



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



Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

## İçindekiler

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

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

## Kısaltmalar ve Tanımlar

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



## 1. Giriş

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

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

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

### 1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Vakıf Yatırım ile Ahlatcı Doğal Gaz arasında 13.09.2022 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer in 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 İLBI**, Kurumsal Finansman Birimi Direktörü, aracı kurumların araştırma birimlerinde hisse senedi analisti olarak çalışmış olup pek çok sektöre yönelik analiz, değerlendirme ve raporlama süreci yürütmüştür. Mart/2018'de Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji Biriminde hisse senedi analisti olarak göreve başlayan İlbi, Mart/2020'den itibaren aynı kurumda Kurumsal Finansman Biriminde görev almaya başlamış olup, mevcut durumda birim Direktörü olarak görev yapmaktadır. İlbi, İstanbul Üniversitesi İngilizce İşletme bölümünden Lisans derecesine sahip olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ve Türev Araçlar Lisansı sahibidir (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 209086, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 305418).

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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Akad. Mah. Etiler Mah. Nispetiye Cad. Park Maya Sitesi  
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34355 İSTANBUL  
T: 00212 352 35 77 Fax: 00212 352 35 78  
www.vakifyatirim.com.tr  
Sermaye Piyasası Kurulu Sicil No: 29728  
Gözetim Kurumları V.D. 322 008 8355  
Sermaye Piy. No: 0-9220-0583-5530017

### 1.3. Etik İlkeler

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

- Yapılan değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Vakıf Yatırım, değerlendirme 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.

## 2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

### 2.1. Kuruluş

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

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

### 2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

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

Şekil 1: Ortaklık Yapısı

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

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

### 2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

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

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

**Şekil 2: Şirket Bağlı Ortaklıkları**

| Bağlı Ortaklık                                      | Faaliyet Alanı     | Kuruluş Yeri ve Faaliyet Gösterdiği İl | Etkin Ortaklık Oranı (%) |            |
|-----------------------------------------------------|--------------------|----------------------------------------|--------------------------|------------|
|                                                     |                    |                                        | 31.12.2021               | 30.06.2022 |
| Enerya Enerji A.Ş.                                  | Holding Şirketi    | İstanbul                               | 99,70                    | 99,70      |
| Enerya Denizli Gaz Dağıtım A.Ş.                     | Doğal Gaz Dağıtımı | Denizli                                | 90,00                    | 90,00      |
| Enerya Konya Gaz Dağıtım A.Ş.                       | Doğal Gaz Dağıtımı | Konya                                  | 75,64                    | 75,64      |
| Enerya Ereğli Gaz Dağıtım A.Ş.                      | Doğal Gaz Dağıtımı | Konya                                  | 89,97                    | 89,97      |
| Enerya Antalya Gaz Dağıtım A.Ş.                     | Doğal Gaz Dağıtımı | Antalya                                | 90,00                    | 90,00      |
| Enerya Kapadokya Gaz Dağıtım A.Ş.                   | Doğal Gaz Dağıtımı | Niğde ve Nevşehir                      | 63,00                    | 63,00      |
| Enerya Aksaray Gaz Dağıtım A.Ş.                     | Doğal Gaz Dağıtımı | Aksaray                                | 89,95                    | 89,95      |
| Enerya Karaman Gaz Dağıtım A.Ş.                     | Doğal Gaz Dağıtımı | Karaman                                | 90,00                    | 90,00      |
| Enerya Erzincan Gaz Dağıtım A.Ş.                    | Doğal Gaz Dağıtımı | Erzincan                               | 90,00                    | 90,00      |
| Enerya Aydın Gaz Dağıtım A.Ş.                       | Doğal Gaz Dağıtımı | Aydın                                  | 90,00                    | 90,00      |
| Özsermaye yöntemi ile muhasebeleştirilen yatırımlar | Faaliyet Alanı     | Kuruluş Yeri ve Faaliyet Gösterdiği İl | 31.12.2021               | 30.06.2022 |
| Çorum Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Tic. A.Ş.*         | Doğal Gaz Dağıtımı | Çorum                                  | 30,00                    | -          |

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

Kaynak: Şirket

**Şekil 3: Şirket Bağlı Ortaklıklarının Lisans Başlangıç ve Bitiş Tarihleri**

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

Kaynak: Şirket

### 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.



## 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 şehirler arasında 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)

