Türker Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
21.05.2026

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Pbx 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

İçindekiler

1. **Giriş** 5
1.1. **Raporun Amacı** 5
1.2. Proje Ekibi 5
1.3. **Etik İlkeler** 6
1.4. **Sınırlayıcı Şartlar** 6
2. **Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler** 7
2.1. **Kuruluş ve Tarihçe** 7
2.2. **Sermaye ve Ortaklık Yapısı** 10
2.3. **Faaliyetlere İlişkin Bilgiler** 10
3. **Sektörel Bilgiler** 20
4. Finansal Veriler 39
4.1. **Bilanço** 39
4.2. Gelir Tablosu 50
5. **Değerleme** 58
5.1. **Değerleme Yöntemleri** 58
5.1.1. **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi** 58
5.1.1.1. Projeksiyonlar 61
5.1.1.1.2. **Net Satış Gelirleri Projeksiyonu** 61
5.1.1.1.3. **Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu** 87
5.1.1.1.4. **Karlılık Analizi** 88
5.1.1.1.5. **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)** 90
5.1.2. **İNA Analizi Sonucu** 91
5.1.3. **Çarpan Analizi** 96
5.1.4. **Çarpan Analizi Sonucu** 107
5.2. **Değerleme Sonucu** 108
6. Ekler 109
6.1. EK - 1 - **Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı** 109
6.2. EK - 2 - **Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı** 110

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Kısaltmalar ve Tanımlar

A.Ş.	:	Anonim Şirketi
ABD Doları	:	Amerika Birleşik Devletleri para birimi
AG	:	Alçak gerilim
Ar-Ge	:	Araştırma-Geliştirme
BİST	:	Borsa İstanbul
CAPEX	:	Capital Expenditure (Yatırım Giderleri)
CBS	:	Coğrafi Bilgi Sistemi
DVT	:	Düzenlenmiş Varlık Tabanı
EDAŞ	:	Elektrik Dağıtım A.Ş.
EPDK	:	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPKn, Elektrik Piyasası Kanunu	:	14.03.2013 tarih ve 28603 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu
Esas Sözleşme	:	Şirket Esas Sözleşmesi
EÜAŞ	:	Elektrik Üretim A.Ş.
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FD	:	Firma Değeri
F/K	:	Fiyat/Kazanç
FVÖK	:	Faiz, Vergi Öncesi Kâr
GSYH	:	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GW	:	Gigawatt
GWH	:	Gigawatt saat
IFRS	:	Dünya genelinde birçok ülkede kabul görmüş ve uygulanmakta olan muhasebe standartlarıdır.
ISO	:	International Organization for Standardization (Uluslararası Standartlar Teşkilatı)
İHDS	:	İşletme Hakkı Devir Sözleşmesi
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
KM	:	Kilometre
KM^2	:	Kilometrekare
Kurul veya SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
KV	:	Kilovolt
KW	:	Kilowatt
KWh	:	Kilowatt saat
LİNA	:	Lina Kara ve Hava Taşımacılık Kiralama Sanayi ve Ticaret A.Ş.
MW	:	Megawatt
OECD	:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OG	:	Orta gerilim
OPEX	:	Operating Expenditure (İşletme Giderleri)
OSB	:	Organize Sanayi Bölgesi

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah/Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

OSOS	:	Otomatik Sayaç Okuma Sistemi
Pay Tebliği	:	22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği
PSH	:	Perakende Satış Hizmeti
Resmî Gazete	:	Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Resmî Gazetesi
RMGO	:	Reel Makul Getiri Oranı
PTT	:	Posta ve Telgraf Teşkilatı
Serbest Tüketici	:	Yıllık elektrik tüketimi EPDK tarafından belirlenen limitin üstünde olan ve ikili anlaşma ile lisanslı tüm tedarikçilerden elektrik enerjisi satın alma anlaşması imzalayabilen tüketici
SCADA	:	Supervisory Control and Data Acquisition (Denetim ve Veri Toplama Sistemi)
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
Takasbank	:	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB	:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEDAŞ	:	Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.
TES-İŞ	:	Türkiye Enerji, Su ve Gaz İşçileri Sendikası
TETAŞ	:	Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş.
TFRS	:	Türkiye Finansal Raporlama Standardı
TL	:	Türk Lirası
TMS	:	Türkiye Muhasebe Standardı
TTSG	:	Türk Ticaret Sicili Gazetesi
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
Türkerler Veyaş, Şirket	:	Türkerler Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.
TWH	:	Terawatt saat
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Vedaş	:	Vangölü Elektirik Dağıtım A.Ş.
Vepsaş	:	Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

1. **Giriş**

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

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

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

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu, Türker Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.'nin (bundan böyle aşağıda "Şirket" veya "Türker VEYAŞ" 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, Türker VEYAŞ ile Vakıf Yatırım arasında 01.10.2025 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.

Türker VEYAŞ ile Vakıf Yatırım arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Türker VEYAŞ 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 Türker VEYAŞ arasında 01.10.2025 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Proje Ekibi

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

Mehmet Doğa DOĞMUŞ, Kurumsal Finansman Birimi Müdürü, iş hayatına vergi denetimi alanında başlamıştır. Haziran/2022'den itibaren Vakıf Yatırım Kurumsal Finansman Biriminde görev yapmakta olup, pek çok halka arz projesinde aktif rol almıştır. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünden Lisans derecesine sahip olan Doğmuş, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 924586, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 927118, Kredi Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927244, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927542).

Deniz DEMİR, Kurumsal Finansman Birimi Uzman Yardımcısı olup iş hayatında ağırlıklı olarak finans sektöründe görev almıştır. Anadolu Üniversitesi Finans alanında yüksek lisans derecesini tamamlayan Demir'in çeşitli dergilerde yayımlanmış akademik çalışmaları bulunmaktadır. Kurumsal finansman

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335/İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

alanındaki deneyimi kapsamında birçok halka arz ve borçlanma aracı ihracı projelerinde aktif rol almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ile Türev Araçlar Lisansına sahiptir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 939456, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 939461).

1.3. Etik İlkeler

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

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

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın analizlerine ve tahminlerine dayanmaktadır.

Vakıf Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin onayından ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

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

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

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş ve Tarihçe

Şirket'in faaliyetlerinin gelişiminde önemli olaylar aşağıda özetlenmektedir:

2005	TEDAŞ'ın hissedarı olduğu VEDAŞ, Yüksek Planlama Kurulu'nun 17.03.2004 tarih, 2004/-3 sayılı kararına istinaden, Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 02.04.2004 tarihli 2004/22 sayılı kararı ile, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun hükümleri çerçevesinde, %100 oranındaki hissesinin blok satışı yöntemi ile özelleştirilme kapsamına alınmıştır. Şirket'in %100 bağlı ortaklıklarından biri olan VEDAŞ, 11.03.2005 tarih ve 6258 sayılı TTSG'de yayımlandığı üzere Van Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde mevcut ünvanı olan "*Vangölü Elektrik Dağıtım A.Ş.*" ünvanıyla 01.03.2005 tarihinde tescil edilerek kurulmuştur.
2006	TEDAŞ ile VEDAŞ arasında 24.07.2006 tarihinde (dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin hukuki olarak ayrıştırılmasından önce), Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van illerinden oluşan elektrik dağıtım bölgesinde yer alan ve TEDAŞ uhdesinde bulunan dağıtım sisteminin, dağıtım tesislerinin ve dağıtım tesislerinin işletilebilmesi için varlığı zorunlu diğer taşınır ve taşınmazların, mülkiyet hakkı saklı kalmak koşuluyla işletme hakkının devredilmesi ile dağıtım tesislerinin ve gerekli diğer unsurların iyileştirilmesi, güçlendirilmesi ve yeni dağıtım tesisi yapımının esaslarını ve tabi olduğu hükümleri belirlemek amacıyla, bir İHDS akdedilmiştir.
2012	VEPSAŞ, 26.12.2012 tarih ve 8223 sayılı TTSG'de yayımlandığı üzere, Van Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 14.12.2012 tarihinde "*Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş.*" ünvanıyla tescil edilerek kurulmuştur.
2013	• EPKn'nın dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin dağıtım şirketleri tarafından 01.01.2013 tarihinden itibaren ayrı tüzel kişilikler altında yürütülmesine ilişkin 3/1-c maddesi çerçevesinde, EPDK tarafından hazırlanarak Resmî Gazete'nin 27.09.2012 tarihli ve 28424 sayılı nüshasında yayımlanan "Dağıtım ve Perakende Satış Faaliyetlerinin Hukuki Ayrıştırılmasına İlişkin Usul ve Esaslara" uygun olarak düzenlenmiş bulunan bölünme bilançosu, VEDAŞ yönetim kurulu tarafından 12.03.2013 tarih ve 06-14 sayılı yönetim kurulu kararı ile kabul edilmiş ve VEDAŞ bünyesinde yürütülmekte olan dağıtım ve perakende satış faaliyetleri, 12.03.2013 tarihi itibarıyla ayrıştırılmıştır. Böylece, VEDAŞ bünyesinde elektrik dağıtım faaliyetleri ve VEPSAŞ bünyesinde elektrik perakende satış ve pazarlama faaliyetleri olmak üzere iki şirkete ayrılmış olan yapı ile faaliyetler sürdürülmeye devam edilmiştir. • Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 22.04.2004 tarih ve 2004/22 sayılı kararı ile özelleştirme programına alınan ve 07.11.2005 tarih ve 2005/125 sayılı kararı ile özelleştirme stratejisi belirlenen TEDAŞ'ın VEDAŞ'taki %100 oranındaki hissesinin özelleştirilmesi ile ilgili olarak, 15.03.2013 tarihinde yapılan ihale sonucu, ihale komisyonunca; sermayesinin %100'ü TEDAŞ'a ait olan VEDAŞ'ın %100 oranındaki hissesinin; 118.000.000 ABD Doları bedelle en yüksek teklifi veren Türkerler İnşaat Turizm Madencilik Enerji Üretim Ticaret ve Sanayi A.Ş.'ye ihale şartnamesi çerçevesinde satılmasına karar verilmiştir. • LİNA, 03.07.2013 tarih ve 8355 sayılı TTSG'de yayımlandığı üzere, Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 28.06.2013 tarihinde "*Tuşba Genel Hizmetler Lojistik Elektrik Su Doğalgaz Enerji Abonelik Hizmetleri A.Ş.*" ünvanıyla tescil edilerek kurulmuştur. • 03.07.2013 tarih ve 8355 sayılı TTSG'de yayımlandığı üzere Şirket, Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde "*Toprakkale Reklam Büro Hizmetleri Temizlik ve Gıda Ticaret A.Ş.*" ünvanıyla 28.06.2013 tarihinde tescil edilerek kurulmuştur. • 25.07.2013 tarihinde tamamı TEDAŞ'a ait olan VEDAŞ'ın sermayesi, bölünme neticesinde 1.000.000 TL azaltılarak 24.723.847 TL'ye indirilmiştir. Ardından 387.038.553 TL arttırılarak VEDAŞ'ın sermayesi 411.762.400 TL'ye yükseltilmiştir. Bu durum 05.08.2013 tarih 8378 sayılı TTSG'de de ilan edilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

	• VEDAŞ'ın 27.12.2013 tarihli Genel Kurul kararı ile sermayesinin tamamının Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.'ye devredilmesine karar verilmiş olup, bu durum 08.01.2014 tarihinde tescil edilmiş ve 16.01.2014 tarih ve 8487 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • Perakende satış sözleşmesi düzenleme, sözleşme fesih taleplerini tamamlama, fatura tahsilatı yapma, fatura itirazlarını alma, tarife değişikliği taleplerini alma, tüketici bilgi/belge taleplerini karşılama, yazılı başvuruları kayıtlara alma ve cevaplama, diğer talep/şikâyetleri alma, Serbest Tüketici başvurularını alma, borçlu abone tahsilat çalışması yapma, kurum ziyareti yapma gibi faaliyetler için 2013 yılında VEPSAŞ Van Erciş Hizmet Binası Bitlis Tatvan ve Adilcevaz Hizmet Binası Muş Varto Hizmet Binası olmak üzere toplam 4 adet tüketici merkezi açılışı gerçekleştirilmiştir. • VEPSAŞ tarafından TS EN ISO 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi belgesi alınmıştır.
2014	• 30.01.2014 tarihinde TEDAŞ ve VEPSAŞ arasında; VEDAŞ ve TEDAŞ arasında 24.07.2006 tarihinde imzalanan İHDS (EDAŞ)'ye ek olarak "İHDS Kapsamındaki Varlıkların Ayrıştırılarak Görevli Tedarik Şirketinin Kullanımına Verilmesine İlişkin Sözleşme" (İHDS (EPSAŞ)) akdedilmiştir. • Perakende satış sözleşmesi düzenleme, sözleşme fesih taleplerini tamamlama, fatura tahsilatı yapma, fatura itirazlarını alma, tarife değişikliği taleplerini alma, tüketici bilgi/belge taleplerini karşılama, yazılı başvuruları kayıtlara alma ve cevaplama, diğer talep/şikâyetleri alma, Serbest Tüketici başvurularını alma, borçlu abone tahsilat çalışması yapma, kurum ziyareti yapma gibi faaliyetler için 2014 yılında VEPSAŞ Van Hizmet Binası ve 2 adet Van'da, 2 adet Muş'ta ve 1 adet Hakkâri'de olmak üzere toplam 5 adet tüketici merkezi açılışı gerçekleştirilmiştir. • 23.06.2014 tarihinde VEPSAŞ'a ait 193.703.500 TL'lik sermaye 710.471.705 TL arttırılarak 904.175.205 TL'ye yükseltilmiştir. • VEPSAŞ tarafından ISO 10002 Müşteri Memnuniyeti Yönetim Sistemi belgesi alınmıştır.
2015	• VEPSAŞ, TS EN ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi belgesini alarak yönetim sistemlerini dağıtım ve perakende şirketleri için tescillemiştir. • Perakende tarafından 7 adet Van'da, 3 adet Bitlis'te, 2 adet Muş'ta ve 3 adet Hakkâri'de olmak üzere toplam 15 Tüketici Merkezi açılmıştır. • 01.07.2015 tarihli Genel Kurul kararı ile İpekyolu üzeri Van olan VEPSAŞ'ın merkezi adresi, Vali Mithat Bey Cad. Cemaller Sok. No:4 kat 4-6 İpekyolu/Van olarak değiştirilmiştir. Bu durum 22.07.2015 tarih ve 8867 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
2016	• VEPSAŞ bünyesinde Bitlis'te Hizmet Binası kurulmuştur. Buna ek olarak 2 adet Bitlis'te, 2 adet Van'da, 1 adet Muş'ta olmak üzere toplam beş adet Tüketici Merkezi açılmıştır. • 06.05.2016 tarihli Genel Kurul kararı ile VEPSAŞ'ın ünvanı "*Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş.*"den "*Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş.*" olarak tadil edilmiştir. Bu husus 23.05.2016 tarih ve 9080 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
2018	• 15.02.2018 tarih ve 9517 sayılı TTSG'de ilan edilen 08.02.2018 tarihli Genel Kurul kararı ile, o LİNA'nın ünvanı "*Tuşba Genel Hizmetler Lojistik Elektrik Su Doğalgaz Enerji Abonelik Hizmetleri A.Ş.*"den "*Lina Kara ve Hava Taşımacılık Kiralama Sanayi ve Ticaret A.Ş.*" olarak tadil edilmiştir. o LİNA'ya ait "*Turan Güneş Bulvarı Galip Erdem No:11 Çankaya/Ankara*" adresi "*Mustafa Kemal Mahallesi Dumlupınar Blv. B Blok Apt. No:274/7/67 Çankaya/Ankara*" olarak değiştirilmiştir. o LİNA'nın Esas Sözleşmesi'nin "Amaç ve Konu" maddesinin değiştirilmesine karar verilmiştir. • 13.02.2018 tarihli Yönetim Kurulu Kararı ile Şirket merkez adresi; Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Blv. B Blok Apt. No: 274/7/67 Çankaya/Ankara adresine taşınmıştır. • 04.05.2018 tarihli Genel Kurul kararı ile İpekyolu üzeri 65300 Van şeklinde olan VEDAŞ merkez adresi, Süphan Mah. Sümerbank Cad. VEDAŞ Sit. B Blok No:9 Edremit/Van olarak değiştirilmiştir. Bu durum 06.06.2018 tarih ve 9594 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

	• 21.12.2018 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın sermayesi, 15.125.360 TL'ye arttırılmıştır. Bu durum 02.01.2019 tarih ve 9736 sayılı TTSG ile ilan edilmiştir.
2019	• 19.12.2019 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın sermayesi, 23.591.596 TL'ye arttırılmıştır. Bu durum 26.12.2019 tarih ve 9981 sayılı TTSG ile ilan edilmiştir. • 25.12.2019 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın paylarının tamamı Türkerler İnşaat Turizm Madencilik Enerji Üretim Ticaret ve Sanayi A.Ş'ye devredilmiştir. Tek ortaklık bilgisi 31.01.2020 tarih ve 10006 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
2020	• 07.02.2020 tarihli Yönetim Kurulu kararı neticesinde Şirket'in tek pay sahibi "*Türkerler İnşaat Turizm Madencilik Enerji Üretim Ticaret ve Sanayi A.Ş.*" hale haline gelmiş olup bu durum 30.01.2020 tarih ve 10005 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 25.12.2020 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın sermayesi 27.161.596 TL'ye arttırılmıştır. Bu durum 29.12.2020 tarih ve 10234 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 29.12.2020 tarihli Genel Kurul kararı ile VEPSAŞ'ın 904.175.205 TL olan sermayesi, 495.893.624 TL'ye düşürülmüştür. Bu durum 12.01.2021 tarihli TTSG ile ilan edilmiştir. • VEPSAŞ tarafından TS ISO 18295-2 Kullanıcılara Yönelik Elektrik Ticareti (Komisyoncu ve Acenteler Hariç) belgesi alınmıştır.
2021	• 22.12.2021 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın sermayesi 35.495.750 TL'ye arttırılmıştır. Bu durum 27.12.2021 tarih ve 10481 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
2022	• VEPSAŞ bünyesinde Van Tuşba'da bir adet Tüketici Merkezi açılmıştır. • 25.02.2022 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın Esas Sözleşmesi'nin "Amaç ve Konu" maddesinin değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu durum 28.02.2022 tarih ve 10526 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 14.12.2022 tarihli Genel Kurul kararı ile LİNA'nın sermayesi 39.202.952 TL'ye arttırılmıştır. Bu durum 15.12.2022 tarih ve 10726 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
2023	• 26.10.2023 tarihli Genel Kurul kararı ile daha önce Toprakkale Reklam Büro Hizmetleri Temizlik ve Gıda Ticaret A.Ş. olan Şirket ünvanının, mevcut ünvan olan "*Türker Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.*" olarak değiştirilmesine ve Esas Sözleşme'nin "Amaç ve Konu" maddesinin değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu durum 27.10.2023 tarih ve 10945 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 07.12.2023 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile VEPSAŞ tarafından Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Blv. No: 274/7/B Çankaya/Ankara adresinde Ankara şubesi açılışı gerçekleştirilmiştir.
2024	• 23.01.2024 tarihli Genel Kurul kararı ile Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş. ve Vangölü Elektrik Dağıtım A.Ş.'nin paylarının iştirak modeliyle kısmi bölünme yöntemi ile Şirket'e devredilmiş ve böylece Şirket'in sermayesi 529.354.723 TL'ye yükselmiştir. • 14.05.2024 tarihli Olağanüstü Genel Kurul kararı VEPSAŞ'ın merkez adresinin Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Blv. No: 274/7 İç kapı no: 67 Çankaya/Ankara olarak değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu durum 04.06.2024 tarih ve 11096 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 07.08.2024 tarihli Genel Kurul kararı kararı ile LİNA'nın paylarının tamamı Şirket tarafından devralınmış ve LİNA Şirket'in bağlı ortaklığı haline gelmiştir. Tek ortaklık bilgisi 14.08.2024 tarih ve 11143 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 18.09.2024 Van Ticaret ve Sanayi Odası'nın düzenlediği "İstihdamın Yıldızları Ödül Töreni"nde VEDAŞ istihdama yaptığı katkı nedeniyle ödül almıştır.
2025	• 26.02.2025 tarihli yönetim kurulu kararı LİNA'nın merkez adresinin Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Blv. No: 274/6 İç kapı no: 13 Çankaya/Ankara olarak değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu durum 28.02.2025 tarih ve 11282 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. • 07.05.2025 tarihli yönetim kurulu kararı ile VEPSAŞ tarafından Vali Mithat Bey Mah. Cemaller Sok. No:4/3 İpekyolu/Van adresinde Van Şubesi açılışı gerçekleştirilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

	• 21.05.2025 tarihli yönetim kurulu kararı ile VEDAŞ tarafından Güngör Mah. Yeniyol Cad. Güngör İş Merkezi No:8 Kat 1 Yüksekova/Hakkari adresinde Yüksekova Şubesi açılışı gerçekleştirilmiştir. • 23.05.2025 tarihli yönetim kurulu kararı ile VEPSAŞ tarafından Van Yolu Mah. Atakan Çelik Cad. No:4/2 Erciş/Van adresinde Erciş Şubesi açılışı gerçekleştirilmiştir.
2026	• 30.03.2026 tarihli yönetim kurulu kararı ile Şirket'in merkez adresinin Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Blv. B Blok No 274/6/74 Çankaya/Ankara olarak değiştirilmesine karar verilmiştir. Bu durum 01.04.2026 tarih ve 11554 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in işbu rapor tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda yer alan tabloda gösterilmektedir.

