4.185.050.573
FAVÖK Marjı	14,4%	14,3%	14,0%	14,0%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	210%	253%	228%	240%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	165.540.278	58.525.573	43.787.417	49.931.080
Yatırım Harcamaları	-502.003.778	-682.776.122	-690.295.910	-815.210.963
Satışlara oranı	-3,8%	-3,6%	-2,8%	-2,7%
Güvence Bedelleri Değ.	159.750.404	227.883.048	263.578.780	345.215.130
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	1.049.212.816	1.696.392.897	2.336.609.013	2.896.186.282
İskonto Faktörü	0,82	0,72	0,60	0,50
İskonto Edilmiş Nakit Akımları (31.03.2023)	863.423.596	1.213.748.462	1.393.965.970	1.452.880.971

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akat Mah. Büyükdere Maslak Cad. Park Maya Sitesi
F-2A Blok No: 18 Beşiktaş 34337 İSTANBUL
Tel: (212) [illegible] Fax: 0212 [illegible]
[illegible]@vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: [illegible]7228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 0359
Mersis No: 0-9270-0183-5600017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış gelirleri (net)	35.047.248.195	41.779.513.954	49.591.214.979	58.831.509.280
Büyüme	17,6%	19,2%	18,7%	18,6%
FVÖK	3.275.161.197	3.978.823.157	4.734.302.765	5.653.001.669
Operasyonel Kâr Marjı	9,3%	9,5%	9,5%	9,6%
Efektif Vergi	-655.032.239	-795.764.631	-946.860.553	-1.130.600.334
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	2.620.128.957	3.183.058.525	3.787.442.212	4.522.401.336
+ Amortisman	414.860.165	492.551.587	574.349.625	666.076.591
FAVÖK	3.690.021.362	4.471.374.743	5.308.652.390	6.319.078.260
FAVÖK Marjı	10,5%	10,7%	10,7%	10,7%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	396%	346%	311%	302%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-329.046.050	-1.530.639	-18.733.913	-29.592.290
Yatırım Harcamaları	-1.644.711.149	-1.703.428.469	-1.787.309.898	-2.008.808.042
Satışlara oranı	-4,7%	-4,1%	-3,6%	-3,4%
Güvence Bedelleri Değ.	506.849.803	590.233.988	633.707.951	680.540.407
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	0
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	2.226.173.826	2.563.946.270	3.226.923.802	3.889.802.581
İskonto Faktörü	0,43	0,36	0,30	0,25
İskonto Edilmiş Nakit Akımları (31.03.2023)	946.223.612	912.506.460	956.673.206	963.339.956

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
Akmaşı Mah. Abdülaziz Mecidin Cad. Park Maya Sitesi
B Blok No:4 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] Fax: [illegible]
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8369
Mersis No: 0-9220-0883-[illegible]

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış gelirleri (net)	69.642.009.552	79.308.281.864	93.628.093.535	69.742.764.977
Büyüme	18,4%	13,9%	18,1%	-25,5%
FVÖK	6.755.218.644	4.993.069.053	5.952.903.972	4.448.206.282
Operasyonel Kâr Marjı	9,7%	6,3%	6,4%	6,4%
Efektif Vergi	-1.351.043.729	-998.613.811	-1.190.580.794	-889.641.256
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	5.404.174.916	3.994.455.242	4.762.323.177	3.558.565.026
+ Amortisman	756.833.251	854.045.840	952.735.595	747.541.937
FAVÖK	7.512.051.896	5.847.114.893	6.905.639.567	5.195.748.219
FAVÖK Marjı	10,8%	7,4%	7,4%	7,4%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	258%	244%	218%	210%
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-21.417.391	-697.915.101	-163.012.660	-359.513.821
Yatırım Harcamaları	-1.953.635.049	-2.084.272.479	-2.081.072.618	-1.571.248.218
Satışlara oranı	-2,8%	-2,6%	-2,2%	-2,3%
Güvence Bedelleri Değ.	745.656.566	818.006.215	895.829.181	801.159.280
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	0	0	2.117.266.882
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	4.974.447.074	4.280.149.919	4.692.827.995	6.012.798.727
İskonto Faktörü	0,21	0,17	0,14	0,12
İskonto Edilmiş Nakit Akımları (31.03.2023)	1.029.138.774	742.907.621	677.179.737	724.808.199