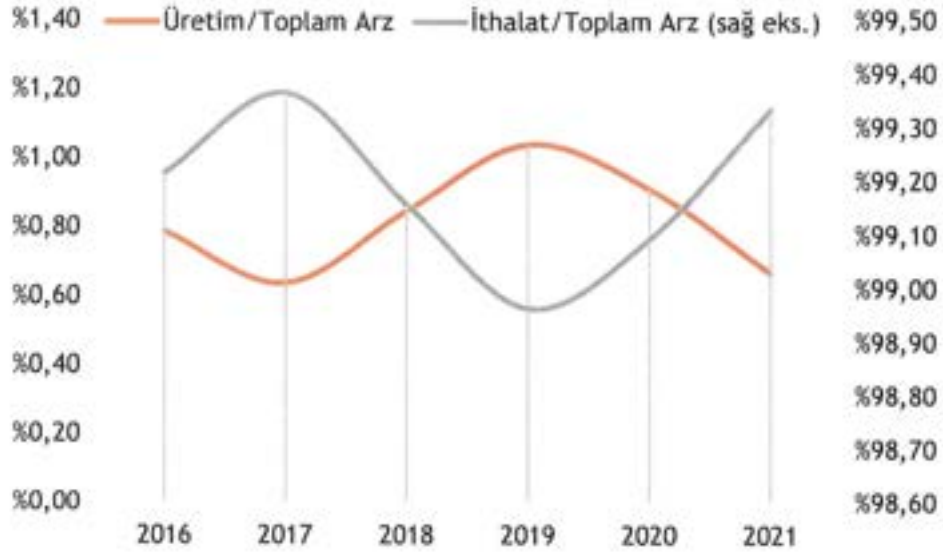


Türkiye'de doğal gazın boru hattı yoluyla iletimi faaliyeti, BOTAŞ tarafından yürütülmektedir. BOTAŞ, Türkiye Cumhuriyeti ile Irak Cumhuriyeti Hükümetleri arasında 27 Ağustos 1973 tarihinde imzalanan Ham Petrol Boru Hattı Anlaşması çerçevesinde Irak ham petrolünün İskenderun Körfezi'ne taşınmasını gerçekleştirmek 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 ile ilgili 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

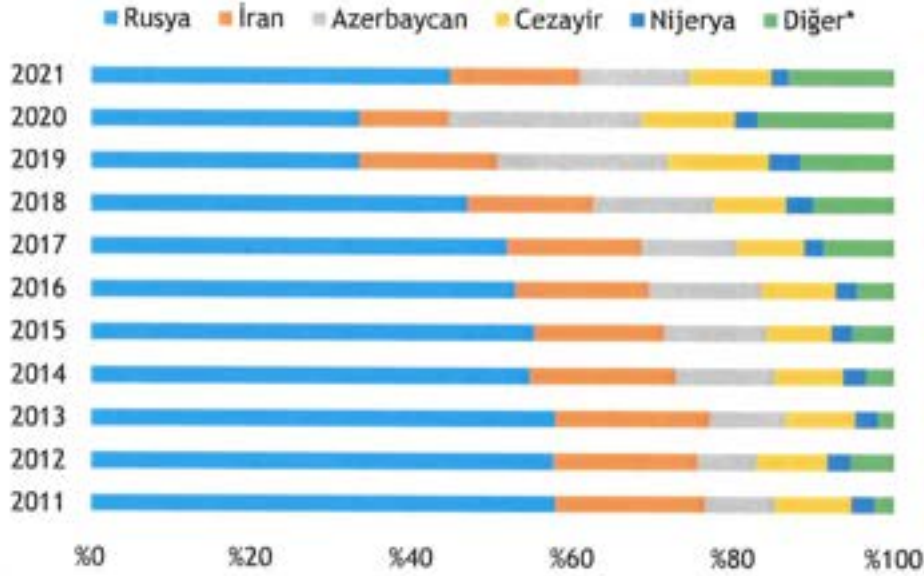


Şekil 5: Türkiye Doğal Gaz Arzının Karşılandığı Kaynakların Payları



Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

Şekil 6: Doğal Gaz İthalatının Ülke Bazında Payları



\* 2020 yılına kadar Spot LNG ithalatının yapıldığı ülkeleri, 2020 yılında spot LNG/boru gazı ithalatının yapıldığı ülkeleri temsil etmektedir.

Kaynak: EPDK, Vakıf Yatırım

#### 4. Büyümeyi Desteklemesi Beklenen Unsurlar

##### 4.1. Güçlü büyüme dinamikleri

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

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

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

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım

\*YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

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

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



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım

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

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

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım

\*YBBO: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

**Şekil 10: Türkiye'de Hanehalkı Tiplerine Göre Hanehalkı Oranı**

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

Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım

\*Tablodaki rakamlar, yuvarlamadan dolayı toplamı vermeyebilir.

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

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

**Şekil 11: Şirket Dağıtım Şirketlerinin Şebeke ve Abone Penetrasyonları**

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

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım  
\*2021 sonu itibarıyla

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

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

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



Kaynak: Şirket

#### 4.3. Tarife Metodolojisi'ne dayalı öngörülebilirliği yüksek nakit akışı

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

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

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

#### 4.5. Güvence bedelleri ile desteklenen nakit akışları

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

## 5. Finansal Veriler

### 5.1. Bilanço

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

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

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



**Şekil 14: Şirket Finansal Borçluluk Durumu**

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

Kaynak: Şirket

## 5.2. Gelir Tablosu

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

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

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

Kaynak: Şirket

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

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

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

**Şekil 16: Şirket Konsolide Net Satış Gelirleri ve Satışların Maliyeti**

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

**Kaynak: Şirket**

**Şekil 17: Dağıtım Şirketlerinin Abone Sayıları (Bağlantı Adet)**

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

**Kaynak: Şirket**

**Şekil 18: Dağıtım Şirketlerinin Bağımsız Birim Sayıları (BBS)**

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

\*Bağımsız Birim Sayısı (BBS): Mevzuata göre her 200 m<sup>2</sup> bir bağımsız birim (BBS) kabul edilmekte, 200 m<sup>2</sup>'yi geçtiğinde de her 100 m<sup>2</sup> bir BBS kabul edilmektedir.