Şirket'in Ortaklık Yapısı			
Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Sermaye Payı / Oy Hakkı		
	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Türkerler İnşaat Turizm Madencilik Enerji Üretim Ticaret ve Sanayi A.Ş.	529.354.723	100,00	100,00
TOPLAM	529.354.723	100,00	100,00

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla bağlı ortaklıklarının payları aşağıda yer almaktadır.

Bağlı Ortaklıklar	Kuruluş	Sermayedeki Pay Oranı (%)	Oy Kullanım Gücü	Ana Faaliyeti
Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("VEPSAŞ")	VAN	100%	100	Elektirik Satış
Vangölü Elektrik Dağıtım A.Ş. ("VEDAŞ")	VAN	100%	100	Elektirik Dağıtım
Lina Kara ve Hava Taşımacılık Kiralama San ve Tic A.Ş. ("Lina")	ANKARA	100%	100	Bakım Hizmetleri

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Esas Sözleşme'nin "Amaç ve Konu" başlıklı 3'üncü maddesine uygun olarak Şirket; elektrik enerjisi dağıtımı ve tedariki, perakende satışı, elektrik enerjisi toptan satış ve ticareti faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket; Van, Hakkâri, Bitlis ve Muş illerini kapsayan bölgede bağlı ortaklığı VEDAŞ ile elektrik dağıtım faaliyetlerini ve diğer bağlı ortaklığı VEPSAŞ ile elektrik perakende satış ve pazarlama faaliyetlerini, LİNA ile de arıza onarım bakım hizmeti, temizlik, tesis yapım işi, gayrimenkul ve araç kiralama faaliyetlerini yürütmektedir. LİNA, 2025 Nisan sonu itibarıyla araç kiralama hizmetini sonlandırmıştır.

VEDAŞ'ın Kuruluşu

TEDAŞ'ın hissedarı olduğu VEDAŞ, Yüksek Planlama Kurulu'nun 17.03.2004 tarih, 2004/-3 sayılı kararına istinaden, Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 02.04.2004 tarihli 2004/22 sayılı kararı ile, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun hükümleri çerçevesinde, %100 oranındaki hissesi blok satışı yöntemi ile özelleştirilme kapsamına alınmıştır. VEDAŞ, 11.03.2005 tarih ve 6258 sayılı TTSG'de yayımlandığı üzere Van Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde mevcut ünvanı olan "Vangölü Elektrik Dağıtım A.Ş." ünvanıyla 01.03.2005 tarihinde tescil edilerek kurulmuştur.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

***TEDAŞ ile VEDAŞ Arasında İşletme Hakkı Devri Sözleşmesi'nin** Akdedilmesi*

TEDAŞ ile VEDAŞ arasında 24.07.2006 tarihinde (dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin hukuki olarak ayrıştırılmasından önce), Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van illerinden oluşan elektrik dağıtım bölgesinde yer alan ve TEDAŞ uhdesinde bulunan dağıtım sisteminin, dağıtım tesislerinin ve dağıtım tesislerinin işletilebilmesi için varlığı zorunlu diğer taşınır ve taşınmazların, mülkiyet hakkı saklı kalmak koşuluyla işletme hakkının devredilmesi ile dağıtım tesislerinin ve gerekli diğer unsurların iyileştirilmesi, güçlendirilmesi ve yeni dağıtım tesisi yapımının esaslarını ve tabi olduğu hükümleri belirlemek amacıyla, bir İHDS akdedilmiştir.

VEPSAŞ'ın Kuruluşu

VEPSAŞ, 26.12.2012 tarih ve 8223 sayılı TTSG'de yayımlandığı üzere, Van Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 14.12.2012 tarihinde "Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş." ünvanıyla tescil edilerek kurulmuştur.

Dağıtım ve Perakende Faaliyetlerinin Hukuki Olarak Ayrıştırılması Nedeniyle VEDAŞ ve VEPSAŞ'ın Faaliyetlerinin Ayrıştırılması

EPKn dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin dağıtım şirketleri tarafından 01.01.2013 tarihinden itibaren ayrı tüzel kişilikler altında yürütülmesine ilişkin 3/1-c maddesi çerçevesinde, EPDK tarafından hazırlanarak Resmî Gazete'nin 27.09.2012 tarihli ve 28424 sayılı nüshasında yayımlanan "Dağıtım ve Perakende Satış Faaliyetlerinin Hukuki Ayrıştırılmasına İlişkin Usul ve Esaslara" uygun olarak düzenlenmiş bulunan bölünme bilançosu, VEDAŞ yönetim kurulu tarafından 12.03.2013 tarih ve 06-14 sayılı yönetim kurulu kararı ile kabul edilmiş ve VEDAŞ bünyesinde yürütülmekte olan dağıtım ve perakende satış faaliyetleri, 12.03.2013 tarihi itibarıyla ayrıştırılmıştır. Böylece, VEDAŞ bünyesinde elektrik dağıtım faaliyetleri ve VEPSAŞ bünyesinde elektrik perakende satış ve pazarlama faaliyetleri olmak üzere iki şirkete ayrılmış olan yapı ile faaliyetler sürdürülmeye devam edilmiştir.

VEDAŞ ve VEPSAŞ'ın Paylarının Şirket Tarafından İktisap Edilmesi Süreci

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 22.04.2004 tarih ve 2004/22 sayılı kararı ile özelleştirme programına alınan ve 07.11.2005 tarih ve 2005/125 sayılı kararı ile özelleştirme stratejisi belirlenen TEDAŞ'ın VEDAŞ'taki %100 oranındaki hissesinin özelleştirilmesi ile ilgili olarak, 15.03.2013 tarihinde yapılan ihale sonucunda, ihale komisyonunca; sermayesinin %100'ü TEDAŞ'a ait olan VEDAŞ'ın %100 oranındaki hissesinin; 118.000.000 ABD Doları bedelle en yüksek teklifi veren Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.'ye ihale şartnamesi çerçevesinde satılmasına karar verilmiştir.

VEDAŞ'ın 27.12.2013 tarihli Genel Kurul kararı ile paylarının tamamının Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.'ye devredilmesine karar verilmiş olup bu durum 08.01.2014 tarihinde tescil edilmiş ve 16.01.2014 tarih ve 8487 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

VEPSAŞ'ın 27.12.2013 Genel Kurul kararı ile paylarının tamamının Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.'ye devredilmesine karar verilmiş olup, bu durum 06.01.2014 tarihinde tescil edilmiş ve 16.01.2014 tarih ve 8487 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

VEDAŞ ve VEPSAŞ'ın %100 payına sahip olan Vangölü Enerji Yatırım A.Ş., 29.12.2019 tarihli karar uyarınca Şirket'in %100 pay sahibi Türkerler İnşaat ile birleşerek infisah olmuştur. Böylece VEDAŞ ve VEPSAŞ'a ait payların tamamı Türkerler İnşaat'a ait hale gelmiştir.

Türkerler İnşaat'a ait VEDAŞ ve VEPSAŞ paylarının, Türkerler İnşaat'ın 30.10.2023 tarih ve 2023/90 sayılı Yönetim Kurulu kararı ve 23.01.2024 tarihli Genel Kurul kararı ile Şirket'e kısmi bölünme yoluyla devredilmesine karar verilmiştir. Aynı şekilde Şirket'in 30.10.2023 tarih ve 2023/03 sayılı Yönetim Kurulu kararı ve 23.01.2024 tarihli Genel Kurul kararı ile VEDAŞ ve VEPSAŞ'ın paylarının devralınmasına karar verilmiştir. Bölünme işlemi 02.02.2024 tarih ve 11014 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. Böylece VEDAŞ ve VEPSAŞ'ın paylarının tamamı Şirket'e ait olmuştur.

LİNA'nın Paylarının Şirket Tarafından İktisap Edilmesi Süreci

07.08.2024 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile LİNA'nın paylarının tamamı Şirket tarafından devralınmış ve LİNA Şirket'in bağlı ortaklığı haline gelmiştir.

Genel Bakış

Elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri, EPDK'nın denetimi altında düzenlenmiş faaliyetler olup EPKn ve ilgili ikincil düzenlemelere tabidir. Türkiye'deki tüm dağıtım varlıkları 21 dağıtım bölgesine ayrılmış ve her bir dağıtım bölgesindeki varlıkların işletme hakları, işletme hakkı devri

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(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 0-9220-0883-5900017

yöntemi ile farklı şirketlere devredilmiştir. Tüm elektrik dağıtım şirketlerinin özel sektöre devir süreci 2013 yılı içinde tamamlanmıştır.

Şirket'in %100 bağlı ortaklığı VEPSAŞ, görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgesindeki Van, Hakkâri, Bitlis ve Muş illerinde düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışı yapmasının yanı sıra, herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın Türkiye genelindeki serbest müşterilere elektrik satışı da gerçekleştirebilmektedir. Bu kapsamda VEPSAŞ; Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van bölgelerinden sorumlu görevli tedarik şirketi ve son kaynak tedarikçisi olup sıralanan illerde serbest olmayan tüketicilere münhasıran; serbest olan ve fakat farklı bir tedarik şirketinden elektrik enerjisi alımı yapmayan tüketicilere ise son kaynak tedarikçisi sıfatı ile elektrik enerjisi tedarik etmektedir. VEPSAŞ tedarik lisansı sahibi olarak herhangi bir bölge sınırlaması olmaksızın ikili anlaşmalar imzalamak suretiyle Serbest Tüketicilere de elektrik enerjisi sağlamaktadır.

Şirket'in %100 bağlı ortaklığı VEDAŞ, 24.07.2006 tarihinde TEDAŞ ile imzalamış olduğu İHDS ile dağıtım lisansının süresinin sonuna kadar (31.12.2042) Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van bölgelerinde elektrik dağıtım faaliyetlerini münhasıran yürütme hakkını elde etmiştir.

Ayrıca, 31.12.2012 tarihinde dağıtım ve tedarik faaliyetlerinin hukuken ayrıştırılması gerçekleşmiş ve dağıtım şirketlerinin kısmi bölünmesi yoluyla oluşturulan perakende satış şirketleri mevcut durumda, EPDK'dan aldıkları tedarik lisansları ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu kapsamda, VEDAŞ bünyesinde yürütülmekte olan dağıtım ve perakende satış faaliyetleri, 12.03.2013 tarihi itibarıyla ayrıştırılmıştır. Böylece, VEDAŞ bünyesinde elektrik dağıtım faaliyetleri ve VEPSAŞ bünyesinde elektrik perakende satış ve pazarlama faaliyetleri olmak üzere iki şirkete ayrılmış olan yapı ile faaliyetler sürdürülmektedir.

LİNA, başta VEDAŞ ve VEPSAŞ olmak üzere elektrik dağıtım ve perakende şirketlerine arıza onarım bakım hizmeti, temizlik, tesis yapım işi, gayrimenkul ve araç kiralama faaliyetinde bulunmaktadır. LİNA, 2025 Nisan sonu itibarıyla araç kiralama hizmetini sonlandırmıştır.

Şirket'in bağlı ortaklıklarının sahip oldukları lisans türleri ve lisansların alınma tarihleri ile bitiş tarihlerini gösterir tablo aşağıdaki şekildedir:

Şirketin Ünvanı	Lisans Türü	Lisans Alınma Tarihi	Lisans Bitiş Tarihi
VEDAŞ	Dağıtım Lisansı	01.09.2006	31.12.2042
VEPSAŞ	Tedarik Lisansı	17.04.2014	31.12.2042

Şirket, bağlı ortaklıkları ile 31.12.2025 tarihi itibarıyla 2.141.244 kişilik bir nüfusun yaşadığı faaliyet bölgesinde dağıtım sistemini kullanan 888.858 adet tüketiciye elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış hizmeti vermektedir.

TEDAŞ, 2004 yılından önce elektrik dağıtımı pazarında yasal tekel konumundayken Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 02.04.2004 tarih ve 2004/22 sayılı kararı uyarınca özelleştirme kapsamına alınmıştır. Takip eden süreçte Türkiye 21 bölgeye ayrılmış ve TEDAŞ'ın bağlı ortaklıklarının özelleştirilmesi suretiyle 2009 - 2013 yılları arasında 21 bölgedeki elektrik dağıtım faaliyetleri özel şirketlere bırakılmıştır. Özelleştirme süreci sonucunda dağıtım şirketleri, mülkiyeti TEDAŞ'a ait kalmak üzere, görevli oldukları bölgelerdeki elektrik dağıtım sistemlerini işletme hakkına sahip olmuşlardır. Bu kapsamda VEDAŞ, 24.07.2006 tarihinde TEDAŞ ile imzalamış olduğu İHDS ile dağıtım lisansının süresinin sonuna kadar (31.12.2042) Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van bölgelerinde dağıtım faaliyetlerini münhasıran yürütme hakkını elde etmiştir.

31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemler itibarıyla Şirket ve bağlı ortaklıklarının net satış hasılatının ürün ve hizmet kırılımları ve bu ürün ve hizmetlerin gerçekleşen toplam net satış hasılatı içerisindeki oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

(Bin TL)	2023	%	2024	%	2025/3	%	2025	%	2026/3	%
Perakende İş Kolu (VEPSAŞ)	10.442.872	35,86	5.948.383	24,16	1.414.175	27,81	4.774.081	17,91	1.174.613	20,34
Dağıtım İş Kolu (VEDAŞ)	18.681.485	64,14	18.668.578	75,84	3.670.303	72,19	21.878.137	82,09	4.601.209	79,66
Hasılat	29.124.357	100	24.616.961	100	5.084.478	100	26.652.218	100	5.775.822	100

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Elektrik Dağıtım Faaliyetleri

31.07.2024 tarihi itibarıyla, Türkiye çapında dağıtım ağına bağlı tüketici sayısı 50.184.239'a ulaşmış ve bu tüketicilerden 840.747 tanesi VEDAŞ'ın dağıtım şebekelerine bağlanmıştır (*Kaynak: EPDK, Elektrik Piyasası Sektör Raporu https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-23/elektrikaylik-sektor-raporlar Temmuz 2024 Yılı Tablo 2.5)*. VEDAŞ, dağıtım bölgesindeki operasyonlarının tamamını merkezi olarak yönetmekte, izlemekte; aynı zamanda dağıtım şebekeleri ile ilgili operasyonlarını merkezi olarak planlamakta ve gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte, şebeke yönetimi süreçlerinin bir parçası olarak şebekeyi büyütme, yenileme, şebekenin operasyonel verimliliğini arttırma, araştırma, geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bahse konu faaliyetler dağıtım bölgesinde şebeke yönetim süreçlerini standardize etmesine, merkezileştirilmiş prosedürler hazırlamasına, EPDK'nın teknik ve ticari standartları ile tedarik güvenirliği standartlarına, Ortalama Kesinti Sıklığı Endeksi ve Ortalama Kesinti Süresi Endeksi hedeflerine uyum gibi performans göstergelerini tespit etmesine, sistem iyileştirmelerini planlamasına, yerel şebekeleri kontrol etmesine, izlemesine ve müşterilerle bağlantılı faaliyetler yürütmesine imkân tanımaktadır.

VEDAŞ dağıtım bölgesinde gerekli bakım, onarım, yenileme ve genişleme yatırımlarını yapmak, elektrik sayaçlarının bakımını yapmak, bu sayaçları okumak, talep projeksiyonlarını ve yatırım planlarını hazırlamak, teknik ve teknik olmayan kayıp oranlarını takip etmek, dağıtım şebekesinde eksik kalan elektriği tedarik etmek, teknik ve teknik olmayan kayıp oranlarını azaltmak için gerekli tedbirleri almak ve kamuya açık alanların aydınlatmasını sağlamakla sorumludur.

Aşağıdaki harita, VEDAŞ'ın lisans sahibi olduğu dağıtım bölgesini göstermektedir:

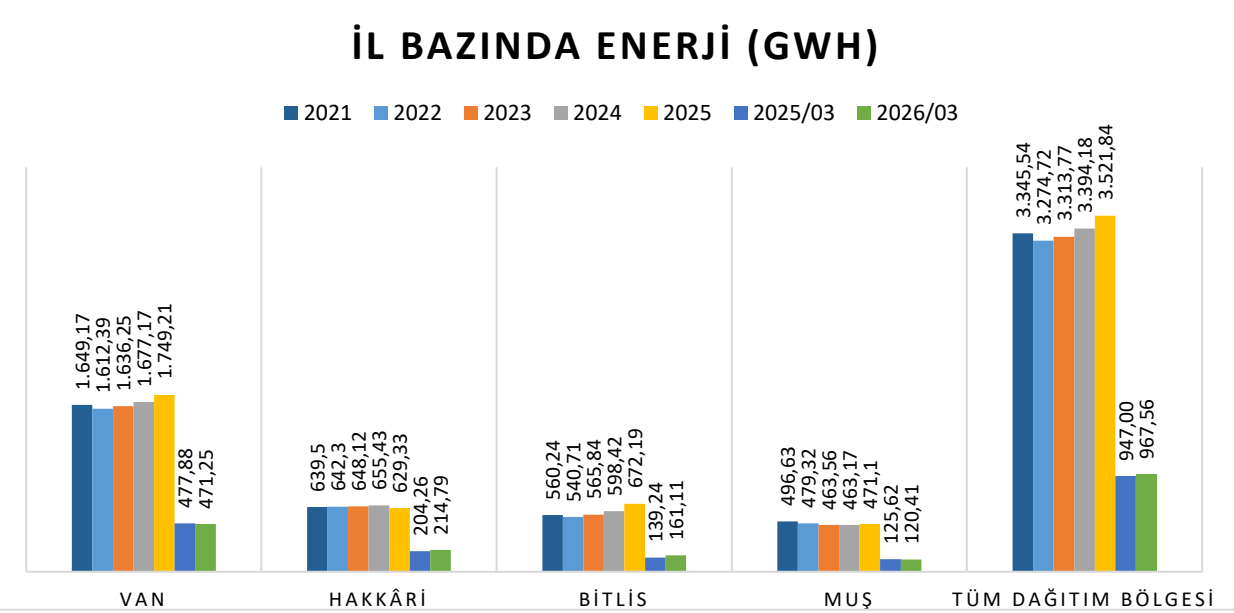
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

VEDAŞ'ın 31.12.2023, 31.12.2024, 31.03.2025, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemler itibarıyla GWh bazında net elektrik dağıtım miktarının dağıtım bölgesi iller bazında kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

GWh	Van	Hakkâri	Bitlis	Muş	Tüm Dağıtım Bölgesi
2023	1.636,25	648,12	565,84	463,56	3.313,77
2024	1.677,17	655,43	598,42	463,17	3.394,18
2025/03	477,88	204,26	139,24	125,62	947,00
2025	1.749,22	629,33	672,19	471,10	3.521,84
2026/03	471,25	214,79	161,11	120,41	967,56

2026 Mart sonu itibarıyla VEDAŞ, 45.028 km²'lik bir coğrafi alanda, 47.292 km'lik dağıtım hat uzunluğu, 14.042 trafo sayısı ve 3.636 MVA trafo kapasitesiyle kendi bölgesindeki dağıtım noktalarına hizmet vermektedir.