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akmaşı Ebubula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 357228
Borsacı Kurumlar V.D. 922 008 8369
Mersis No. 0922-0883-5900017

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Satış gelirleri (net)	82.364.463.024	59.512.865.342	27.401.651.238	31.999.690.077	
Büyüme	18,1%	-27,7%	-54,0%	16,8%	
FVÖK	5.428.004.727	4.510.352.503	958.610.493	1.049.497.640	
Operasyonel Kâr Marjı	6,6%	7,6%	3,5%	3,3%	
Efektif Vergi	-1.085.600.945	-902.070.501	-191.722.099	-209.899.528	
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	4.342.403.782	3.608.282.003	766.888.394	839.598.112	
+ Amortisman	825.025.849	685.149.425	411.284.103	432.412.143	
FAVÖK	6.253.030.577	5.195.501.928	1.369.894.596	1.481.909.783	
FAVÖK Marjı	7,6%	8,7%	5,0%	4,6%	
Yatırım Harcamaları/Amortisman	199%	195%	418%	102%	
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-251.188.044	-725.403.237	451.492.008	-267.576.700	2.109.969.416
Yatırım Harcamaları	-1.641.495.295	-1.333.778.883	-1.718.679.134	-441.772.428	
Satışlara oranı	-2,0%	-2,2%	-6,3%	-1,4%	
Güvence Bedelleri Değ.	950.027.971	902.438.066	288.669.535	318.634.945	
İmtiyaz dönemi sonu varlık tabanı geri ödemesi (güvence bedelleri geri ödemesi sonrası)	0	1.132.440.263	-6.295.969.749	0	-1.344.204.168
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	4.727.150.351	5.719.934.110	-6.999.298.859	1.416.449.473	-3.454.173.584
İskonto Faktörü	0,10	0,08	0,07	0,06	0,05
İskonto Edilmiş Nakit Akımları (31.03.2023)	476.017.545	484.189.830	-491.607.244	83.107.829	-169.302.013

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akaretler Mah. Abdullah Meriçin Cad. Park Daya Sitesi
B2/A Blok No:19 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 96 00 Fax: (212) 352 96 24
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922-0088-5900017

5.1.2. 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 Enerya Enerji için 12.259.202.511 TL Firma Değerine ulaşılmaktadır. Söz konusu Firma Değerine Şirket'in 31.03.2023 sonu itibarıyla 1.231.713.128 TL olan net nakit pozisyonu eklenerek 31.03.2023 itibarıyla 13.490.915.639 TL Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır. Söz konusu Özsermaye Değeri, 2023 yılı özsermaye maliyeti ile düzeltilerek 30.05.2023 itibarıyla 13.980.188.888 TL Özsermaye Değeri'ne ulaşılmaktadır.

İNA Analizi Sonucu	TL
Projeksiyon Dönemi Firma Değeri (31.03.2023)	12.259.202.511
Net Borç (31.03.2023 itibarıyla)	-1.231.713.128
Ön Ödemeli Sayaç Yükümlülüğü (31.03.2023 itibarıyla)	0
Özsermaye Değeri (31.03.2023 itibarıyla)	13.490.915.639
Özsermaye Değeri - (30.05.2023 itibarıyla)	13.980.188.888

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.3. 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 değerlendirilmesine karşın ihtiyatlılık gereği Çarpan Analizi kapsamında FD/Satış, FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanları belli oranlarda ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Çarpan Analizi kapsamında kullanılan yurt içi ve yurt dışı şirketlerce aşağıda yer verilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akaretler Mah. Ebulula Mardin Cad. Pa[illegible]Mavi Sitesi
[illegible] Blok No:18 B Beşiktaş 34335 İSTANBUL
[illegible] 212 35[illegible] Fax: [illegible]
[illegible]yatirim.com
[illegible] Ticaret Sicil No: 357226
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0083-5800017

