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

İşletme Gideri Bileşeni Hesaplamaları

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

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

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

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

Düzenlenmiş işletme giderlerine ilişkin genel ilkeler

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Düzenlenmiş işletme giderlerinin unsurları

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gelirler

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

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

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

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

(2) Tarife hesaplamalarına dahil edilmeyen gelirler şunlardır:

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

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

İşletme sermayesi gideri

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

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

Gelir gereksiniminin dağıtılması

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

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

Yatırım bileşeninin müşteri gruplarına dağıtılması

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

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

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

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

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

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

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

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

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

İşletme gideri bileşeninin müşteri gruplarına dağıtılması

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

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

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

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

m *: Her bir müşteri grubunu,*

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

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

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

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

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

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

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

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

Müşteri gruplarına ait toplam gelir gereksinimi

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

$$GG_{m} = YB_{m} + İGB_{m}$$

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

Tarifeye esas tüketim miktarları

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

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

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

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

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

Sistem kullanım bedellerinin hesaplanması

Tarife uygulama dönemi başı sistem kullanım bedelleri aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$SKB_m = GG_m / TT_m$$

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

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

Hizmet kalitesi ve performans teşviki

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

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

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

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

(3) Dağıtım şirketinin t tarife yılı sonu itibariyle;

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

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

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

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

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

Sistem kullanım bedellerinin güncellenmesi

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6.1.1.1.3. Giderlerin (Satışların Maliyeti + Faaliyet Giderleri) Projeksiyonu

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

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

6.1.1.1.4. Amortisman Giderleri Projeksiyonu

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

6.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

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

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

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

6.1.1.1.6. Güvence Bedelleri Projeksiyonu

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

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

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

6.1.1.1.7. Varlık Tabanı Projeksiyonu

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

6.1.1.1.8. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

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

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

6.1.1.1.9. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: Şirket, Vakıf Yatırım

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

6.1.2. İNA Analizi Sonucu

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

6.1.3. Çarpan Analizi

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

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

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

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

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

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

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

Benzer Şirketler - Yurt İçi

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

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

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

**02.12.2022 itibarıyla, **2021 sonu itibarıyla*

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

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

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

Benzer Şirketler - Yurt Dışı

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

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

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

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

6.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

6.2. Değerleme Sonucu

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

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

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

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

Kaynak: Vakıf Yatırım

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

7. Ekler

7.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

02.12.2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

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

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

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

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehtap İLBİ
Direktör

7.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

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

02.12.2022

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

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

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

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

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

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

Barış İNAL
Genel Müdür

Mehtap İLBİ
Direktör

Mehtap İLBİ

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

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

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

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

MEHTAP İLBİ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Özet Hakkında:

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

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

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

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

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

MEHTAP İLBİ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Özet Hakkında:

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

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

7.3. EK - 3 - Lisans Belgeleri

Selahattin Aydın

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

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

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

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

SELAHATTİN AYDIN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

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

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

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

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

SELAHATTİN AYDIN, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

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