31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sona eren finansal dönemler itibarıyla iller bazında dağıtılan enerji miktarı (GWh) aşağıdaki tabloda yer almaktadır:



2024 yılı faturalanan tüketimin dağıtım bölgesi bazında dağılımına bakıldığında VEDAŞ, 2.646,03 GWh fatura edilmiş (iletim dâhil) tüketim miktarı ile dağıtım bölgeleri arasında 21. sırada yer almaktadır. 2024 yılı sonunda 21 dağıtım şirketinin toplam hat uzunluğu 1.491.396 km olup, VEDAŞ bu şirketler arasında hat uzunluğu bakımından 46.263 km'lik hat uzunluğu ile 17. sırada yer almaktadır. *Kaynak: EPDK, https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-24/elektrikyillik-sektor-raporu*

Aşağıdaki tabloda belirtilen tarihler itibarıyla VEDAŞ'ın bazı yıllık işletme bilgileri verilmekte olup bu veriler her yılsonunda EPDK tarafından teyit edilerek yayımlanmaktadır:

İşletme Bilgileri	2023	2024	2025	2026/03
DVT (milyon TL)(*)	11.378	12.481	13.374	18.341
Dağıtım şebekesi uzunluğu (km) *(1)*	42.204	46.263	46.902	47.292
Bölge nüfusu *(2)*	2.174.863	2.152.387	2.141.244	2.141.244
Dağıtım bağlantı noktası sayısı *(3)*	388.161	394.236	404.461	404.944
Dağıtılan elektrik miktarı (GWh) *(4)*	3.314	3.394	3.522	968
Trafo Sayısı *(5)-adet*	13.445	13.748	14.030	14.042
Toplam trafo kapasitesi (MVA) *(6)*	3.253	3.343	3.535	3.636

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

(*) 2026 Mart TÜFE endeksine göre hesaplanmıştır.

(1) Hem yer üstündeki hem de yer altındaki orta ve düşük gerilim hatları da dâhil olmak üzere ilgili bölgede işletilen dağıtım ağının toplam uzunluğunu göstermektedir.

(2) Türkiye İstatistik Kurumu istatistiklerine göre ilgili dağıtım bölgesinde ikamet edenlerin toplam sayısını göstermektedir.

(3) İlgili bölgede diğer özel tedarikçilerin müşterilerin dağıtım bağlantı noktaları da dâhil tüm dağıtım bağlantı noktalarını göstermektedir (kofra sayısı).

(4) Dağıtım şebekesine bağlı olan ve diğer özel tedarikçilerin müşterilerini de kapsayan tüm tüketicilere dağıtılan elektrik miktarını göstermektedir.

(5) Dağıtım şebekesinde gerilim dönüştürmek için kullanılan trafoların âdetini göstermektedir.

(6) Dağıtım şebekesinde gerilim dönüştürmek için kullanılan trafoların toplam kurulu gücünü göstermektedir.

Kayıp Kaçak Yönetimi

Elektrik dağıtımındaki kayıplar 2 (iki) temel bileşenden oluşmaktadır:

(i) Elektrik enerjisi, üretim noktasından son kullanıcıya ulaşıncaya kadar iletim ve dağıtım hatları ile transformatörlerde meydana gelen fiziksel kayıplar nedeniyle bir miktar azalmaktadır. Hatlar, trafolar ve diğer şebeke ekipmanlarından kaynaklanan bu doğal enerji kaybı "teknik kayıp" olarak adlandırılmaktadır.

(ii) VEDAŞ'ın dağıtım şebekesine yetkisiz erişim sağlanması veya sayaçlarla oynanması yoluyla elektriğin çalınmasıyla oluşan elektrik kaybı "kaçak elektrik"olarak adlandırılmaktadır.

VEDAŞ, "Dağıtım Sistemindeki Kayıpların Azaltılmasına Dair Tedbirler Yönetmeliği "ne göre yüksek kayıplı dağıtım şirketi statüsünde olup bu durum 31.12.2025'e kadar devam edecektir (31.12.2025 tarihli mevzuat değişikliği ile süre uzatılmıştır). Yüksek kayıplı şirketler, 2014 yılı teknik ve teknik olmayan kayıp oranı 2014 yılı dağıtım sektörü ülke ağırlıklı ortalama teknik ve teknik olmayan kayıp oranının üzerinde olan şirketlerdir. Teknik ve teknik olmayan kayıp ise, dağıtım sistemine giren enerji ile dağıtım sisteminde tüketicilere tahakkuk ettirilen enerji miktarı arasındaki farkı oluşturan ve maliyeti etkileyen; teknik kayıp ve / veya kaçak kullanım gibi sebeplerden kaynaklanan ve teknik bir sebebe dayanmayan kaybı ifade etmektedir. Bu şekilde yüksek kayıplı şirket statüsü kazanan şirketlerin bu statülerinin devam etmesi, bir önceki yıl teknik ve teknik olmayan kayıp oranının aynı yıla ait dağıtım sektörü ülke ağırlıklı ortalama teknik ve teknik olmayan kayıp oranının üzerinde olması ile mümkündür. Aksi durumda yüksek kayıplı şirket statüsü bir daha kazanılmamak üzere kaybedilmektedir. Bahsi geçen Yönetmelik uyarınca yüksek kayıplı şirket statüsü 31.12.2025 tarihinde tüm şirketler için ortadan kalkacaktır (*Kaynak: EPDK, Elektrik Piyasası 2014 Yılı Piyasa Gelişim Raporu, https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-24/elektrikyillik-sektor-raporu*) (31.12.2025 tarihli mevzuat değişikliği ile süre uzatılmıştır). 31 Aralık 2025 tarih ve 33124 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Dağıtım Sistemindeki Kayıpların Azaltılmasına Dair Tedbirler Yönetmeliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik uyarınca 31/12/2015 tarihli ve 29579 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Dağıtım Sistemindeki Kayıpların Azaltılmasına Dair Tedbirler Yönetmeliğinin 5 inci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan "31/12/2025 tarihinde" ibaresi "6446 sayılı Kanunun geçici 1 inci maddesi kapsamında fiyat eşitleme mekanizması ve ulusal tarifenin uygulanması için belirlenen sürenin sonunda" (31.12.2030) şeklinde değiştirilmiştir.

VEDAŞ dağıtım bölgesinde kaçak kullanımın en yoğun olduğu Van ili Gevaş ilçesinde PLC (Power Line Communication/ Güç Hattı İletişimi) teknolojisi kullanılarak imal edilmiş uzaktan açma kesmeye uygun sayaç montaj işini tamamlamıştır. 2026 Mart sonu itibariyle bu kapsamda Van Merkez ilçesinde 74.903 adet sayacın PLC dönüşüm süreci devam etmektedir. PLC teknolojisi ile sayaçlar uzaktan okunup uzaktan kesilir açılabilir konuma gelmiştir. Ayrıca bu sistem sayesinde kayıp kaçağın önüne geçilmiş, müşterinin sayaca kaçak kullanım için erişimi engellenmiştir. PLC dönüşümü ile takip edilebilen şebekenin büyük çoğunluğu sistemler üzerinden kontrol edilebilir haldedir.

VEDAŞ, dağıtım sistemindeki kayıpların azaltılmasına ilişkin olarak yılda iki kez olmak üzere kayıp-kaçak ile mücadele kapsamında yapılan çalışmaları bir rapor halinde EPDK'ya sunmaktadır.

VEDAŞ'ın dağıtım faaliyetleri gösterdiği bölgesinde 31.12.2023 itibarıyla kayıp-kaçak oranını %32,35 seviyesine düşürülmüştür. 2024 yılında bu oran %25,04'e, 2025 yılında ise %23,54 gerilemiştir. 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla bu oranlar %30,12 ve %27,52 seviyesinde gerçekleşmiştir.

VAKIFYATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Adalet Bahçeleri Mahallesi Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335/İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 39 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Aşağıdaki tabloda, VEDAŞ'ın kayıp kaçak verileri gösterilmektedir.

Dönemler İtibariyle Kayıp Kaçak Oranları (%)	2023	2024	2025/03	2025	2026/03
Hedeflenen kayıp kaçak (1) %	42,15	38,39	34,29	34,29	29,70
Gerçekleşen kayıp kaçak (2) %	32,35	25,04	30,12	23,54	27,52
Fark (3) %	9,80	13,35	4,17	10,75	2,18

(1) EPDK tarafından belirlenen kayıp kaçak hedef oranını göstermektedir.
(2) Faturalanmayan elektriğin dağıtılan toplam elektrik hacmine oranını göstermektedir.
(3) Kayıp kaçak hedefiyle gerçekleşen kayıp kaçak oranı arasındaki farkı göstermektedir.

VEDAŞ öncelikli olarak şebekeyle (kablo, trafo ve direkler gibi) ilgili veya şebeke dışı (çevre, kamulaştırma ve güvenlik gibi) alanlarda genişleme yatırımları, ikame ve iyileştirme yatırımları, şebeke operasyon sistemi (SCADA, OSOS gibi) yatırımları ve sayaç yatırımları yapmaktadır. Bölgede yapılan yatırımlar, esas olarak bölgedeki talebe ve mevcut şebekenin yaşına göre yapılmaktadır. Şebeke yatırımlarının büyük bir kısmı yeni talepleri karşılamak üzere planlanmasına ve gerçekleştirilmesine rağmen, yatırım harcamalarının bir kısmı da şebekenin yenilenmesi ile yeniden döşenmesi ve genel aydınlatmayla ilgilidir.

Şirket, dağıtım faaliyetleri içerisinde sürekli yenilenen sistemleri ve uluslararası standartlarda teknolojik alt yapı dönüşümü çalışmaları gerçekleştirilmektedir.

Bu çerçevede iş verimliliği artışı sağlamak amacıyla;

- Müşteri Bilgi Sistemi'nin kurulması, tüm abonelerin tahakkuk verileri, borç/kesinti bilgilerinin takibi, abonelerin gerekli durumlarda SMS ve e-posta ile bilgilendirilmelerinin sağlanması,
- Network alt yapısının iyileştirilerek güvenliğinin arttırılması,
- CBS sunucu yapısının yenilenmesi, tüm saha envanterlerinin CBS üzerinden takibi, tüm abonelerin CBS'ye işlenmesi ve bu sayede şebeke unsurları ile abone bağlantısının yapılması,
- 7 gün 24 saat hizmet veren Müşteri Çözüm Merkezi'nin hizmete başlaması, kesinti, fatura hatası, okuma durumu vb. tüm abone taleplerinin çağrı merkezi üzerinden alınmasının sağlanması

gibi çalışmalar gerçekleştirilmiştir.

- SCADA[1] altyapısı geliştirilmeye devam edilmiş; bu sayede, dağıtım şebekesi orta gerilim seviyesinde uzaktan izleme ve kontrol imkânına kavuşmuştur.
- SCADA sisteminin devreye alınması ile CBS veri tabanlı kesinti yönetim sistemi devreye alınmıştır. Kesinti Yönetim Sistemi ile tüm arızalar kayıt altına alınmakta ve arızadan etkilenen kullanıcılar belirlenmektedir. Bu sayede yine kullanıcılara gerekli bildirimler yapılarak kullanıcı memnuniyeti arttırılmaktadır.
- OSOS2 ve PLC3 sistemleri sayesinde 604.307'in üzerinde kullanıcı sayacı uzaktan yönetilmektedir. Bu kullanıcıların anlık olarak akım/gerilim değerleri, tüketim değerleri, kesinti ve müdahale verileri takip edilebilmekte ve enerji kalitesi izlenmektedir. Ayrıca bu kullanıcıların tüketim değerleri anlık ve istenen dönemlerde kontrol edilip fatura edilmektedir. Tüketicilerin talep etmeleri halinde kendi tesisat verilerini uzaktan izlemeye

[1] Elektrik SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition), elektrik dağıtım ve iletim sistemlerinin uzaktan izlenmesi ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistemdir. Bu sistem, elektrik şebekesindeki cihazları, trafo merkezlerini, jeneratörleri, iletim hatlarını ve diğer bileşenleri izlemek, kontrol etmek ve otomatikleştirmek amacıyla kullanılır.
[2] **Elektrik OSOS (Otomatik Sayaç Okuma Sistemi)**, elektrik sayaçlarının uzaktan okunmasını, izlenmesini ve yönetilmesini sağlayan bir sistemdir. Bu sistem, enerji şirketlerinin ve tüketicilerin elektrik tüketimini daha verimli bir şekilde izlemelerine ve yönetmelerine olanak tanır.
[33] PLC (Powerline Communication), enerji nakil hatları üzerinden veri transferinin yapılmasını sağlayan haberleşme yöntemidir. Elektrik dağıtım sektöründe sayaçların uzaktan okuma, kesme ve açma faaliyetlerinin yönetilmesi için tercih edilen bir otomatik sayaç okuma sistemidir. Türkiye'de PLC sistemini ilk, en yaygın ve en verimli kullanan dağıtım şirketi VEDAŞ'tır.

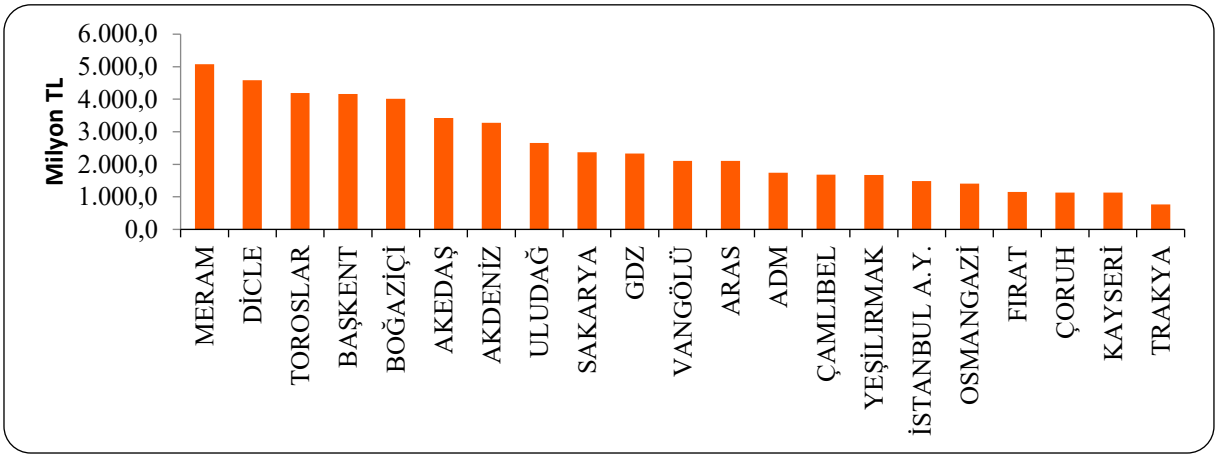
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

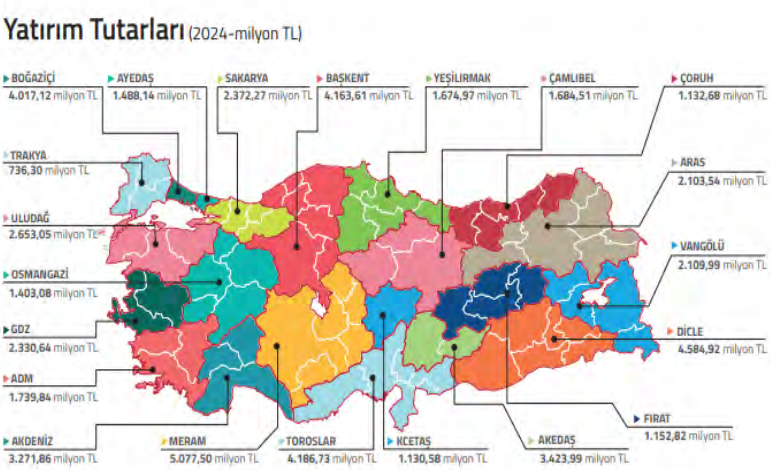
olanak sağlayan uygulamalar geliştirilmiştir. Bu sayede Türkiye'nin abone sayısına oranla en büyük akıllı şebeke sistemine geçiş sağlanmıştır.

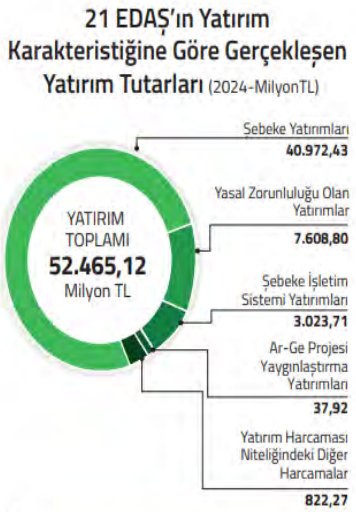
VEDAŞ, faaliyet gösterdiği dağıtım bölgesinde 31.03.2026 tarihi itibarıyla 47.292 km hat uzunluğuna sahip olmakla birlikte söz konusu dağıtım şebekesinin büyütülmesine odaklanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, Türkiye'de 31.12.2024'te sona eren yıl için elektrik dağıtım bölgelerindeki gerçekleşen yatırım harcamaları tutarları yer almaktadır.

2024 yılı için toplam yatırım gerçekleşmesi 2023 yılına oranla %37,91 düşerek 52,46 Milyar TL (cari fiyatlarla) olmuştur.







Gerçekleşen Yatırım Tutarları (Cari Fiyatlarla- Milyon TL-%)

Dağıtım Şirketi	2022	2023	2024	2023-2024 Değişim(%)	Dağıtım Şirketi	2022	2023	2024	2023-2024 Değ.(%)
ADM EDAŞ	4.366,11	3.177,64	1.739,84	-45,25	GDZ EDAŞ	4.104,70	6.230,91	2.330,64	-62,60
Akdeniz EDAŞ	3.669,56	3.224,23	3.271,86	1,48	KCETAŞ	1.269,19	1.802,53	1.130,58	-37,28
AKEDAŞ	1.359,88	1.892,20	3.423,99	80,95	Meram EDAŞ	4.100,39	8.091,33	5.077,50	-37,25
Aras EDAŞ	3.611,50	2.759,72	2.103,54	-23,78	Osmangazi EDAŞ	2.614,36	979,21	1.403,08	43,29
AYEDAŞ	1.874,61	2.263,08	1.488,14	-34,24	Sakarya EDAŞ	3.500,59	2.675,03	2.372,27	-11,32
Başkent EDAŞ	4.941,31	9.351,36	4.163,61	-55,48	Toroslar EDAŞ	6.015,79	10.553,95	4.186,73	-60,33
Boğaziçi EDAŞ	3.986,04	4.191,90	4.017,12	-4,17	Trakya EDAŞ	1.584,68	2.736,54	763,30	-72,11
Çamlıbel EDAŞ	1.603,53	1.830,33	1.684,51	-7,97	Uludağ EDAŞ	1.248,59	3.047,69	2.653,05	-12,95
Çoruh EDAŞ	2.129,12	3.274,82	1.132,68	-65,41	Vangölü EDAŞ	1.951,47	2.335,60	2.109,99	-9,66
Dicle EDAŞ	5.031,18	7.740,91	4.584,92	-40,77	Yeşilırmak EDAŞ	2.734,85	3.373,86	1.674,97	-50,35
Fırat EDAŞ	1.878,28	2.959,22	1.152,82	-61,04	**Genel Toplam**	**63.575,73**	**84.492,08**	**52.465,12**	**-37,91**

** Birim bedelli tutarlar ile 2024 yılı Haziran ayı TÜFE'si:2.319,29'a göre hazırlanmıştır.*
*** III. Uygulama Döneminde başlayıp IV. Uygulama Döneminde tamamlanan yatırımlar dahil edilmiştir.*
**** 2022-2023 ve 2024 yılları yatırım tutarları için şirketlerin bildirim sistemi üzerinden sundukları yatırım gerçekleşme beyanları esas alınarak tablo hazırlanmıştır.*

Kaynak: EPDK, https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-24/elektrikyillik-sektor-raporu

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Elektrik Perakende Satış Faaliyetleri

Türkiye genelinde elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri ilgili bölgedeki dağıtım şirketi tarafından yerine getirilmekteyken EPDK'nın 12.09.2012 tarihli ve 4019 sayılı kararı ile dağıtım şirketleri ve tedarik şirketlerinin hukuki olarak birbirlerinden ayrılmasına karar verilmiştir. Söz konusu karar ile yürürlüğe giren Dağıtım ve Perakende Satış Faaliyetlerinin Hukuki Ayrıştırılmasına İlişkin Usul ve Esaslar uyarınca dağıtım şirketleri kısmi bölünme yolu ile bölünerek 01.01.2013 tarihinden itibaren perakende satış faaliyetlerini ayrı bir tüzel kişilik altında yürütülmeye başlanmıştır. Dağıtım şirketinin kısmi bölünme yolu ile kurmuş olduğu bu yeni şirket elektrik piyasası mevzuatında "görevli tedarik şirketi" olarak nitelendirilmektedir. EPDK'nın bahsedilen kararı uyarınca VEDAŞ 26.04.2013 tarihli ve 8308 sayılı TTSG'de yayımlanan 12.03.2013 tarihli ve 16-14 numaralı kararı ile kısmi bölünmeye karar vermiş ve bu kısmi bölünme sonucunda Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van illerinde hizmet vermek üzere Görevli Tedarik Şirketi olarak VEPSAŞ kurulmuştur. Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş. olan şirket ünvanı 23.05.2016 tarih 9080 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayımlanarak Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış A.Ş olarak değiştirilmiştir.