Benzer Şirketler - Yurt İçi

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı
Ahlatci Dogal Gaz Dagitim Enerji ve Yatirim A.S.	IBSE:AHGAZ	Türkiye	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.
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.
Akfen Yenilenebilir Enerji	IBSE:AKFYE	Türkiye	Akfen Yenilenebilir, yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretmek amacıyla kurulmuştur. Grup, Türkiye'nin farklı noktalarında kurulu hidroelektrik santralleri ("HES"), rüzgar enerji santralleri ("RES") ve güneş enerji santralleri ("GES") ile elektrik üretmeye devam etmektedir.
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.
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.
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.S.	IBSE:ALFAS	Türkiye	Şirket'in esas faaliyetleri; GES Panel Üretimi, Yenilenebilir enerji kaynaklarından veya diğerlerinden elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satılmasıdır.
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.
Ayen Enerji A.S.	IBSE:AYEN	Türkiye	Şirket'in fiili faaliyet konusu elektrik üretimi ve ticaretinin yapılmasıdır.
Baskent Dogalgaz Dagitim Gayrimenkul Yatirim Ortakligi A.S.	IBSE:BASGZ	Türkiye	Şirket, EPDK tarafından verilen 30 yıllık doğal gaz dağıtım lisansı ile Ankara ili sınırları içerisinde 31 Ağustos 2007 tarihinden itibaren 30 yıl süre ile doğal gaz faaliyetlerini sürdürmek için kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konusu, 4646 Sayılı Doğalgaz Piyasası Kanunu uyarınca çıkarılan mevzuata uygun şekilde doğal gaz dağıtım

			faaliyetleri ile ilgili olarak doğal gaz satın almak, satmak, sorumluluk alanındaki abone ve serbest tüketicilerin dağıtım şebekesine girmesini sağlayarak doğal gazın bu tüketicilere satışı ve teslimi ile ilgili tüm hizmetleri gerçekleştirmek; serbest tüketicilere ve bu tüketicilerin seçtikleri tedarikçilere talepleri halinde doğal gaz taşıma hizmetlerini ve yan hizmetleri sağlamaktadır.
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.
Consus Enerji Isletmeciligi ve Hizmetleri A.S.	IBSE:CONSE	Türkiye	Biyokütle, güneş, rüzgar dahil her türlü yenilenebilir enerji kaynaklarından ve doğal gazdan elektrik enerjisi üretmek amacıyla her türlü tesisi kurmak, işletmeye almak, devralmak, kiralamak, kiraya vermek, özelleştirme ihalelerine katılmak, mevcut tesisleri devralmak ve devretmek Şirket'in temel amaçlarındandır.
CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Sirketi	IBSE:CWENE	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu; güneş panelleri, invertörler, altyapı malzemeleri ve güneş enerjisi sistemleri ile ilgili ürünlerin üretimi, montajı ve satışı; yenilenebilir enerji ile ilgili makine, teçhizat ve yedek parça gibi her türlü araç ve gereçleri iç ve dış pazarda almak, satmak ve ithalat ve ihracatını yapmaktır.
Çan2 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.
Dogu Aras Enerji Yatirimlari AS	IBSE:ARASE	Türkiye	Şirket Erzurum, Ağrı, Ardahan, Bayburt, Erzincan, Iğdır ve Kars illerini kapsayan bölgede bağlı ortaklıkları olan, Aras Elektrik Dağıtım A.Ş. (Aras EDAŞ) ile elektrik dağıtım faaliyetlerini ve Aras Elektrik Perakende Satış A.Ş. (Aras EPSAŞ) ile de elektrik perakende satış faaliyetlerini yürütmektedir.
Enerjisa Enerji A.S.	IBSE:ENJSA	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu müşteri odaklı elektrik dağıtım ve perakende servis hizmetleridir.
Esenboga Elektrik Üretim A.S.	IBSE:ESEN	Türkiye	Şirket, başta güneş enerjisi olmak üzere, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik

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) 357 35 37 Fax: 0212 357 35 38
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Gelir İdaresi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