Kaynak: Şirket

Şekil 19: Şirket Gaz Satış Hacmi (m<sup>3</sup>)

| Gaz Hacmi (mm <sup>3</sup> ) | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 6A21         | 6A22         |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Konut                        | 847          | 820          | 976          | 1.074        | 1.170        | 701          | 882          |
| Konut dışı                   | 210          | 203          | 222          | 212          | 237          | 133          | 199          |
| Serbest                      | 256          | 377          | 388          | 357          | 435          | 199          | 247          |
| Taşıma                       | 2.069        | 1.548        | 1.368        | 1.774        | 2.250        | 1.017        | 777          |
| <b>Toplam</b>                | <b>3.382</b> | <b>2.948</b> | <b>2.954</b> | <b>3.417</b> | <b>4.092</b> | <b>2.051</b> | <b>2.105</b> |

**Kaynak: Şirket**

**Şekil 20: Şirket Operasyonel Kârlılığı**

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

**Kaynak: Şirket**

\*FVÖK: Brüt Kâr - Faaliyet Giderleri

**\*\*FAVÖK: FVÖK + Amortisman Giderleri**

## 6. Değerleme

### 6.1. Değerleme Yöntemleri

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

- **Pazar Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 20.1. maddesi uyarınca pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır.
- **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 Metodolojisi'ne dayanarak tespit edilip EPDK tarafından onaylanarak yürürlüğe giren sistem kullanım bedelleri, yatırım harcamaları, işletme giderleri vb. unsurlar ile gelecek dönem nakit akışlarının öngörülebilir olduğu düşünüldüğünden, "Gelir Yaklaşımı" kapsamında İNA yönteminin kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. "Pazar Yaklaşımı" kapsamında ise "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

#### 6.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

##### 6.1.1.1. Projeksiyonlar

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

##### 6.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu

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

**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 hesaplama 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) tarife esas amortisman, iii) tarife esas net operasyonel giderler ve iv) tarife 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 Metodolojisi'ne ilişkin detaylı bilgiye [www.epdk.gov.tr](http://www.epdk.gov.tr) internet sitesinde yer alan EPDK tarafından 22.06.2017 tarih ve 7139 numaralı karar ile açıklanan Doğal Gaz Dağıtım Şirketleri İçin Tarife Hesaplama Usul ve Esasları'ndan ulaşılabilmekte olup ayrıca özeti aşağıda verilmektedir.

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

***Tarife belirleme süreci***

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

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

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

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

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

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

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

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

d) Geçmiş yıllara ait aboneler, dağıtım şirketi müşterisi serbest tüketiciler ve tedarikçilerden doğal gaz alan serbest tüketiciler ana başlıkları altında ve müşteri grubu bazında istenen detayda, günlük ve/veya aylık bazda gerçekleşen doğal gaz çekiş miktarları,

e) Dağıtım faaliyeti kapsamında tesis edilen sayaçlara yönelik geçmiş döneme ait satın alınan, sökülün, 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 süreçte 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.

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

$t$  : 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 itfasi için ayrılan tutarı,  
 $YDB_t$  : (ud) tarife uygulama döneminin her bir  $t$  tarife yılına ilişkin yatırım bileşeni hesaplamalarında dikkate alınan yatırım düzeltme bileşenini gösterir.

#### Varlık tabanı hesaplamaları

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

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

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

$i$  : 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,  
 $IS$  : İtfa süresini,  
 $TÜFE_0$  : (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  $TNY_G$  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.

$$DVT_t = DVT_{t-1} + Y_{t-1} \cdot I_{t-1}$$

- $t$  : 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  $TNY_G$  değerini,  
 $I_{t-1}$  :  $t$  tarife yılından bir önceki tarife yılına ilişkin itfa tutarını gösterir.

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

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

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

#### Düzenlenmiş şebeke yatırım harcamaları

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

(2) EPDK, (ud-1) tarife uygulama dönemine ait düzenlenmiş şebeke yatırım harcamalarını, sektör verilerinden hareketle elde edilen kabul sınırlarını kullanarak ve/veya teknik ve ekonomik açılarından 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 ilgisine tahakkuk ettirilen deplase hat gelirleri.

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

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

#### Yatırımların itfası

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

#### Makul getiri tutarı ve reel makul getiri oranı hesaplaması

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

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

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

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

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

$$k_d = r_f + m$$

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

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

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

- B : 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'nun, 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 itibarıyla bir defaya mahsus olmak üzere yapılır.

#### Yatırım tavanı

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

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

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