Şirket; VEPSAŞ ile elektrik perakende satış faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket'in bağlı ortaklığı VEPSAŞ görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgesindeki düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışı yaparken, herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın Türkiye genelindeki serbest tüketici niteliğine haiz müşterilere de elektrik satışı gerçekleştirebilmektedir.

VEPSAŞ, 31.03.2026 finansal dönem itibarıyla düzenlemeye tabi müşterilerine 437,91 GWh ve Serbest Tüketici müşterilerine ise 78,86 GWh satış yapmıştır.

Serbest Tüketici olarak adlandırılan müşteriler, hem VEPSAŞ'ın bölge içi olan Bitlis, Hakkâri, Muş, Van illerinde hem de bölge dışı olarak Türkiye'nin diğer illerinde olabilmektedir.

Ayrıca VEPSAŞ, 47.368 km² yüzölçümüne sahip bir alana hizmet vermektedir. Bu alan, 783.562 km²'lik Türkiye yüzölçümünün %6,05'ini oluşturmaktadır.

2024 yılında Türkiye'de toplam 249.654.917 GWh enerji satışı yapılmıştır. VEPSAŞ ise 2.106.505 GWh enerji satışı yapmıştır. Bu miktar tüm perakende satış şirketleri içerisinde %0,84'luk paya tekabül etmektedir. *(Kaynak:* https://epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-24-3/elektrikyillik-sektor-raporu *2023 Yılı Tablo 3.2)*

Müşteri Portföy Bilgileri

Müşterilerin Serbest Tüketici olması, EPDK tarafından her yıl belirlenen Serbest Tüketici limitlerinin üzerinde olup olmadığına bakılarak sınıflandırılmaktadır. EPKn'na göre, (i) EPDK tarafından belirlenen serbest tüketim limitine eşit veya bu limitin üstünde elektrik tüketen müşteriler ve (ii) tüketim seviyelerinden bağımsız olarak, iletim hatlarına (örneğin, gerilim seviyesi 36 kV veya daha yüksek olan hatlara) bağlı binalarda, 2024 yılı için Serbest Tüketici limiti, 12295 sayılı EPDK kararı ile yıllık 950 kWh tüketim olarak tespit edilmiştir. 2025 yılı için Serbest Tüketici limiti, 12.12.2024 tarih ve 13065 sayılı EPDK kararı ile yıllık 750 kWh tüketim olarak tespit edilmiştir. Bu nedenle, elektrik tüketimi 750 kWh'ın altında (2025 yılı için) olan müşteriler (doğrudan iletim hatlarına bağlı olanlar ve organize sanayi bölgelerinde bulunanlar hariç) serbest olmayan tüketicilerdir. 23.12.2025 tarihli 33116 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan EPDK'nın 14039 no'lu Kurul Kararı ile bu oran 01.01.2026 tarihinden itibaren yıllık 500 kWh olarak açıklanmıştır.

VEPSAŞ, 31.12.2023 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla 2.056,18 GWh, 31.12.2024 finansal dönem itibarıyla 2.106,51 GWh ve 31.12.2025 finansal dönem itibarıyla 2.056,58 GWh, 31.03.2026 finansal dönem itibariyle 516,77 GWH enerji satışı yapmıştır. 31.03.2026 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla VEPSAŞ'ın Serbest Tüketiciler de dâhil toplam müşteri sayısı; 900.168 adete ulaşmıştır. VEPSAŞ, 897.026 Serbest Olmayan Tüketiciye ve 50 adedi bölge dışında olan toplamda 3.092 Serbest Tüketiciye hizmet vermektedir.

Aşağıdaki tabloda bölgelere göre ve aşağıdaki belirtilen tarihler itibarıyla VEPSAŞ'ın müşteri sayıları gösterilmektedir.

Müşteriler / Finansal Dönem	2023	2024	2025	2026/03
Toplam **Müşteri Sayısı**	828.668	857.412	888.258	900.168
Serbest Tüketici Sayısı	198	1.915	3.214	3.092

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Bölge Dışı Serbest Tüketici Sayısı	121	52	55	50
Serbest Olmayan Tüketici Sayısı	828.349	855.445	884.989	897.026

Kaynak:Şirket

Fiyatlandırma

VEPSAŞ'ın perakende satış faaliyetlerinin fiyatlandırılması, müşterilerinin elektrik satın alma koşullarına göre değişiklik göstermektedir. VEPSAŞ, düzenlemeye tabi müşterilerine EPDK'nın aylık ya da üç aylık belirlediği ulusal tarifeyi uygulamaktadır.

Perakende satış tarifesi, her ay ya da çeyreklik dönemlerde Türkiye'nin maliyet tabanına dayanılarak belirlenmekte ve bu tabanı yansıttığı varsayılmaktadır. EPDK, farklı abone gruplarındaki tüketicilere uygulanacak perakende satış tarifesini belirlemek için bir çapraz destekleme mekanizması uygulamaktadır.

1 Mart 2022 Salı tarih ve 31765 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 7346 no'lu Kanun ile 6446 sayılı Kanunun 17 inci maddesinin dördüncü fıkrasına "bu abone grupları için elektrik enerjisi tüketim miktarına göre farklı" ibaresi eklenmiştir. Bu çerçevede 01.03.2022 tarihinden itibaren geçerli olan tarifeler EPDK internet sitesinde yayımlanmış olup, Enerji Piyasası Düzenleme Kurulunun 28/02/2022 tarihli toplantısında;

Ticarethane alçak gerilim tek zamanlı abone grubu için faturaya esas günlük ortalama 30 kWh tüketim miktarına kadar olan tüketimlere düşük kademeli tarife uygulanmasına; faturaya esas günlük ortalama 30 kWh tüketim miktarının üzerinde olan tüketimlerin belirtilen limite kadar olan kısmına düşük kademeli tarife, limiti aşan kısmına yüksek kademeli tarife uygulanmasına karar verilmiştir.

Mesken alçak gerilim tek zamanlı abone grubu için faturaya esas günlük ortalama 8 kWh tüketim miktarına kadar olan tüketimlere düşük kademeli tarife uygulanmasına; faturaya esas günlük ortalama 8 kWh tüketim miktarının üzerinde olan tüketimlerin belirtilen limite kadar olan kısmına düşük kademeli tarife, limiti aşan kısmına yüksek kademeli tarife uygulanmasına karar verilmiştir.

VEPSAŞ, görevli tedarik bölgesinde bulunan serbest müşterilerine de özel hukuk kurallarına tabi olarak ikili anlaşma ile indirimli elektrik satışı yapabilmektedir. Ancak, Serbest Tüketici müşterileri serbest piyasa koşullarında elektrik satın aldıkları için bu müşterilere perakende satış tarifesi uygulanmamaktadır. VEPSAŞ Serbest Tüketicilere uygulanacak fiyatları, kendi maliyet tabanını ve belirli bir kâr marjını göz önünde bulundurarak geçerli piyasa koşullarına göre tespit etmektedir. Ancak ulusal tarife, serbest perakende satış fiyatları için doğal bir fiyat üst sınırı getirmektedir.

Düzenlemeye tabi ve serbest tüketici müşterilerine, VEPSAŞ fatura kesmektedir ve ilgili tahsilatları da VEPSAŞ yapmaktadır. Fatura kalemlerinden biri olan dağıtım bedelinin görevli tedarik bölgesi içerisindeki müşterilere tahakkuk edilen kısmı bölge dağıtım şirketine, bölge dışındaki serbest tüketici müşterilerine tahakkuk edilen kısmı ise müşterilen bulunduğu bölgedeki ilgili dağıtım şirketlerine iletilmektedir.

Pazarlama ve Satış

31.03.2026 tarihi itibarıyla, VEPSAŞ 34 adet müşteri hizmetleri merkezi, 42 adet PTT Şubesi ve 193 adet anlaşmalı banka şubesi ile tahsilat hizmeti sağlamaktadır.

Aşağıdaki tabloda ödeme kanalları ve ödeme noktası sayıları gösterilmektedir.

VEPSAŞ Ödeme Kanalları	Ödeme Noktası Sayısı
Müşteri Hizmetleri Merkezi	34
PTT Şubesi	42
Banka şubeleri	193

Kaynak:Şirket

Arıza Onarım Bakım İşleri ve Diğer Faaliyetler

LİNA, VEDAŞ ve VEPSAŞ başta olmak üzere olmak üzere elektik dağıtım ve perakende şirketlerine arıza onarım bakım hizmeti, endeks okuma ve kesme açma hizmeti, temizlik, tesis yapım işi, gayrimenkul ve araç kiralama ile fatura tahsilat hizmeti faaliyetinde bulunmaktadır. LİNA, 2025 Nisan sonu itibarıyla araç kiralama hizmetini sonlandırmıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

3. Sektörel Bilgiler

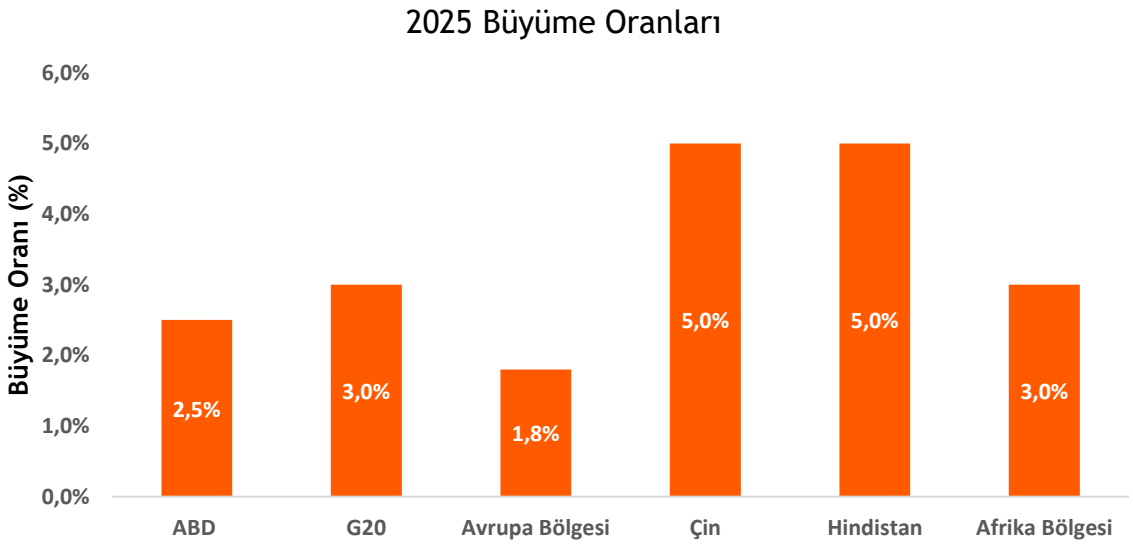
Küresel Makro Ekonomik Koşullar

2025-2026 küresel büyüme beklentileri, büyük ölçüde dünya çapındaki ekonomik belirsizliklerin ve son on yıldaki dalgalanmaların izlerini taşımaktadır. Özellikle 2008 küresel finans krizinden sonra dünya ekonomisi bir toparlanma sürecine girmiş, ardından COVID-19 pandemisi ile yeni bir sınavdan geçmiştir. Bu süreçte, gelişmiş ekonomilerde nispeten yavaş fakat istikrarlı bir toparlanma görülürken, gelişmekte olan ülkeler özellikle iç talep ve bölgesel dinamikler sayesinde daha hızlı bir büyüme ivmesi yakalamıştır.

Bugün, IMF, Dünya Bankası ve OECD gibi önde gelen kurumlar, küresel ekonominin 2025-2026 döneminde ortalama %2,8 ile %3 arasında bir büyüme oranına sahip olacağını öngörmektedir. Bu oran, 2010'ların başındaki toparlanma dönemine kıyasla daha ılımlı olsa da, küresel ticaretin ve yatırım akışlarının yeniden şekillendiği bu dönemde dengeli bir büyümeye işaret etmektedir.

Özellikle Asya-Pasifik bölgesi ve Hindistan gibi hızlı büyüyen ekonomiler, küresel büyümeyi yukarı çeken ana motorlar olmaya devam etmektedir. Gelişmiş ekonomilerdeki toparlanma ise, geçmiş on yılın krizlerinden alınan derslerle daha temkinli ve sürdürülebilir bir yol izlemektedir. Bu çerçevede, küresel büyümenin hem bölgesel dinamiklere hem de küresel belirsizliklerin yönetilmesine bağlı olarak şekilleneceği söylenebilir.

2025 yılında G20 genelinde ortalama büyüme oranı yaklaşık %3 civarında gerçekleşmiştir. ABD %2,5 civarında, Euro Bölgesi %1,8 civarında büyümüştür. Çin %5'in biraz üzerinde, Hindistan ise %6'ya yakın bir büyüme kaydetmiştir. Afrika bölgesinde ortalama büyüme %3 civarındadır. 2026 için öngörüler, IMF ve OECD gibi kaynaklara göre ABD'nin %2, Euro Bölgesi'nin %1,5-2 bandında, Çin ve Hindistan'ın %4-5 aralığında, Afrika'nın ise %3 civarında büyüme göstereceği yönündedir.



Kaynaklar: OECD, IMF 2025 Raporları

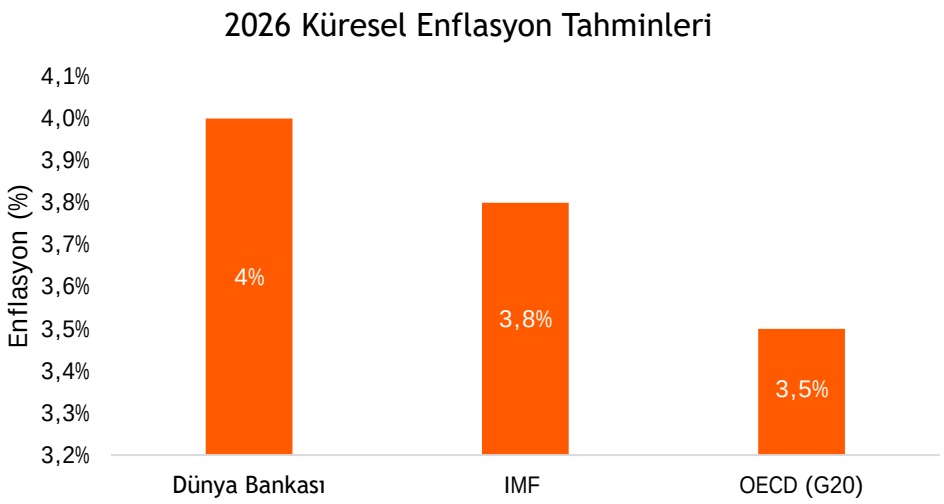
Küresel enflasyon, son yıllarda özellikle COVID-19 pandemisi sonrası dönemde belirgin şekilde yükselişe geçmiştir. Pandemi, küresel tedarik zincirlerinde büyük aksaklıklara neden olarak ve enerji ile ham madde fiyatlarındaki artışlar dünya genelinde enflasyonu tetiklemiştir. Bunun yanı sıra, merkez bankalarının genişleyici para politikaları da talebi artırarak fiyat seviyelerinin yükselmesine katkıda bulunmuştur.

Bu dönemde ABD'de enflasyonun yaklaşık %3 civarında, Euro Bölgesi'nde %2,5-3 bandında kalması beklenirken, Çin ve Hindistan gibi ekonomilerde enflasyon %4-5 aralığında öngörülmektedir. Afrika bölgesinde ise ortalama enflasyonun %5 civarında seyretmesi muhtemel gözükmektedir.

2026 yılı için IMF, OECD ve Dünya Bankası'nın enflasyon beklentileri birbirine yakın ancak küçük farklılıklar göstermektedir. IMF'nin 2025 World Economic Outlook raporuna göre, 2026'da küresel enflasyonun yaklaşık %3,8 civarında olması beklenmektedir. OECD ise kendi 2025-2026 Economic

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Outlook tahminlerinde bu oranın %3,5 civarında olacağını öngörmektedir. Dünya Bankası'nın Global Economic Prospects raporu ise enflasyonun %4 civarına ulaşabileceğini belirtmektedir.

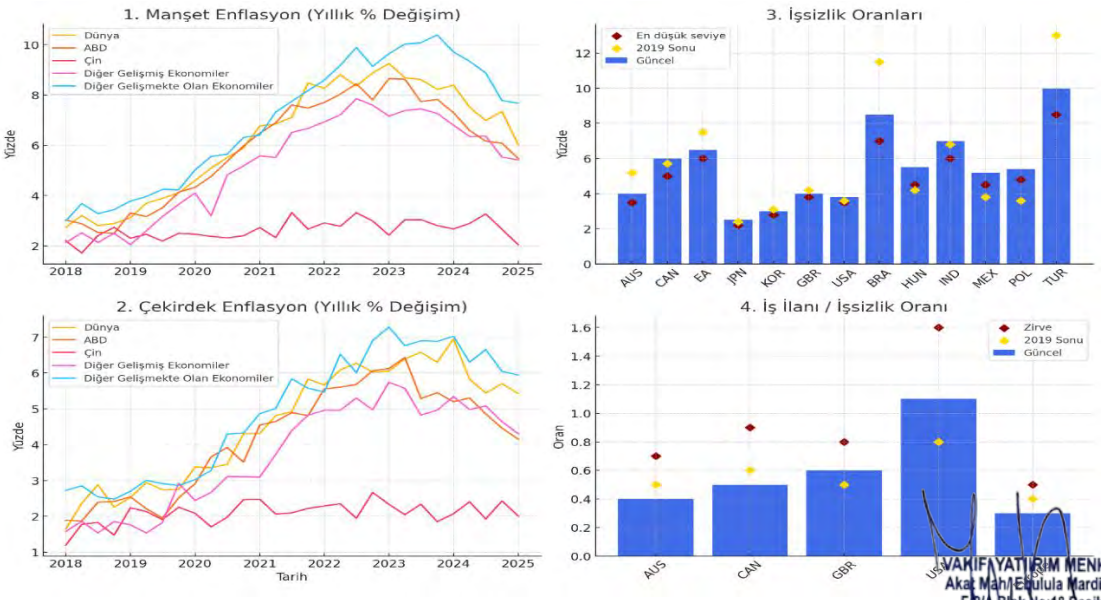


Kaynaklar: OECD, Dünya Bankası, IMF 2025 Raporları

Bu veriler, pandeminin ardından küresel enflasyonun hala dikkatle izlenmesi gereken bir konu olduğunu göstermektedir. Önümüzdeki yıllarda enerji fiyatlarındaki istikrar, tedarik zinciri sorunlarının çözülmesi ve para politikalarının normalleşmesi enflasyonun seyrini belirleyecek temel faktörler olacaktır.

OECD ve IMF verilerine göre, küresel işsizlik son yıllarda pandemi sonrası toparlanmanın getirdiği dalgalanmalarla şekillenmektedir. 2024 yılında küresel işsizlik oranı yaklaşık %5,5 civarında gerçekleşmiştir (IMF World Economic Outlook 2024). 2025'e gelindiğinde, toparlanma hız kazanarak küresel işsizlik oranı ortalama %5'e gerilemiştir (OECD Employment Outlook 2025). 2026 yılına dair tahminler ise bu oranın %4,8 ila %5 arasında stabilize olacağını göstermektedir (IMF World Economic Outlook 2025).