			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.
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.
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.S.	IBSE:HUNER	Türkiye	Şirket, yurt içi ve yurt dışında elektrik üretim tesisi kurulması, inşaatının yapılması, işletmeye alınması, kiralanması ve özellikle Güneş Enerjisi olmak üzere Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından enerji elde etmek amacıyla kurulmuştur.
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim 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.
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.
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.
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.
Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.S.	IBSE:ODAS	Türkiye	Şirket, doğal gaz kombine çevrimleri vasıtasıyla elektrik üretim faaliyetinde bulunmaktadır. Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması, tesislerin işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretilmesi, üretilen elektrik

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululadardın Cad. Park Maya Sitesi
F-2A Blok No: 7 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] 5 77 Fax: 0212 [illegible]
[illegible] Sicil No: 351228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-6900017

			enerjisinin ve/veya oluşturulan kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir.
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Uretim 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.
Smart Günes Enerjisi Teknolojileri Arastirma ve Gelistirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.S.	IBSE:SMRTG	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu yenilenebilir enerji santrallerinin kurulumu, güneş panellerinin üretimi, çeşitli Güneş Enerjisi Santrali sistem ekipmanlarının satışı ve pazarlama işlemleri, mühendislik ve işçilik hizmetinin verilmesi gibi hususları içermektedir.
Zedur Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	IBSE:ZEDUR	Türkiye	2012 yılında Isparta Elektrik Üretim A.Ş.'ni satın alarak enerji sektörüne giriş yapan firma 2021 yılında yenilenebilir enerji alanında yatırımlarını artırarak toplam kurulu gücünü 16,2 mWh'ye çıkarmıştır. 15 senelik otel işletmeciliği faaliyeti sonrasında 2021 yılı Mart ayında Utopia World Hotel'i devrederek turizm otel işletmeciliği faaliyetlerine ara veren firma enerji ve inşaat sektörlerine ağırlık vererek çalışmalarını sürdürmektedir. Şirket'in ana faaliyet konusu elektrik üretimidir.
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.

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

Şirket Kodu	FD/Satış (Son 12 aylık)	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)	PD/DD (Son 12 Aylık)	F/K (Son 12 Aylık)
IBSE:AHGAZ	~~0,0x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:AKENR	0,7x	7,6x	0,5x	~~NM~~
IBSE:AKFYE	~~7,0x~~	9,0x	1,5x	15,1x
IBSE:AKSEN	1,0x	7,0x	2,1x	8,6x
IBSE:AKSUE	~~45,7x~~	~~70,0x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:ALFAS	4,4x	~~25,8x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:AYDEM	~~5,5x~~	7,1x	0,5x	~~31,1x~~
IBSE:AYEN	1,2x	~~4,3x~~	1,4x	~~4,1x~~
IBSE:BASGZ	0,2x	14,3x	3,5x	15,5x
IBSE:BIOEN	~~6,4x~~	16,8x	~~9,0x~~	18,0x
IBSE:CONSE	5,0x	17,1x	~~0,0x~~	~~0,0x~~

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No:12 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Sicil No: 337228
V.D. 922 008 8359
0220-0883-5900017

IBSE:CWENE	4,1x	18,8x	~~11,9x~~	18,3x
IBSE:CANTE	3,3x	10,3x	3,8x	8,2x
IBSE:ARASE	~~0,0x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:ENJSA	0,4x	~~4,3x~~	1,8x	~~2,3x~~
IBSE:ESEN	~~5,9x~~	14,5x	0,8x	6,9x
IBSE:GWIND	~~6,9x~~	8,2x	4,8x	8,0x
IBSE:HUNER	~~11,9x~~	19,7x	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:KARYE	~~7,6x~~	9,9x	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:MAGEN	~~20,8x~~	~~38,6x~~	2,0x	11,8x
IBSE:NATEN	~~8,8x~~	~~31,4x~~	1,3x	5,4x
IBSE:NTGAZ	0,5x	~~2,0x~~	1,7x	~~2,9x~~
IBSE:ODAS	1,4x	~~3,8x~~	1,8x	~~4,1x~~
IBSE:PAMEL	~~237,6x~~	~~82,6x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:SMRTG	~~8,5x~~	~~67,9x~~	~~28,2x~~	~~84,6x~~
IBSE:ZEDUR	~~15,0x~~	~~29,5x~~	~~0,0x~~	~~0,0x~~
IBSE:ZOREN	1,3x	6,3x	0,6x	7,7x
Yurt İçi Ortalama	**1,7x**	**11,9x**	**1,9x**	**11,2x**