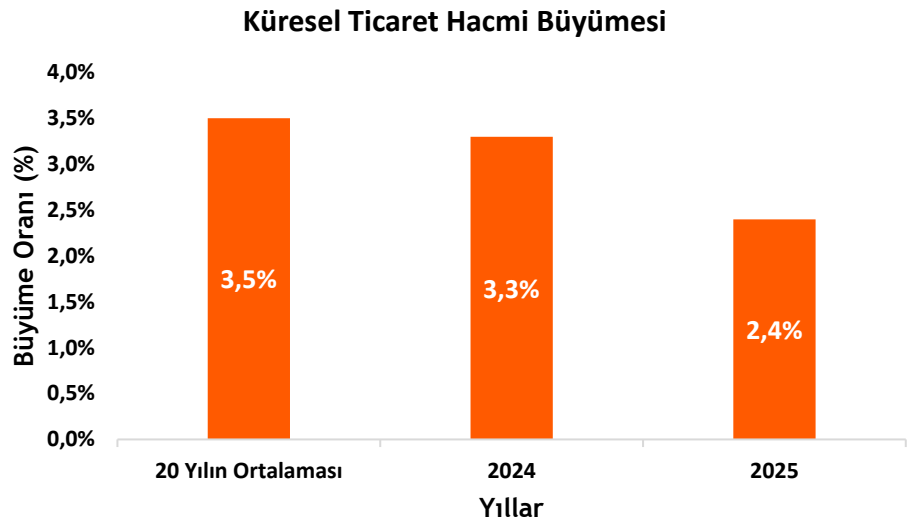
Geleceğe baktığımızda, bu oranların büyük ölçüde iş gücü piyasalarındaki yapısal değişimlere ve teknolojik dönüşümlere bağlı olarak şekilleneceği öngörülmektedir. Özellikle OECD ve IMF'nin raporlarına dayanarak, uzaktan çalışma, otomasyon ve dijital dönüşüm gibi faktörlerin işsizlik dinamiklerini etkilemeye devam edeceği ve küresel iş gücü piyasalarının esnek politikalar geliştirmesinin önem taşıdığı belirtilmektedir.



Kaynak: IMF

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Küresel ticaretteki tarife belirsizlikleri ve korumacı politikaların artması da ekonomik büyüme ve enflasyon üzerindeki negatif etkileri arttırmaktadır. Dünya Ticaret Örgütü (WTO) ve Dünya Bankası raporları, son yıllarda ABD ve Çin başta olmak üzere birçok ülkenin uyguladığı ek tarifelerin küresel ticaret hacmini azalttığını ve tedarik zincirinde kalıcı değişimlere neden olduğunu ortaya koymaktadır. 2024 yılında küresel ticaret hacmi, yaklaşık yüzde 3,3 oranında bir büyüme göstererek 33 trilyon dolarlık bir ticaret hacmine ulaşmıştır. Ancak 2025 yılı için Dünya Ticaret Örgütü, küresel mal ve hizmet ticaretindeki büyüme oranını yüzde 2,4 olarak revize etmiştir. Bu oran, son 20 yılın ortalaması olan yüzde 3,5'un oldukça altında kalmaktadır. Bu durum, küresel ticaretin yavaşlayan büyüme trendine işaret ederken, özellikle ihracata dayalı ekonomiler üzerinde de baskı yaratmaktadır. Bu zayıflama, küresel tedarik zincirlerinde kalıcı değişimlere yol açabilir ve ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkiler doğurabilir.



Kaynak: WTO 2025

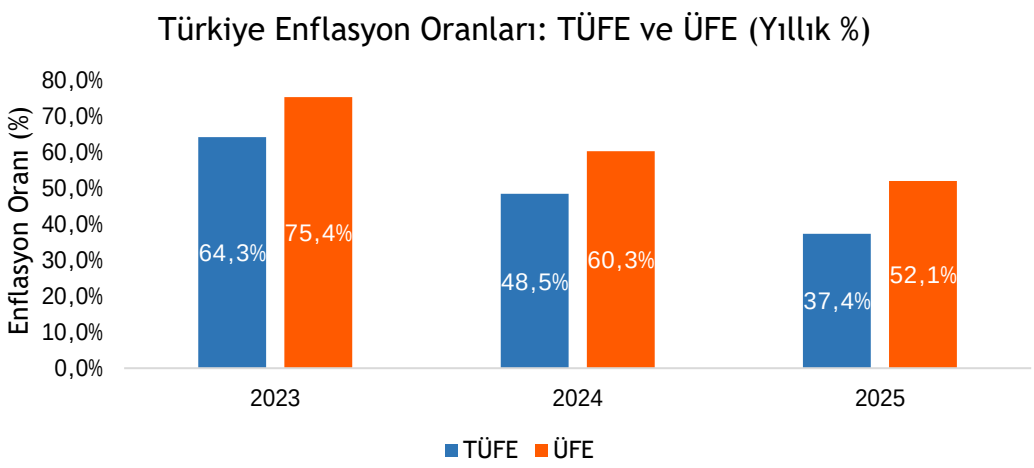
Küresel ticaretteki tarife belirsizliği, ayrıca girdi maliyetlerini yükselterek enflasyonist baskıların kalıcı hale gelmesine neden olmaktadır. OECD'nin değerlendirmelerine göre, ticari kısıtlamaların ve tarifelerin yüksek kalması durumunda küresel enflasyon oranları daha uzun süre yüksek seyretme riskiyle karşı karşıyadır. Bu durum, merkez bankalarının para politikalarını sıkılaştırmalarını gerektirerek ekonomik toparlanmayı da daha da zorlaştırmaktadır.

Türkiyede Makro Ekonomik Koşullar

Küresel 2025 yılı itibariyle Türkiye ekonomisi, küresel makroekonomik zorluklara karşı pozitif ayrışmıştır. Türkiye ekonomisinde 2023 ve 2024 yıllarında yaşanan yüksek enflasyonist baskıların ardından, 2025 yılında sıkı para politikası ortamına girilmiş ve bu durum, hem iç tüketimi hem de yatırım iştahını baskılamıştır. Buna karşılık, dış talep ve hizmet gelirleri, ekonominin büyüme tarafında destekleyici rol oynamıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 11 Aralık'ta gerçekleştirilen Para Politikası Kurulu toplantısında, politika faizini % 38 seviyesine indirmiştir.

TÜİK'in 2025 yılı verilerine göre tüketici enflasyonu (TÜFE) yıllık bazda %37,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Üretici fiyat endeksi (ÜFE) ise aynı dönemde %52,1 artış göstermiştir. (TÜİK, 2025).

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017



Kaynak: TÜİK 2025

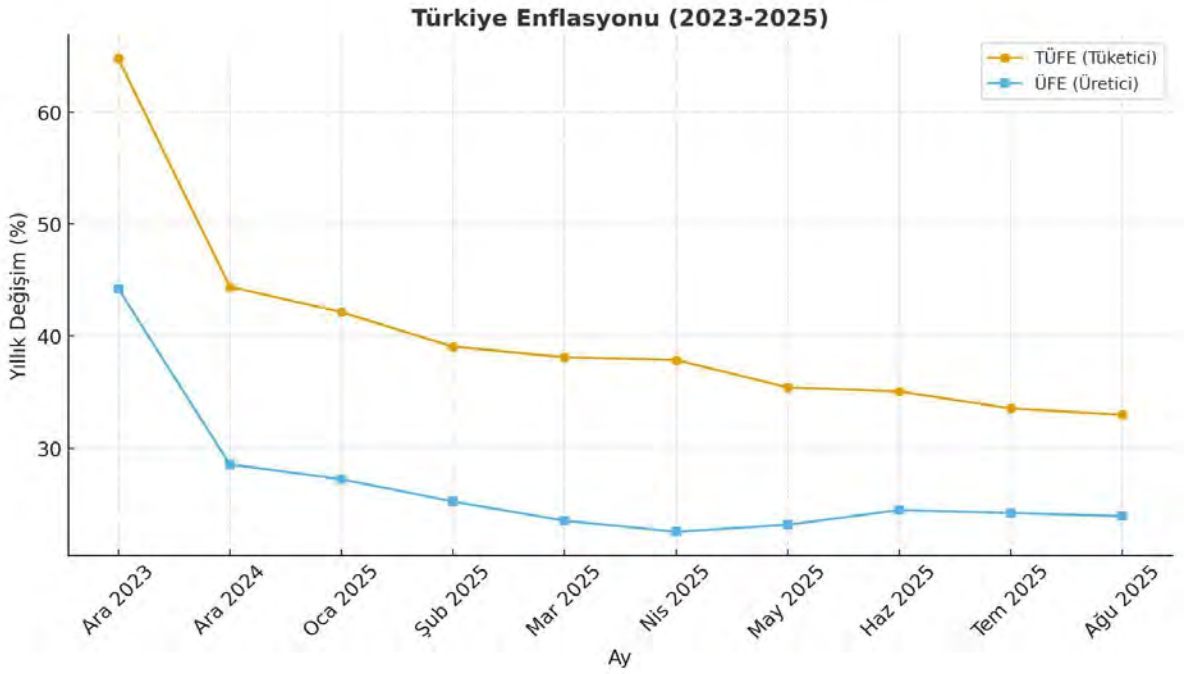
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2025 yılı boyunca politika faizini %50 seviyesinde tutarak sıkı para politikasını sürdürmüştür. Bu adım, enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının sağlanması amacıyla atılmıştır. TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre piyasa katılımcıları yıl sonu enflasyonunun %40-42 bandında gerçekleşmesini beklemektedir.

2024 yılında Türkiye ekonomisi, TÜİK tarafından açıklanan yıllık veriler ve uluslararası kuruluşların değerlendirmeleri çerçevesinde yaklaşık %3,3 oranında büyüme kaydetmiştir. Büyüme performansı ağırlıklı olarak iç talep, hizmetler sektörü ve kamu harcamalarından destek alırken, sıkılaşan finansal koşullar ve dış talepteki zayıflama büyüme üzerinde sınırlayıcı etki yaratmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası ve kredi derecelendirme kuruluşlarının güncel projeksiyonlarına göre Türkiye ekonomisinin 2025 yılında %3,4-3,5 aralığında, 2026 yılında ise %3,5-3,7 aralığında bir büyüme performansı sergilemesi beklenmektedir. Orta vadeli büyüme görünümünde enflasyonla mücadele süreci, para ve maliye politikalarındaki sıkılaşma, ihracat pazarlarındaki seyir ve yapısal reform adımları belirleyici unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Kaynaklar: TÜİK 2024, IMF

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

TÜFE'deki değişim 2025 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %2,55 artış, bir önceki yılın Aralık ayına göre %28,63 artış, bir önceki yılın aynı ayına göre %32,87 artış ve on iki aylık ortalamalara göre %37,15 artış olarak gerçekleşmiştir. ÜFE 2025 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %1,63 artış, bir önceki yılın Aralık ayına göre %25,67 artış, bir önceki yılın aynı ayına göre %27,00 artış ve on iki aylık ortalamalara göre %25,49 artış göstermiştir (TÜİK, 2025).



Kaynak: TÜİK, 2025

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2024 yılsonu itibarıyla politika faizini sıkı para politikasını sürdürecek şekilde indirmeye başlamıştır. Bu adım, enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının sağlanması amacıyla atılmıştır. 2025 yılının Eylül ayında yayınlanan TCMB Beklenti Anketi sonuçlarına göre piyasa katılımcıları yıl sonu enflasyonunun %29,86 bandında gerçekleşmesini beklemektedir.

30 Aralık 2025 tarihinde açıklanan işgücü istatistiklerine göre, 2025 yılı Kasım ayında Türkiye'de işgücü piyasasında genel görünüm istikrarlı bir seyir izlemiştir. Söz konusu dönemde işsizlik oranı yüzde 8,6 seviyesinde gerçekleşmiş olup, istihdam ve işgücüne katılım göstergeleri ekonomik faaliyetlerdeki mevcut dengeli yapıyı yansıtmaktadır.Mevsim etkilerinden arındırılmış verilere göre, Kasım 2025 itibarıyla istihdam edilenlerin sayısı 32 milyon 737 bin kişi olmuş, istihdam oranı ise yüzde 49,2 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde işgücü 35 milyon 834 bin kişi düzeyinde olup, işgücüne katılma oranı yüzde 53,8 olarak kaydedilmiştir. Mevsim etkilerinden arındırılmamış veriler dikkate alındığında ise işgücü 35 milyon 835 bin kişi, işgücüne katılım oranı yüzde 53,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde istihdam edilenlerin sayısı 32 milyon 747 bin kişi, istihdam oranı yüzde 49,2 seviyesinde ölçülmüştür. Söz konusu gelişmeler neticesinde, mevsim etkilerinden arındırılmamış işsizlik oranı da yüzde 8,6 olarak gerçekleşmiştir. (TCMB)

Elektrik sektörü, bir ülkenin ekonomik kalkınmasının ve toplumsal refahının temel dinamiklerinden biridir. Elektrik; sanayi, hizmet ve tarım başta olmak üzere tüm ekonomik faaliyetlerin sürdürülebilirliğinde kritik bir rol oynar. Enerjiye kesintisiz ve uygun maliyetli erişim, üretim verimliliğini artırmakla kalmaz, aynı zamanda teknolojik ilerlemenin ve yaşam kalitesinin yükselmesinde de belirleyicidir. Türkiye'de elektrik sektörü, enerji arz güvenliğinin sağlanması, ekonomik büyümenin desteklenmesi ve sürdürülebilir kalkınmanın tesis edilmesi açısından stratejik bir konuma sahiptir.

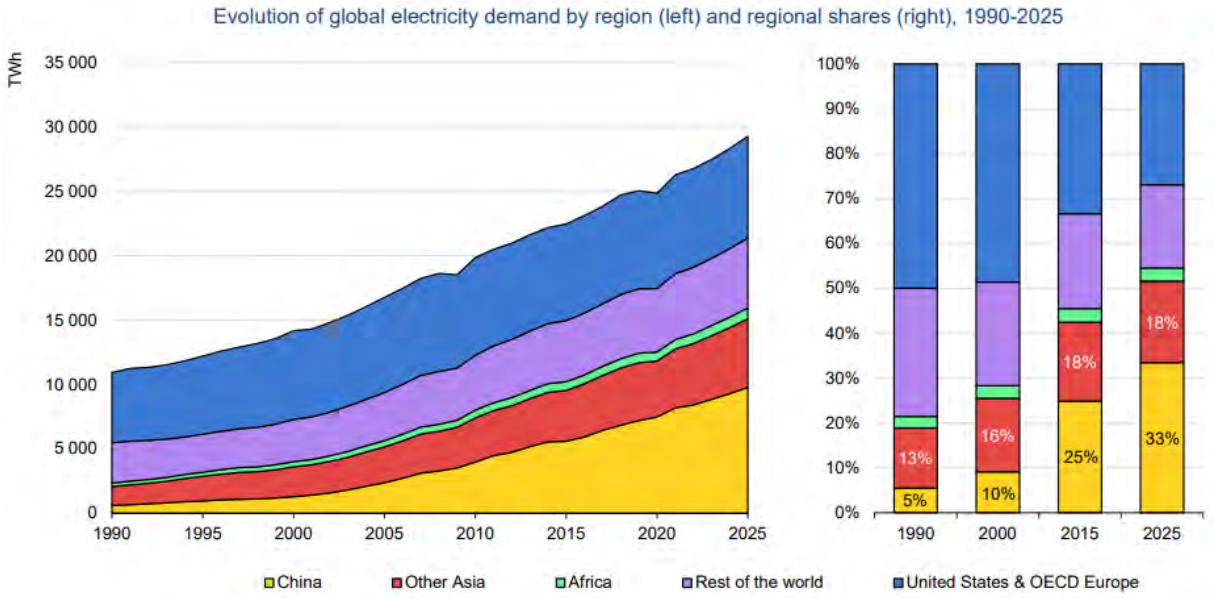
Küresel ölçekte değerlendirildiğinde ise, elektrik enerjisinin payı enerji piyasasında giderek artmaktadır. 2023 yılı itibarıyla, dünya genelinde toplam birincil enerji tüketiminin yaklaşık %20'si elektrikten karşılanmaktadır (International Energy Agency - IEA, 2023). Özellikle dijitalleşme, sanayileşme ve elektrifikasyonun artışı ile elektrik talebinde sürekli bir yükseliş gözlemlenmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Pbx14 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Küresel elektrik talebinin önümüzdeki üç yılda daha hızlı bir oranda artması ve 2026 yılına kadar yıllık ortalama %3,4 oranında büyümesi bekleniyor. Bu artış, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde daha hızlı elektrik talebi büyümesine katkıda bulunacak olan iyileşen ekonomik görünümden kaynaklanacak (International Energy Agency - IEA, 2024).

Dünyada Sektörün Görünümü

Dünya genelinde elektrik sektörünün ekonomik büyüklüğü her yıl artmaktadır. Dünya elektrik üretim miktarları 2023 yılında toplamda 29.924,80 TWh olarak gerçekleşmiştir. Dünyadaki elektrik üretiminde en fazla paya sahip olan Çin, dünya elektrik üretimin yaklaşık %31,6'sını, ABD %15,'ini, Hindistan ise %6,5'ini gerçekleştirmiştir. Bu ülkeleri Rusya, Japonya, Brezilya takip etmektedir (Türkiye Taşkömürü Kurumu, 2025). Küresel elektrik sektörünün doğrudan ekonomik büyüklüğünün ise 2,5 – 3,0 trilyon ABD dolarına ulaştığı tahmin edilmektedir (IEA, 2024 World Energy Outlook).



Kaynak; International Energy Agency, Electricity Market Report 2023

Küresel enerji sektörüne yapılan yatırımlar 2023'te toplamda yaklaşık 1,2 trilyon ABD doları seviyesine ulaşmış olup, bu yatırımların önemli bir kısmı yenilenebilir enerji, şebeke modernizasyonu ve dijitalleşme gibi temiz enerji altyapılarına yönelmiştir. Özellikle yenilenebilir enerji üretimi, iletim-dağıtım şebekeleri ve enerji depolama yatırımları, enerji sisteminin dönüşümünde kritik rol oynamaya devam etmektedir. 2024 yılı dünya enerji yatırım raporuna göre küresel enerji yatırımlarının ilk kez 3 trilyon ABD dolarını aşacağı ve yaklaşık 2 trilyon ABD dolarının temiz enerji teknolojileri ve altyapısına yönlendirileceği öngörülmektedir (IEA, World Energy Investment Report 2024).

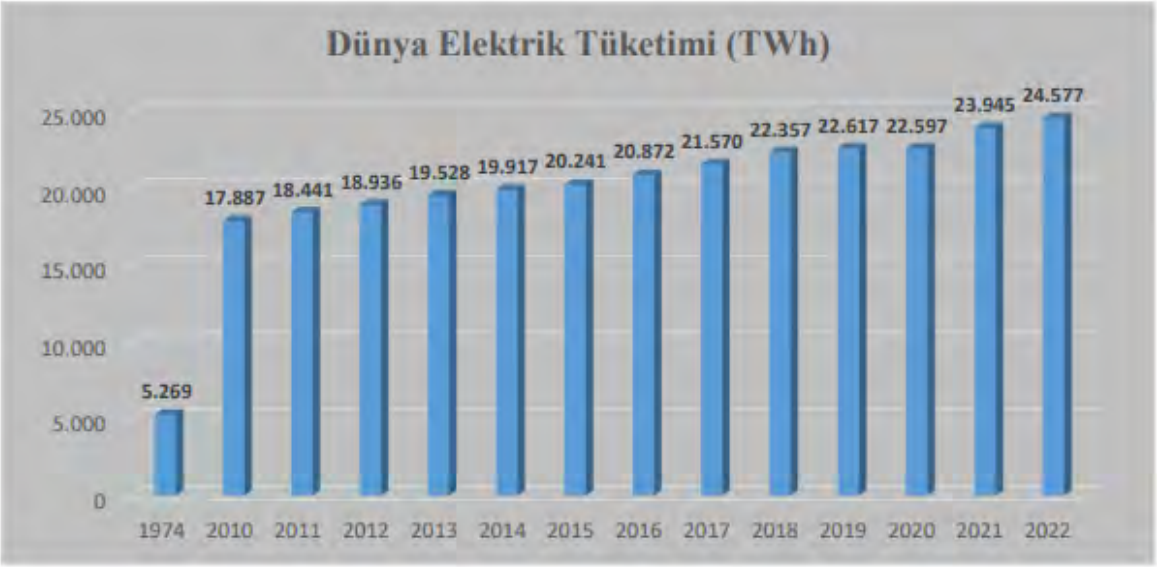
2023 yılında yalnızca elektrik iletim ve dağıtım altyapısına yapılan küresel yatırım tutarı da yaklaşık 400–450 milyar ABD doları civarındadır, bu da şebeke modernizasyonu ve genişletilmesine verilen önemin arttığını göstermektedir.

Enerji sektöründeki istihdam da büyümeye devam etmektedir. Uluslararası Yenilenebilir Enerji Ajansı (IRENA) ve ILO'nun 2026'da yayımladığı rapora göre yenilenebilir enerji sektöründe 2024 itibarıyla doğrudan ve dolaylı toplam yaklaşık 16,6 milyon kişi istihdam edilmiştir; bu sayı önümüzdeki yıllarda enerji geçişi ve temiz enerji yatırımlarının artmasıyla daha da yükselme potansiyeli taşımaktadır.

Elektrik sektörü aynı zamanda küresel enerji dönüşümünün de odağında yer almaktadır. 2023 yılı itibarıyla dünyada yenilenebilir enerjinin elektrik üretimindeki payı %31'e yükselmiş, 2030'a kadar bu oranın %45'in üzerine çıkması beklenmektedir (IEA, 2023). Özellikle Avrupa Birliği, ABD ve Çin gibi bölgelerde enerji yatırımlarının üçte ikisinden fazlası elektrik sektörüne ve altyapısına yapılmaktadır.

Elektrik enerjisinin tüketimi, dünyadaki nüfusun artması, ülkelerin ekonomik büyümeleri, sanayileşmenin hız kazanması ve kentselleşmenin yoğunlaşması gibi nedenlerle devamlı artış göstermektedir. 2020 yılındaki küresel pandemi bu artışa bir ara verse de, sonraki yıllarda tüketimin artma eğilimi devam etmiştir. Uluslararası Enerji Ajansı'nın verilerine göre, 2022 yılındaki elektrik tüketimi bir önceki yıla göre %2,64 artış göstererek 24.577 TWh olarak gerçekleşmiştir. Dünya elektrik tüketiminin yıllara göre değişimi ve bu tüketimin 2022 yılı sektörlere göre dağılımı aşağıda alınmaktadır.

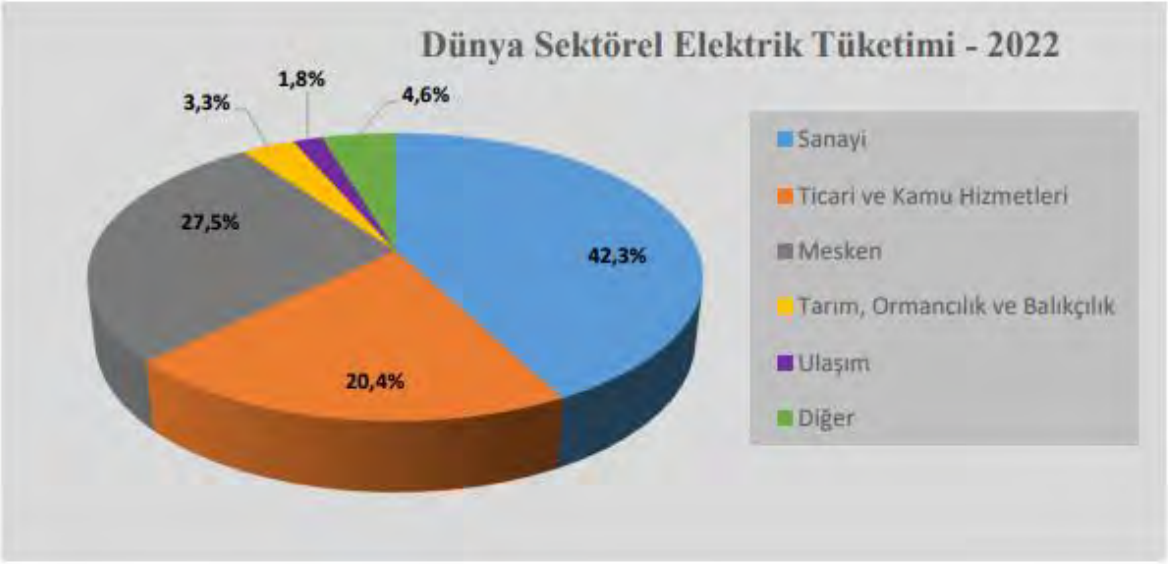
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017



Kaynak: TEDAŞ-2024

2022 yılında sanayi sektörü, 10.408 TWh ile sektörel bazda en yüksek tüketime sahip olmuştur. Bu sektörün dünyadaki elektrik tüketimi içerisindeki payı %42,3 olup bir önceki yıla göre %1,1 oranında artış göstermiştir. 1974 yılında sanayi sektörü tüketimi 2.818 TWh iken, bu değerin dünyadaki elektrik tüketimine oranı %53,5'tir.

2022 yılında, sanayi sektöründen sonra dünya elektrik tüketiminde en çok pay %27,5 oranıyla meskenlerde gerçekleşmiştir. Bir önceki yıla göre meskenlerde tüketilen elektrik enerjisi miktarı %3,12 artarak 6.751 TWh'ye ulaşmıştır.



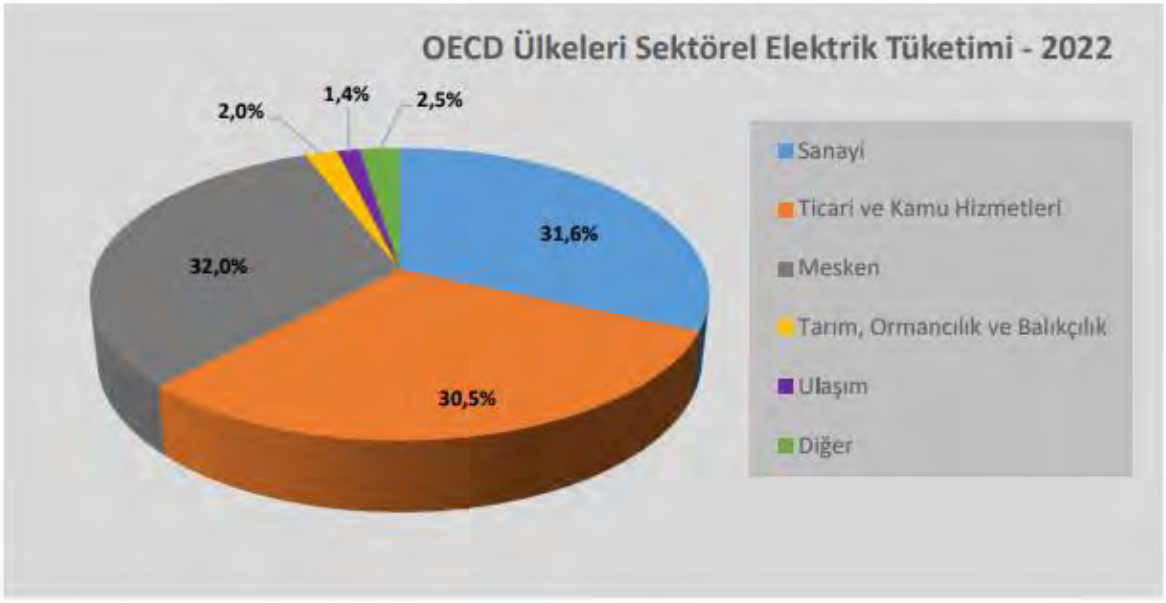
Kaynak: TEDAŞ-2024

OECD Ülkeleri Elektrik Tüketimi

2022 yılında OECD ülkelerinin toplam elektrik tüketimi bir önceki yıla göre %0,9 oranında artış göstererek 9.835 TWh olmuştur. Bu miktar, dünya tüketiminin %40'ına denk gelmektedir. ABD, OECD ülkeleri arasında en çok tüketime sahip olan ülkedir. ABD'nin tüketimi OECD ülkelerinin tüketiminin %40,7'si kadardır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

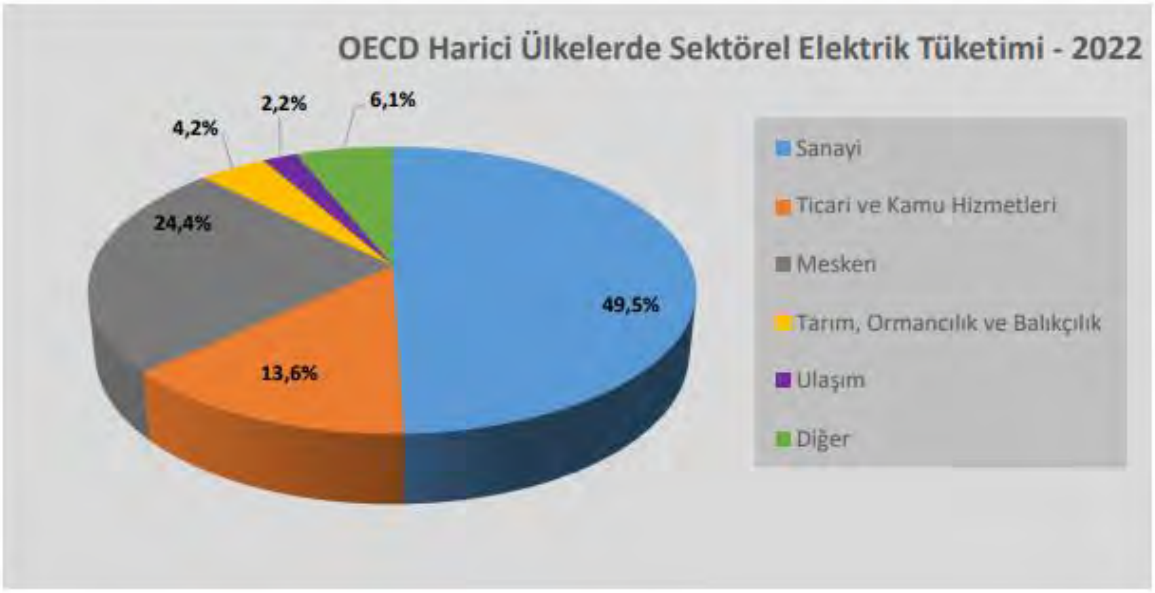
OECD ülkelerinde 2022 yılında sanayi sektöründeki tüketim 3.111 TWh, meskenlerdeki tüketim 3.147 TWh olup, sanayi ve mesken tüketimlerinde sırasıyla %1,3 ve %0,2 oranında düşüş gözlenmiştir. Diğer sektörlerde ise tüketimde artış kaydedilmiştir.



Kaynak: TEDAŞ-2024

OECD'ye Üye Olmayan Ülkelerin Elektrik Tüketimi

2022 yılında OECD dışı ülkelerde elektrik tüketim miktarı, 2021 yılına göre %3,8 oranında artmıştır. Tüm sektörlerde artış gözlenirken, yüzdesel olarak en çok artış sırasıyla %11, %7,8 ve %6,2 oranlarıyla balıkçılık, ulaşım ve mesken sektörlerinde gerçekleşmiştir.
OECD dışı ülkeler, dünya elektrik enerjisinin %60'ını tüketmektedir. Bu ülkelerden Çin, tek başına dünyadaki elektrik tüketiminin %30,9'unu oluşturmaktadır.



Kaynak: TEDAŞ-2024

2023 Yılı Elektrik Tüketim Verileri Dünyada elektrik tüketimi 2023 yılında %2,6 oranında artarak, yıllık %2,7 büyüme ortalamasına yaklaşmıştır. BRICS topluluğuna üye ülkelerdeki elektrik tüketimi bir önceki yıla göre %6 ile keskin bir artış yaşarken, bu artışta Çin'deki %6,9, Hindistan'daki %6,7 ve Brezilya'daki %3,2 oranındaki artışın etkisi büyüktür. Bu ülkelerin ekonomilerindeki güçlü büyüme ve bütün

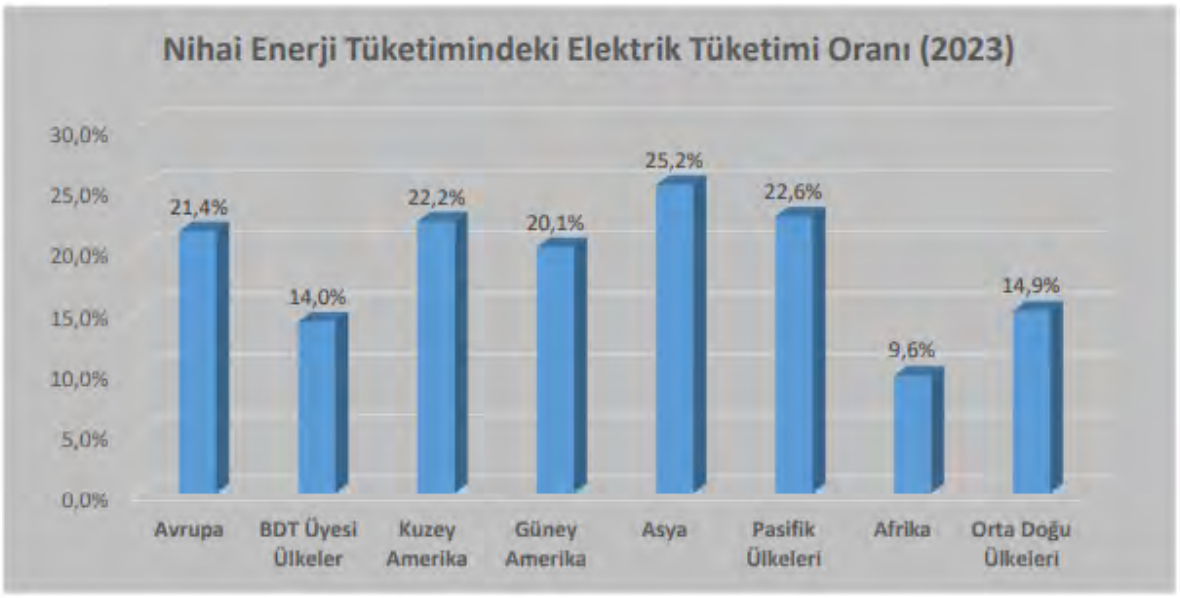
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

sektörlerden gelen yüksek enerji talebi tüketimin artmasında önemli rol oynamıştır. Dünyadaki elektrik tüketiminin büyük kısmı Çin ve ABD'de gerçekleşmiştir. Çin dünyanın en çok elektrik tüketen ülkesi unvanını korurken, tüketimdeki payını 1/3'e çıkarmıştır. Elektrik tüketimi Rusya'da %1,4 artmıştır. OECD ülkelerinde yavaşlayan ekonomik büyümeye bağlı olarak elektrik tüketimi bir önceki yıla göre %1,4 oranında düşüş göstermiştir. Avrupa elektrik tüketiminde %3 oranında düşüş gerçekleşmiştir. Almanya'da %5,3, Fransa ve Britanya'da %3 oranında elektrik tüketiminde azalma görülmüştür. ABD elektrik tüketimi, ılıman hava koşulları ve sanayi üretimindeki yavaşlamanın etkisi ile %1 azalmıştır. Kanada'da elektrik tüketiminde belirgin bir değişim olmazken, Meksika'da güçlü ekonomik büyümenin katkısıyla elektrik tüketimi %4,1 artmıştır.

2023 yılında en fazla elektrik tüketen ülkeler aşağıda yer almaktadır.

Kaynak: TEDAŞ-2024

2023 yılında elektrik tüketiminin, dünya nihai enerji tüketimi içindeki payı 2010 yılına göre 3 puan artarak %20,6 olmuştur. Bölgelere göre elektrik tüketimlerinin, nihai enerji tüketimleri içindeki payları aşağıda tabloda yer almaktadır.

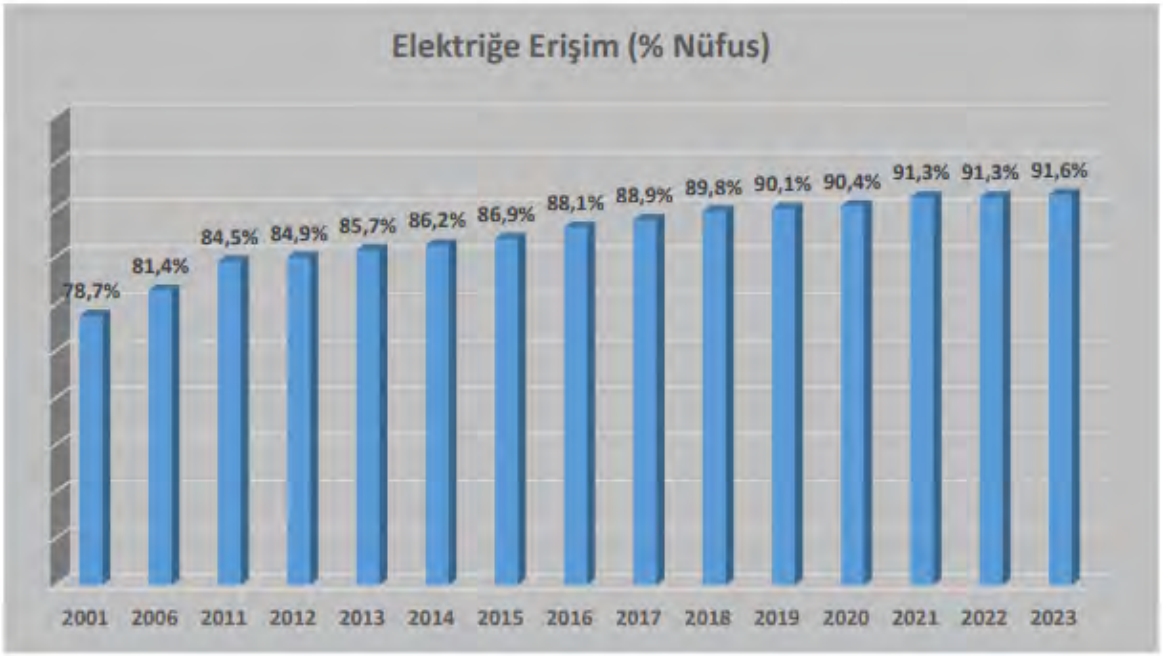


Kaynak: TEDAŞ-2024

2013 yılından beri küresel elektrik talebindeki artışın üçte ikisi Çin tarafından gerçekleştirilmiştir. Çin'deki sanayi faaliyetlerinin elektrifikasyonu, soğutma sistemleri için elektriğin kullanımının artması ve elektrikli aletlerin yaygınlaşması bu talep artışına öncülük etmektedir. Elektrikli [illegible]

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

arttığının görüldüğü diğer bölgeler Hindistan, Orta Doğu ve Güney Doğu Asya'nın bazı bölgeleridir. Bir yandan küresel olarak dağıtım sektöründe önemli yatırımlar yapılırken, diğer yandan dünya nüfusunun yaklaşık %8,4'ü elektriğe erişememektedir. Aşağıda 2001-2023 yılları arası dünyada elektriğe erişebilen nüfus oranı gösterilmektedir.



Kaynak: TEDAŞ-2024

Gelecek Dönemde Elektrik Talebi

Uluslararası Enerji Ajansı, Dünya Enerji Görünümü 2024 raporunda, gelecek dönemdeki olası enerji tahminlerini üç farklı senaryo altında incelemektedir. Bunlar, Açıklanmış Taahhütler Senaryosu (Announced Pledges Scenario – APS), Belirtilmiş Politikalar Senaryosu (Stated Policies Scenario – STEPS) ve Net Sıfır Emisyon Senaryoları'dır (Net Zero Emissions – NZE).

2023-2030 yılları arasında, ortalama yıllık elektrik talebi artışı STEPS senaryosunda %3,3, APS senaryosunda %3,5'in üzerinde ve NZE senaryosunda %4,5'a kadar ulaşmaktadır. 2023-2050 yılları arasında büyüme oranları STEPS'te %2,4, APS'de %3'ten fazla ve NZE senaryosunda %3,5 olmaktadır. Gelişmekte olan piyasalar ve az gelişen ekonomiler, tüm senaryolarda 2050'ye kadar ek elektrik talebinin yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır. Çin, 2030'a kadar artışın yaklaşık %45'ini, 2030-2050 arasında ise yaklaşık %25'ini oluşturmaktadır. Hindistan, tüm senaryolarda yıllık %4'ün üzerinde talep artışı ile 2050 yılında dünyanın üçüncü en büyük elektrik tüketicisi haline gelmektedir. Diğer gelişmekte olan piyasalar ve az gelişen ekonomilerde güçlü talep artışı yaşanacağı öngörülürken, gelişmiş ekonomilerde 2050'ye kadar daha düşük yıllık ortalama büyüme oranları beklenmektedir. Bu oranlar STEPS'te %1,8, NZE senaryosunda %2,6'dır. Dünyadaki elektrik talebi STEPS senaryosunda 2050 yılına kadar neredeyse iki katına çıkarken, APS senaryosunda iki katından fazla ve NZE senaryosunda 2,5 kat artmaktadır.