**30.05.2023 itibarıyla*
Kaynak: Capital IQ

Benzer Şirketler - Yurt Dışı

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı
Ascopiave 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.
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.
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.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Büyükdere Cad. Park Maria Sitesi
E-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 282 35 77 Fax: 0212 282 36 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 197228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Électricite de Strasbourg Société Anonyme	ENXTPA:ELEC	Fransa	Şirket Fransa'da bireylere, işletmelere ve yerel otoritelere elektrik ve doğal gaz arzı sağlamaktadır.
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.
Fluxys Belgium SA	ENXTBR:FLUX	Belçika	Şirket Belçika'da doğal gaz ve LNG iletim ve depolama faaliyetleri yürütmektedir.
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.
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.
National Grid plc	LSE:NG.	İngiltere	İngiltere ve ABD'de faaliyetleri bulunan şirket elektrik ve doğal gaz iletim ve dağıtımı yapmaktadır.
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.
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.
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.
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.
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.
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.
Spire Inc.	NYSE:SR	ABD	Şirket iştirakleriyle birlikte ABD'de doğal gazın alımı, perakende dağıtımı ve satışı faaliyetinde 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.

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

Şirket Kodu	FD/Satış (Son 12 aylık)	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)	PD/DD (Son 12 Aylık)	F/K (Son 12 Aylık)
BIT:ASC	~~5,7x~~	11,3x	0,6x	~~21,0x~~
NYSE:ATO	~~5,0x~~	14,0x	1,6x	19,5x
XTRA:EOAN	0,5x	~~24,5x~~	1,8x	~~33,9x~~
ENXTPA:ELEC	0,2x	~~2,6x~~	1,6x	11,8x
BME:ENG	~~9,0x~~	11,8x	1,6x	12,8x
ENXTBR:FLUX	2,5x	9,4x	3,0x	~~22,8x~~
BSE:532514	2,2x	13,4x	~~0,0x~~	~~0,0x~~
BIT:IG	4,4x	9,4x	1,7x	10,2x
LSE:NG.	3,7x	12,3x	1,4x	14,8x
NYSE:NWN	2,7x	9,2x	1,3x	15,1x
NYSE:OGS	2,8x	12,1x	1,7x	19,7x
ENXTLS:RENE	4,7x	7,9x	1,1x	14,0x
NASDAQGM:RGCO	3,1x	11,8x	1,9x	NM
BIT:SRG	~~8,1x~~	13,9x	2,1x	~~25,0x~~
NYSE:SWX	1,8x	8,6x	1,3x	NM
NYSE:SR	3,0x	11,6x	1,3x	14,0x
SEHK:3633	2,1x	15,8x	2,1x	~~98,5x~~
Yurt Dışı Ortalama	**2,6x**	**11,5x**	**1,6x**	**14,7x**

**30.05.2023 itibarıyla*
Kaynak: Capital IQ

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sites
B-2/A Blok Kat:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 95 77 Fax: 0(212) 352 98 20
www.vakifyatirim.com
İstanbul Ticaret Sicil No: 287228
Gelir İdaresi Vergi Dairesi V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922008835900017

5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan Analizi kapsamında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin son 12 aylık verilere göre hesaplanan FD/Satış, FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanları belli oranlarda ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. 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. İhtiyatlılık gereği yurt içi çarpanlara %80 ile ağırlık verilmiştir. FD/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 5x'in altı ve 20x'nin üstü hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Sonuç olarak, Çarpan Analizine göre Şirket için ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri 12.647.362.533 TL olarak tespit edilmiştir.