2030 yılına kadar, 2023 yılında %20,6 olan dünya nihai enerji tüketimindeki elektrik payı STEPS'te %23'e, Çin, Japonya ve Güney Afrika'da ise yaklaşık %30'a ulaşmaktadır. APS'de elektrik payı %25'e, NZE senaryosunda ise neredeyse %30'a yükselmektedir.

STEPS senaryosunda 2035 yılına kadar ek elektrik talebinin %40'ını gelişmiş ekonomilerdeki elektrikli araç kullanımı oluşturmaktadır. Isı pompaları, cihazlar ve klima üniteleri de talebi artırmakta, aynı zamanda yapay zeka ve veri merkezlerinin hızla artan güç talepleri de talep artışında etkili olmaktadır.

Gelişmekte olan piyasa ve az gelişen ekonomilerde, binalar (mesken ile birlikte ticari ve kamu hizmetleri sektörleri) 2035'e kadar ek büyümenin çoğunluğunu oluşturmaktadır. Cihaz sahipliğinin artması ve klima talebinin yükselmesi, özellikle Çin'de sanayi üretimin elektrifikasyonu elektrik talebi artışına büyük etkisi olmaktadır. APS'de, cihazlar ve klimaların minimum enerji performans standartlarının ve enerji beyan değerlerinin yaygınlaşması, binaların elektrik talebini 2035'te STEPS'e göre %10 azaltmaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Hem STEPS hem de APS'de en fazla elektriği binalar kullanmaya devam etmekte, sanayi sektörü ise ikinci sırada yer almaktadır. Ancak NZE senaryosunda, hafif sanayinin hızlı elektrifikasyonu ve çelik ile kimyasallar için yerinde hidrojen üretiminde elektriğin kullanımı nedeniyle sanayi, 2020'lerin sonlarında en büyük sektörel elektrik kullanıcısı haline 8 gelmektedir. STEPS'te 2050'ye kadar toplam elektrik talep artışının %20'si, APS ve NZE senaryolarında ise daha fazla bir oranda artan elektrikli araç satışlarından kaynaklanmaktadır. Elektroliz yoluyla hidrojen üretimi, APS'de 2050 yılına kadar elektrik talebini 7000 TWh (mevcut toplam elektrik talebinin yaklaşık %25'i) ve NZE senaryosunda 12000 TWh artırmaktadır; bu, APS'deki artışın %20'sini ve NZE senaryosundaki artışın %30'unu oluşturmaktadır.

Türkiye'de Sektörün Görünümü

Türkiye'de elektrik sektörü, gerek enerji üretimi gerekse tüketim büyüklüğüyle ülke ekonomisinin en dinamik alanlarından birini oluşturmaktadır. 2024 yılı sonu itibarıyla Türkiye'nin toplam kurulu gücü 116.265 MW seviyesine ulaşmış ve yıl genelinde toplam 347 TWh elektrik üretimi gerçekleşmiştir (TEİAŞ, 2024 Yılı Elektrik İstatistikleri). Türkiye'nin 2024 yılı elektrik tüketimi ise 346 TWh olarak kaydedilmiştir. Üretimde kaynak dağılımı incelendiğinde, %59,3'ünün yenilenebilir enerji kaynaklarından, %38'inin doğal gaz ve kömür gibi termik santrallerden, geri kalanının ise ithal kaynaklardan sağlandığı görülmektedir (EPDK, 2023 Sektör Raporu).

Kaynak; TEİAŞ, 2024 Türkiye Elektrik Üretim-İletim İstatistikleri

Elektrik sektörü, Türkiye ekonomisinde doğrudan yaklaşık 130 bin kişiye istihdam sağlamaktadır (TÜİK, 2023 Yıllık Sanayi ve Hizmet İstatistikleri). Bunun yanı sıra, elektrik altyapısına yönelik kamu ve özel sektör yatırımları her yıl ortalama 5-7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmektedir (EPDK, 2023 Elektrik Piyasası Gelişim Raporu). Sektörün dolaylı etkileri ile yarattığı istihdam ise 300 binin üzerindedir.

Elektrik sektörü, 2023 yılı itibarıyla Türkiye GSYH'sine yaklaşık 300 milyar TL doğrudan katkı sağlamış, bu rakam toplam GSYH'nin yaklaşık %2,3'üne denk gelmiştir (TÜİK, 2023 Yıllık GSYH Verileri). Elektrik fiyatları ve arz güvenliği, sanayi ve hizmet sektörlerinin rekabetçiliği üzerinde belirleyici bir rol oynamaktadır. Türkiye'nin 2023 yılında sanayi sektörü elektrik tüketimi 146,2 TWh ile toplam tüketimin %45'ini oluştururken, mesken tüketimi 77,1 TWh, ticarethane tüketimi ise 55,9 TWh olarak kayıtlara geçmiştir (EPDK, 2023 Elektrik Piyasası Gelişim Raporu).

EPDK tarafından açıklanan son sektör raporuna (2024 yılına ait) göre bazı şirketlerin satış miktarı ve pazar payları aşağıda yer almaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Tedarik Şirketi Unvanı	Satış Miktarı (MWh)	Oran (%)
Enerjisa Toroslar Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	18.580.878	7,4426
CK Boğaziçi Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	18.221.265	7,2986
Enerjisa İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	16.397.597	6,5681
Gediz Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	15.141.749	6,0651
Sakarya Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	13.945.171	5,5858
Enerjisa Başkent Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	13.689.580	5,4834
Dicle Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	13.469.592	5,3953
Uludağ Perakende Elektrik Satış Anonim Şirketi	11.921.630	4,7752
Meram Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	9.833.725	3,9389
Aydem Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	9.090.641	3,6413
CK Akdeniz Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	8.861.284	3,5494
Kayseri Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	7.261.628	2,9087
Yeşilırmak Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	6.954.525	2,7857
CK Enerji Ortaklığı Toptan Elektrik Satışı Anonim Şirketi	5.221.929	2,0917
Aksa Elektrik Satış Anonim Şirketi	5.195.211	2,0810
Osmangazi Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	4.995.657	2,0010
Gaziantep OSB Elektrik Enerjisi Tedarik Toptan Satış Ticaret Anonim Şirketi	4.425.755	1,7727
Akedaş Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	3.841.146	1,5386
Trakya Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	3.137.955	1,2569
Kolen Elektrik Toptan Satış İth. Ve İhr. Anonim Şirketi	3.136.464	1,2563
Aksa Çoruh Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	2.985.309	1,1958
Tosyalı Elektrik Enerjisi Toptan Satış İthalat İhracat Anonim Şirketi	2.901.368	1,1622
Aksa Fırat Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	2.642.194	1,0583
Aras Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	2.635.153	1,0555
Erkim Elektrik Enerjisi Ticaret Anonim Şirketi	2.570.201	1,0295
Socar Enerji Ticaret Anonim Şirketi	2.361.215	0,9458
Enerjisa Elektrik Enerjisi Toptan Satış Anonim Şirketi	2.286.818	0,9160
CK Çamlıbel Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	2.118.317	0,8485
Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi	2.106.505	0,8438

Kaynak: EPDK, 2024 Raporu

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Dağıtım Şebekesine İlişkin Bilgiler

DAĞITIM HATLARI UZUNLUKLARI (km)									
DAĞITIM ŞİRKETLERİ	GERİLİMİ / HAT KESİTİ	33 kV	15,8 kV	10,5 kV	6,3 kV	DİĞER	OG TOPLAMI	0,4 kV (AG)	TOPLAM
	477 MCM	28.493,2	264,2	10,4	4,4		**28.772,2**		**28.772,2**
	266,8 MCM	2.724,0	87,9		3,5		**2.815,4**		**2.815,4**
	3/0 AWG	72.738,5	2.024,2	5,8	71,8		**74.840,3**		**74.840,3**
	1/0 AWG	26.184,9	1.531,9	13,6	97,3		**27.827,6**		**27.827,6**
	3 AWG SWALLOW	197.686,9	7.961,4	47,3	216,8		**205.912,5**		**205.912,5**
	ALÜMİNYUM	72,0					**72,0**	561.999,5	**562.071,5**
	BAKIR	23,4	23,6	1,6			**48,6**	28.345,3	**28.393,8**
	HAVAİ HAT TOPLAMI	**327.922,8**	**11.893,3**	**78,7**	**393,8**		**340.288,5**	**590.344,8**	**930.633,3**
	YERALTI KABLOSU	64.110,5	3.054,4	4.089,5	699,7		**71.954,1**	177.922,1	**249.876,1**
	TOPLAM	**392.033,2**	**14.947,7**	**4.168,2**	**1.093,5**		**412.242,6**	**768.266,9**	**1.180.509,4**
3. ŞAHISLAR VE OSB'LER	GERİLİMİ / HAT KESİTİ	33 kV	15,8 kV	10,5 kV	6,3 kV	DİĞER	OG TOPLAMI	0,4 kV (AG)	TOPLAM
	477 MCM	4.584,9	1,4	0,1	1,4		**4.587,7**		**4.587,7**
	266,8 MCM	161,3	0,3				**161,5**		**161,5**
	3/0 AWG	4.290,8	68,9	1,3	0,3		**4.361,2**		**4.361,2**
	1/0 AWG	2.526,1	52,4	1,2	5,0		**2.584,7**		**2.584,7**
	3 AWG SWALLOW	67.689,2	2.829,0	23,1	50,4		**70.591,7**		**70.591,7**
	ALÜMİNYUM	21,8					**21,8**	8.931,0	**8.952,7**
	BAKIR	40,6	1,3	0,6			**42,5**	632,9	**675,4**
	HAVAİ HAT TOPLAMI	**79.314,5**	**2.953,2**	**26,2**	**57,1**		**82.351,1**	**9.563,9**	**91.915,0**
	YERALTI KABLOSU	17.252,1	326,0	120,3	149,0		**17.847,3**	8.993,2	**26.840,5**
	TOPLAM	**96.566,6**	**3.279,2**	**146,5**	**206,1**		**100.198,4**	**18.557,1**	**118.755,5**
TÜRKİYE TOPLAMI	GERİLİMİ / HAT KESİTİ	33 kV	15,8 kV	10,5 kV	6,3 kV	DİĞER	OG TOPLAMI	0,4 kV (AG)	TOPLAM
	477 MCM	33.078,0	265,6	10,5	5,8		**33.359,9**		**33.359,9**
	266,8 MCM	2.885,2	88,2		3,5		**2.976,9**		**2.976,9**
	3/0 AWG	77.029,3	2.093,0	7,1	72,1		**79.201,5**		**79.201,5**
	1/0 AWG	28.711,0	1.584,3	14,7	102,3		**30.412,3**		**30.412,3**
	3 AWG SWALLOW	265.376,1	10.790,4	70,4	267,2		**276.504,2**		**276.504,2**
	ALÜMİNYUM	93,7					**93,7**	570.930,5	**571.024,2**
	BAKIR	64,0	24,9	2,1			**91,0**	28.978,2	**29.069,2**
	HAVAİ HAT TOPLAMI	**407.237,3**	**14.846,5**	**104,9**	**450,9**		**422.639,6**	**599.908,7**	**1.022.548,3**
	YERALTI KABLOSU	81.362,6	3.380,4	4.209,8	848,6		**89.801,4**	186.915,2	**276.716,6**
	TOPLAM	**488.599,9**	**18.226,9**	**4.314,7**	**1.299,5**		**512.441,0**	**786.823,9**	**1.299.265,0**

Kaynak: TEDAŞ-2024 Dağıtım Hatları Uzunlukları (km) (2023)

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Pax 18 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Dağıtım şirketleri, üçüncü şahıslar ve OSB'lere ait 2023 yılı dağıtım trafolarının güç ve adetleri aşağıda yer almaktadır.

DAĞITIM TRAFOLARI GÜÇ VE ADETLERİ									
DAĞITIM ŞİRKETLERİ	PRİMER GER.	SEKONDER GER.	15,8 kV	10,5 kV	6,3 kV	DİĞER	OG TOPLAMI	0,4 kV (AG)	TOPLAM
	33 kV	Adet	394	170	223	13	**800**	211.862	**212.662**
		Güç (MVA)	4.135,6	2.856,6	1.942,3	96,9	**9.031,3**	83.249,9	**92.281,2**
	15,8 kV	Adet			1	1	**2**	13.331	**13.333**
		Güç (MVA)			0,5	10,0	**10,5**	4.605,7	**4.616,2**
	10,5 kV	Adet				1	**1**	4.235	**4.236**
		Güç (MVA)				8,0	**8,0**	2.541,5	**2.549,5**
	6,3 kV	Adet						1.620	**1.620**
		Güç (MVA)						923,2	**923,2**
	DİĞER	Adet							
		Güç (MVA)							
	TOPLAM	**Adet**	**394**	**170**	**224**	**15**	**803**	**231.048**	**231.851**
		Güç (MVA)	**4.135,6**	**2.856,6**	**1.942,8**	**114,9**	**9.049,8**	**91.320,3**	**100.370,2**
3. ŞAHISLAR VE OSB'LER	PRİMER GER.	SEKONDER GER.	15,8 kV	10,5 kV	6,3 kV	DİĞER	OG TOPLAMI	0,4 kV (AG)	TOPLAM
	33 kV	Adet	62	66	407	281	**816**	320.107	**320.923**
		Güç (MVA)	553,9	424,3	2.415,6	1.308,9	**4.702,7**	126.806,8	**131.509,4**
	15,8 kV	Adet			16	10	**26**	13.688	**13.714**
		Güç (MVA)			69,8	65,4	**135,2**	3.343,9	**3.479,0**
	10,5 kV	Adet			7		**7**	1.261	**1.268**
		Güç (MVA)			73,4		**73,4**	1.020,0	**1.093,4**
	6,3 kV	Adet				14	**14**	944	**958**
		Güç (MVA)				37,4	**37,4**	756,2	**793,6**
	DİĞER	Adet				11	**11**	13	**24**
		Güç (MVA)				32,2	**32,2**	9,2	**41,4**
	TOPLAM	**Adet**	**62**	**66**	**430**	**316**	**874**	**336.013**	**336.887**
		Güç (MVA)	**553,9**	**424,3**	**2.558,8**	**1.443,9**	**4.980,8**	**131.936,1**	**136.916,9**
TÜRKİYE TOPLAMI	PRİMER GER.	SEKONDER GER.	15,8 kV	10,5 kV	6,3 kV	DİĞER	OG TOPLAMI	0,4 kV (AG)	TOPLAM
	33 kV	Adet	456	236	630	294	**1.616**	531.969	**533.585**
		Güç (MVA)	4.689,5	3.280,9	4.357,9	1.405,8	**13.734,0**	210.056,6	**223.790,6**
	15,8 kV	Adet			17	11	**28**	27.019	**27.047**
		Güç (MVA)			70,3	75,4	**145,7**	7.949,6	**8.095,2**
	10,5 kV	Adet			7	1	**8**	5.496	**5.504**
		Güç (MVA)			73,4	8,0	**81,4**	3.561,6	**3.643,0**
	6,3 kV	Adet				14	**14**	2.564	**2.578**
		Güç (MVA)				37,4	**37,4**	1.679,4	**1.716,8**
	DİĞER	Adet				11	**11**	13	**24**
		Güç (MVA)				32,2	**32,2**	9,2	**41,4**
	TOPLAM	**Adet**	**456**	**236**	**654**	**331**	**1.677**	**567.061**	**568.738**
		Güç (MVA)	**4.689,5**	**3.280,9**	**4.501,5**	**1.558,8**	**14.030,6**	**223.256,4**	**237.287,0**

Kaynak: TEDAŞ-2024 Dağıtım Trafoları Güç ve Adetleri (2023)

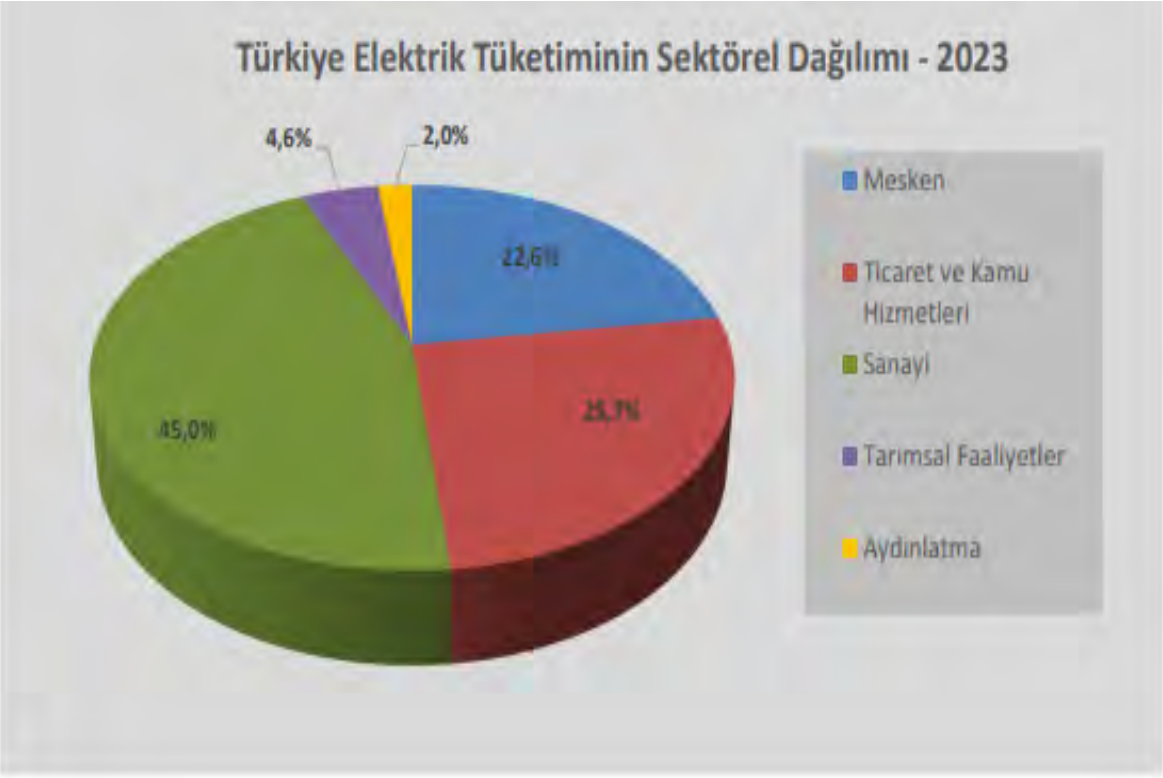
VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F/2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Tüketime İlişkin Bilgiler

Türkiye'nin 2019-2023 yılları arası elektrik tüketim verileri aşağıda yer almaktadır.

					Birim: GWh
	2019	2020	2021	2022	2023
TÜRKİYE BRÜT ÜRETİMİ	303.897,6	306.703,1	334.723,1	328.379,3	331.148,9
İTHALAT	2.211,5	1.889,5	2.334,5	6.438,8	6.094,4
İHRACAT	2.788,7	2.483,6	4.186,4	3.713,0	2.075,8
TÜRKİYE TÜKETİMİ	303.320,4	306.109,0	332.871,2	331.105,2	335.167,5
İÇ İHTİYAÇ	14.761,8	14.039,0	15.183,1	15.461,8	16.201,9
İLETİM KAYBI	5.585,2	4.956,5	5.368,8	5.417,1	5.600,9
DAĞITIM KAYBI	25.700,3	24.411,4	25.627,8	23.650,0	23.993,0
TÜRKİYE NET TÜKETİMİ	257.273,1	262.702,1	286.691,5	286.576,3	289.371,7

Kaynak: TEDAŞ-2024



Kaynak: TEDAŞ-2024 Türkiye Elektrik Tüketiminin Sektörel Dağılımı (2023)

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Karşılaştırmalı Değerler ve Türkiye'nin Yeri

Türkiye, dünyanın en dinamik, Avrupa'nın ise en büyük enerji piyasaları arasında yer almaktadır. Ekonomik ve sosyal gelişim, modern enerjiye olan talebi güçlendirmektedir. 2000 yılından bu yana Türkiye'nin nüfusu %32, birincil enerji arzı ve nihai enerji talebi ise 2 kat artış göstermiştir. Bu dönemde kişi başına birincil enerji tüketimi 1,2 tep'den 1,8 tep seviyesine ulaşmıştır (yıllık ortalama %2 artış). Aynı dönemde kişi başına birincil enerji talebi artışı dünya genelinde yıllık %0,6 ve gelişmiş ekonomilerin ağırlığını yansıtan OECD ortalamasında ise yıllık %0,8 olarak kaydedilmiştir (IEA, 2025; ETKB, 2024a; TÜİK, 2025a).