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
FD/Satış	29.326.909.413	10%
FD/FAVÖK	13.562.299.014	30%
F/K	6.734.772.756	30%
PD/DD	12.085.166.870	30%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	**12.647.362.533**	**100%**

FD/Satış Çarpanına Göre Değerleme	FD/Satış (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	1,7x	80%
Yurt dışı	2,6x	20%
Ağırlıklandırılmış FD/Satış	**1,9x**	
Net satış gelirleri (Son 12 Aylık) - TL	15.117.196.910	
Firma Değeri - TL	**28.095.196.285**	
Net borç (31.03.2023 itibarıyla) - TL	-1.231.713.128	
Özsermaye Değeri - TL	**29.326.909.413**	

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	11,9x	80%
Yurt dışı	11,5x	20%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	**11,8x**	
FAVÖK (Son 12 Aylık) - TL	1.041.978.657	
Firma Değeri - TL	**12.330.585.886**	
Net borç (31.03.2023 itibarıyla) - TL	-1.231.713.128	
Özsermaye Değeri - TL	**13.562.299.014**	

F/K Çarpanına Göre Değerleme	F/K (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	11,2x	80%
Yurt dışı	14,7x	20%
Ağırlıklandırılmış F/K	**11,9x**	
Net kâr (Son 12 Aylık) - TL*	565.501.617	
Özsermaye Değeri - TL	**6.734.772.756**	

**Ana ortaklık payları*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-BA Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: [illegible] Fax: [illegible]
[illegible] Sicil No: [illegible]7228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0683-5900017

PD/DD Çarpanına Göre Değerleme	PD/DD (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	1,9x	80%
Yurt dışı	1,6x	20%
Ağırlıklandırılmış PD/DD	**1,8x**	
Defter Değeri (31.03.2023 itibarıyla) - TL*	6.619.132.460	
Özsermaye Değeri - TL	**12.085.166.870**	

**Ana ortaklığa ait özkaynaklar*

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 yapılmış ve her iki yönteme eşit ağırlık verilmiştir. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 13.313.775.711 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 10.651.020.569 TL seviyesinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 31.03.2023 sonu itibarıyla 120.000.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 88,76 TL olarak tespit edilmektedir.

Buna göre 1 TL nominal değerli **pay başına halka arz fiyatının 88,76 TL olmasını makul buluyoruz.**

Enerya - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İNA Yöntemi	13.980.188.888	50%
Çarpan Analizi	12.647.362.533	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	**13.313.775.711**	

Enerya - Değerleme Sonucu	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	13.313.775.711
Ödenmiş Sermaye (TL) (31.03.2023 itibarıyla)	120.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	110,95
Halka Arz İskonto Oranı	20,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	10.651.020.569
Halka Arz Fiyatı (TL)	**88,76**

Kaynak: Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akatlar Mah. Büyükdere Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:1A Beşiktaş 34330 İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No. 0-9220-0883-5900017

7. Ekler

7.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

30.05.2023

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 30.05.2023 tarihli Enerya Enerji 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
Akat Mah. Büyükdere Caddesi Park Maya Sitesi
F-2A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 37 [illegible] Fax: 0(212) 352 35 [illegible]
[illegible] Ticaret Sicil No: 357325
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 006 8359
Mersis No: 0922220-0883-5990[illegible]

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

30.05.2023

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 30.05.2023 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. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No:8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 37 Fax: 0(212) 352 30 00
www.vakifyatirim.com.tr
Mersis No: 0-9200-0883-5900017

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.

Rozet 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.

Rozet 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.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
No:8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 351 77 Fax: 0212 35 35 0
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0922-0883-5900017

Esra SARI

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=4E067630-B165-4A75-911F-DAEEB5DC154B

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	26.08.2016	211522	AKTİF LİSANS

ESRA SARI, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet 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=22B49FF0-4E2A-4DF5-B099-842288844D43

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	26.08.2016	307948	AKTİF LİSANS

ESRA SARI, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet 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.
Akat Mah. Eski Büyükdere Cad. Park Maya Sitesi
F-2-A Blok No: 1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0212 [illegible] Fax: 0212 [illegible]
[illegible]yatirim.com
İstanbul Ticaret Sicili No: 307228
Boğaziçi Vergi Dairesi VD. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Mehmet Doğa Doğmuş
SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/17FB045A-C0EB-4002-9DE0-F6E0F18948F5

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	26.08.2022	924586	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet 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 gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edebali Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2 Blok No: 7 Beşiktaş 34339 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 337228
Doğan Vergi Dairesi V.D. 922 008 8359