Bu çerçevede Türkiye'nin enerji talep büyüme dinamikleri gelişmekte olan ekonomilerin genel karakteristikleriyle uyum göstermekte olup kişi başına enerji tüketimi halen dünya ortalamasına oldukça yakın seviyededir. Diğer büyük ekonomilerle kıyaslandığında ise, Türkiye'de kişi başına çok daha az enerji tüketilmektedir. Türkiye'nin kişi başına birincil enerji tüketimi AB ortalamasının yaklaşık %60'ı, G-20 ortalamasının yaklaşık %90'ı ve OECD ortalamasının ise yaklaşık yarısı düzeyindedir (Şekil 4.1) (IEA, 2025; ETKB, 20249; European Commission, 2024; TÜİK, 2025a; World Bank, 2025). Türkiye Ulusal Enerji Planı'na (TUEP) göre, birincil enerji talebinin 2020-2053 döneminde yıllık ortalama %1 artış göstermesi ve kişi başına enerji talebinin bu dönemde 2,4 tep düzeyine ulaşması beklenmektedir (%36 artış) (ETKB, 2022). TUEP kapsamında sunulan büyüme ve gelişim perspektifi, 2023-2053 döneminde kişi başına birincil enerji talebinde yıllık ortalama %0,5 artışa işaret etmektedir. Kişi başına enerji tüketimi gelişmiş ekonomilere kıyasla daha düşük seyrederken, enerji talebinde büyüme hızı ise bu tür ekonomilere kıyasla çok daha yüksek gerçekleşmeye devam etmektedir.

Türkiye, elektrik üretim kapasitesi bakımından Avrupa'da 6., dünyada ise 14. sırada yer almaktadır (EPDK, 2023). Almanya, Fransa, İtalya ve İspanya gibi AB ülkeleriyle kıyaslandığında, son 15 yılda özel sektörün payının hızlı şekilde artması Türkiye'yi öne çıkaran faktörlerdendir. Türkiye'de elektrik üretiminde özel sektörün payı %80'in üzerindedir. Avrupa ortalamasında ise bu oran %65 civarındadır (Eurostat, 2023).

Türkiye'nin elektrik ihracatı ise 2023 yılında 2,7 TWh olarak gerçekleşirken, ithalatı 2,2 TWh düzeyinde kalmıştır (TEİAŞ, 2023). Özellikle Bulgaristan ve Yunanistan ile olan elektrik ticareti, bölgesel enerji entegrasyonunda Türkiye'nin rolünü güçlendirmektedir. Türkiye'nin elektrik fiyat endeksi ise, OECD ülkeleriyle karşılaştırıldığında, özellikle döviz kuru etkisiyle dönem dönem daha volatil seyretmektedir (OECD, 2023).

Elektrik sektörünün büyüklüğü ve yarattığı ekonomik değer, hem Türkiye'de hem de dünyada sürdürülebilir kalkınma, rekabetçilik ve enerji arz güvenliği açısından kritik önemdedir.

Elektrik Sektörünün Stratejik Önemi

Elektrik sektörü, ulusal ekonomilerde ve küresel düzeyde stratejik önemi en yüksek sektörlerden biri olarak kabul edilmektedir. Bunun başlıca sebepleri arasında, elektrik enerjisinin diğer tüm sektörlerin girdisi olması, ekonomik büyümenin ve sanayileşmenin temel unsuru haline gelmesi, toplumsal refahın sürdürülebilirliği için vazgeçilmez olması ve ulusal güvenlik boyutu yer almaktadır.

Ekonomik Büyüme ve Rekabetçilik : Elektrik sektörünün performansı, ülkelerin ekonomik büyümesiyle doğrudan ilişkilidir; yüksek kaliteli, kesintisiz ve uygun maliyetli elektrik arzı, sanayi, hizmet ve tarım gibi ana ekonomik sektörlerin rekabet gücünü doğrudan etkiler. Türkiye'de elektrik tüketimi sektörel olarak incelendiğinde, sanayi sektörü elektrik tüketiminde en büyük paya sahip olmaya devam etmektedir. 2024'te dağıtım üzerinden faturalandırılan elektrikte sanayinin payı yaklaşık %40,8 civarındadır, bunu mesken (%26,9) ve kamu-özel hizmetler (%25,8) takip etmektedir. Tarımsal sulama ve aydınlatma ise daha düşük paylara sahiptir (EPDK, 2024).

Enerji Arz Güvenliği ve Bağımsızlık: Enerji arz güvenliği, bir ülkenin dışa bağımlılığını azaltma ve enerji tedarikinde sürekliliği sağlama açısından kritik bir konudur. Türkiye'de elektrik üretimindeki yenilenebilir ve yerli kaynakların payı son yıllarda belirgin şekilde artmaktadır. 2024-2025 döneminde toplam kurulu gücün yaklaşık %60'ı yenilenebilir kaynaklardan oluşmakta olup, hidrolik, rüzgâr, güneş, jeotermal ve biyokütle gibi yerli üretim kaynakları elektrik arzında önemli bir yer tutmaktadır; bu durum Türkiye'yi Avrupa'da yenilenebilir kurulu güç bakımından öne çıkan ülkelerden biri hâline getirmektedir. Bu gelişme, enerjide dışa bağımlılığın azaltılmasına, elektrik arz güvenliğinin güçlenmesine ve cari açığa yönelik baskıların hafifletilmesine katkı sağlamaktadır(EPDK, 2024).

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Sosyal Refah ve Yaşam Kalitesi: *Elektrik kesintilerinin sıklığı ve süresi ise toplumun refah seviyesi ile doğrudan ilişkilendirilen bir diğer kritik göstergedir. Kesintiler; sağlık hizmetlerinde cihazların kesintisiz çalışmasını, eğitimde dijital erişimi ve iletişim altyapısının sürekliliğini etkileyebildiğinden, Birleşmiş Milletler ve Dünya Bankası gibi uluslararası kurumlar tarafından ülkelerin kalkınmışlık ve yaşam kalitesi göstergeleri arasında da takip edilmektedir. Elektrik arz güvenliği ve dağıtım sistemlerinin esnekliği, bu tür sosyal hizmetlerin kesintisiz sağlanması açısından önem taşımaktadır. Türkiye'deki elektrik şebekesi yatırımları, yeni abone kazanımları, şebeke modernizasyonu ve dijitalleşme çalışmalarıyla desteklenerek elektrik hizmetinin güvenilirliğinin artırılmasına katkı sağlamaktadır. Bunlar, sadece ekonomik üretim için değil, aynı zamanda toplumun refahını yükselten temel yaşam standartlarının korunması için de kritik önemdedir(EPDK, 2024).*

İklim Değişikliğiyle Mücadele ve Sürdürülebilirlik: Elektrik sektörü, sera gazı emisyonlarının azaltılması ve sürdürülebilir kalkınmanın sağlanmasında kilit bir rol oynamaktadır. Küresel ölçekte, elektrik ve ısı üretimi enerjiyle ilişkili karbon emisyonlarının en büyük payını oluşturmaktadır; elektrik üretimi ve ısıtma faaliyetleri enerji kaynaklı emisyonlarda önemli bir paya sahiptir ve enerji sisteminden kaynaklanan CO_2 salımlarının büyük bölümünü meydana getirmektedir. Bu bağlamda elektrik üretimi kaynaklı emisyonların azaltılması, küresel sıcaklık hedeflerine ulaşmak için kritik bir alandır. Türkiye'nin de taraf olduğu Paris İklim Anlaşması ve Avrupa Yeşil Mutabakatı gibi uluslararası yükümlülükler, elektrik sektöründe yenilenebilir kaynakların payının artırılması ve enerji verimliliğinin yükseltilmesi gerekliliğini ön plana çıkarmaktadır. Bu politikalar, sera gazı emisyonlarını azaltmanın yanı sıra enerji dönüşümü ve düşük karbonlu büyüme hedefleriyle de uyumludur(IEA, 2024 World Energy Outlook).

Ulusal Güvenlik ve Kritik Altyapı: Elektrik altyapısı, ulusal güvenliğin ve toplumsal düzenin korunmasında kritik bir rol oynamaktadır. Elektrik iletim ve dağıtım şebekelerinin kesintisiz çalışması, hastaneler, su ve kanalizasyon sistemleri, ulaşım altyapısı gibi kritik kamu hizmetlerinin sürekliliği için zorunludur. Ayrıca, enerji arzının kesintiye uğraması, ekonomik faaliyetlerin ve sosyal yaşamın sekteye uğramasına yol açabileceğinden, elektrik sektörü ulusal kriz ve afet yönetimi planlarının da temelinde yer almaktadır (AFAD, 2023 Türkiye Afet Müdahale Planı).

Bölgesel Enerji Ticareti ve Stratejik Konum: Türkiye, coğrafi konumu sayesinde Avrupa, Asya ve Orta Doğu'yu birbirine bağlayan bir enerji köprüsü olarak bölgesel elektrik ticaretinde stratejik bir rol oynamaktadır. 2024 yılı itibarıyla, Türkiye'nin Bulgaristan, Yunanistan ve Gürcistan başta olmak üzere komşu ülkelerle yaptığı elektrik ticareti yaklaşık 5,2 TWh seviyesine ulaşmıştır (TEİAŞ, 2024).

SEKTÖRÜN YAPISI VE AKTÖRLERİ

Elektrik sektörü, üretimden iletime, dağıtımdan perakende satışa kadar farklı fonksiyonları ve bu fonksiyonlar içinde faaliyet gösteren çeşitli aktörleriyle oldukça karmaşık ve çok katmanlı bir yapıya sahiptir. Türkiye'de elektrik sektörünün mevcut yapısı, serbestleşme ve özelleştirme süreçlerinin sonucunda şekillenmiş; kamu-özel sektör dengesi ve yabancı yatırımların katılımı ile dinamik bir karakter kazanmıştır. Enterkonnekte sistem yatırımları ve ulusal şebeke modernizasyonu sayesinde Türkiye, enerji arz güvenliğinde yalnızca iç piyasayı desteklemekle kalmamış, aynı zamanda komşu ülkelere de elektrik sağlayabilen kritik bir aktör hâline gelmiştir. Bu entegrasyon, elektrik piyasasında rekabetin artmasına ve fiyat istikrarının korunmasına da katkı sağlamaktadır.

Özellikle bölgesel enerji altyapısının güçlendirilmesi, Türkiye'nin elektrik ihracat kapasitesini artırmakta ve bölgesel enerji güvenliği ile ekonomik iş birliğine doğrudan destek sağlamaktadır.

Dağıtım ve Perakende Satış Ayrımı

Elektrik sektöründe "dağıtım" ile "perakende satış" faaliyetlerinin ayrıştırılması, piyasa serbestleşmesinin en kritik adımlarından biri olarak kabul edilmektedir. Bu ayrım, hem tüketiciye sunulan hizmet kalitesinin artırılması hem de piyasa rekabetinin sağlanması için zorunlu hale gelmiştir. Türkiye'de bu süreç, 2013 yılında yürürlüğe giren 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu ve EPDK'nın ilgili düzenlemeleriyle birlikte kurumsal bir yapıya kavuşturulmuştur (EPDK, 2024).

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Eğlula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Dağıtımın Tanımı, İşlevi ve Sektördeki Rolü

Elektrik dağıtım, yüksek gerilim iletim hatlarından alınan elektriğin şehir, kasaba ve köylere, nihai tüketicilere güvenli, kaliteli ve kesintisiz şekilde ulaştırılmasını sağlayan temel faaliyetlerden biridir. Dağıtım süreci; iletim sisteminden alınan elektriğin dağıtım trafoları aracılığıyla alçak ve orta gerilime indirilmesi, ardından meskenler, iş yerleri, sanayi tesisleri ve kamu binalarına ulaştırılması aşamalarını kapsar.Dağıtım şirketlerinin görevleri yalnızca enerji iletimi ile sınırlı değildir; şebeke bakımı, onarım, arıza yönetimi, kayıp/kaçak takibi, sayaç okuma, yatırım planlaması ve müşteri bağlantı işlemleri de şirketlerin sorumluluğundadır (TEDAŞ, 2025 Faaliyet Raporu).

Türkiye'de dağıtım faaliyetleri coğrafi olarak 21 bölgeye ayrılmış olup, her bölgeye ait dağıtım altyapısı EPDK tarafından verilen uzun vadeli dağıtım lisanslarıyla özel sektör şirketlerine devredilmiştir. 2025 yılı itibarıyla ülke genelinde toplam dağıtım hattı uzunluğu yaklaşık 1,45 milyon kilometreye ulaşmış ve dağıtım şebekesi üzerinden elektrik alan abone sayısı yaklaşık 50,7 milyon seviyesindedir (TEDAŞ, 2025). Teknik altyapı, dağıtım şirketlerinin en büyük yatırım ve operasyonel maliyet kalemi olmaya devam etmekte olup, SCADA ve uzaktan izleme sistemlerinin yaygınlaştırılması ile şebeke yönetimi daha etkin bir hâle gelmiştir. 2025 yılında dağıtım şirketleri tarafından yapılan altyapı yatırımları yaklaşık 32 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (EPDK, 2025 Aylık Sektör Raporu).

Perakende Satışın Tanımı ve Piyasadaki Yeri

Perakende elektrik satışı; dağıtım şebekesi üzerinden elektriğin son kullanıcıya, yani konut, ticarethane, sanayi ve kamu abonelerine faturalandırılması ve satışını ifade eder. Perakende satış şirketleri, dağıtım bölgelerinde "görevli tedarik şirketleri" olarak tarifeli satış hizmeti sunmakla yükümlüdür. Bunun dışında, serbest tüketici uygulamasıyla birlikte elektrik tedarikinde rekabetçi bir piyasa yapısı oluşturulmuştur (EPDK, 2024).

2025 yılı itibarıyla Türkiye'de toplam elektrik satışının yaklaşık %56'sı görevli tedarik şirketleri, %44'ü ise serbest piyasada faaliyet gösteren bağımsız tedarik şirketleri üzerinden gerçekleşmektedir (EPDK, 2025).

Serbest tüketici limitinin yıllar içinde düşürülmesiyle birlikte, 2025 itibarıyla toplam elektrik tüketiminin yaklaşık %87'sini oluşturan yaklaşık 7,2 milyon abone, serbest tüketici statüsüne geçme hakkı kazanmıştır. Bu durum, tüketicilere serbest piyasa koşullarında tedarikçi seçme ve fiyat avantajı sağlama olanağı sunmakta ve elektrik piyasasında rekabetin güçlenmesine katkı sağlamaktadır (EPDK, 2025 Elektrik Piyasası Gelişim Raporu).Perakende satış şirketlerinin başlıca işlevleri; müşteri ilişkileri yönetimi, faturalama, tahsilat, sözleşme işlemleri, tarife danışmanlığı ve pazar analizi olarak sıralanabilir. Görevli tedarik şirketleri, yalnızca kendi dağıtım bölgelerindeki abone portföyüne hizmet verirken; serbest tedarikçiler ülke genelinde ve farklı dağıtım bölgelerinde tüketicilere hizmet sunabilmektedir.

Dağıtım ve Perakende Satış Arasındaki İşlevsel Farklar

- **Dağıtım**; fiziki altyapı işletimi, bakım ve onarım, arıza yönetimi, kayıp/kaçak ile mücadele ve şebeke yatırımları gibi hizmetleri kapsar ve bu hizmetler doğal tekel niteliğindedir. Yani her bölgede yalnızca bir dağıtım şirketi faaliyet gösterebilir. Dağıtım tarifeleri EPDK tarafından regüle edilmektedir (TEDAŞ, 2024).
- Perakende **satış** ise, müşteri odaklı hizmetlerin ve ticari faaliyetin yürütüldüğü rekabetçi piyasa alanıdır. Elektriğin bir meta olarak sunulması, müşteri memnuniyetinin ve fiyat rekabetinin sağlanması amacıyla çok sayıda tedarikçinin faaliyet göstermesine olanak tanır. Perakende satışta serbest tüketici uygulaması, müşterilere fiyat ve hizmet konusunda tercih imkânı sunmaktadır.

Dağıtım ve Perakende Satışın Uluslararası Karşılaştırması

Uluslararası karşılaştırmalarda, AB ve OECD ülkelerinde dağıtım ile perakende satış faaliyetleri hukuken ayrıştırılmıştır. Avrupa Birliği Elektrik Piyasası Direktifi'ne göre, şebeke işletimi doğal tekel olarak düzenlenirken, perakende elektrik satışı rekabete açılmıştır. Almanya, İspanya, İtalya, İngiltere ve Fransa gibi ülkelerde de benzer bir yapı uygulanmaktadır (Eurostat, 2025).

Türkiye'de de bu ayrım başarıyla hayata geçirilmiş olup, sektörün uluslararası standartlara uyumunu, şeffaflık düzeyini ve piyasa rekabetini artırmıştır. Özellikle dağıtım altyapısının lisanslı ve şeffaf yönetimi ile perakende piyasada serbest tüketici uygulamalarının yaygınlaşması, Türkiye'nin elektrik piyasasının AB ve OECD ülkeleriyle uyumlu bir yapıya kavuşmasına katkı sağlamıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Ana Oyuncular: Kamu, Özel Sektör ve Yatırımlar

Türkiye elektrik sektörü, son yirmi yılda kamu ağırlıklı bir yapıdan özel sektör ağırlıklı ve çok aktörlü rekabetçi bir yapıya dönüşmüştür. Bu dönüşüm, özelleştirme politikaları, yerli ve yabancı yatırımlar, uluslararası finansman imkanları ve kamu otoritelerinin düzenleyici-koordine edici rolüyle şekillenmiştir.

*1. **Kamu Aktörleri ve Rolleri***

Elektrik sektöründe kamunun rolü, düzenleyici, altyapı sağlayıcı ve belirli alanlarda doğrudan piyasa oyuncusu olarak devam etmektedir. Sektördeki başlıca kamu aktörleri şunlardır:

- **Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK)**: Sektörde düzenleme, denetim, lisanslama, tarifelendirme ve piyasa gözetimi görevlerini yürütür. Elektrik piyasasının rekabetçi, şeffaf v**e sürdürülebilir** şekilde işlemesini sağlamak EPDK'nın ana sorumluluğudur (EPDK, 2024).
- **Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ)**: Ulusal elektrik iletim şebekesinin işletimi, geliştirilmesi ve enterkonnekte sistemin yönetimi ile sorumludur. TEİAŞ, yüksek gerilimli elektrik iletiminde tek yetkili kamu kuruluşudur ve 2024 sonu itibarıyla 75 bin km uzunluğunda iletim hattı, 850'den fazla trafo merkezi ile hizmet vermektedir (TEİAŞ, 2024).
- **Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş. (TEDAŞ)**: Türkiye genelindeki 21 dağıtım şirketinin performansını izleyen, teknik standartlar ve altyapı yatırımlarının koordinasyonunu yapan kamu kuruluşudur. Özelleştirmeler sonrası dağıtım faaliyetini doğrudan yürütmemekte; denetim, raporlama ve yatırım onayı rolleriyle sektörde varlığını sürdürmektedir (TEDAŞ, 2024).
- **Elektrik Üretim A.Ş. (EÜAŞ)**: 2024 sonu itibarıyla 21,5 GW kurulu gücüyle sektörün en büyük elektrik üreticisi olmayı sürdüren kamu şirketidir. Baraj, termik ve doğal gaz santralleriyle toplam üretimin yaklaşık %18-20'sini sağlamaktadır (TEİAŞ, 2024).

Kamu şirketlerinin sektördeki ağırlığı, özellikle iletim ve büyük ölçekli hidroelektrik üretimde sürerken; dağıtım ve perakende satış neredeyse tamamen özel sektörün eline geçmiştir.

*2. **Özel Sektör: Yapısı, Dinamizmi ve Yatırım**lar*

2000'li yıllardan itibaren hız kazanan özelleştirmeler ve yeni lisanslama düzenlemeleri, özel sektörün sektördeki payını belirleyici seviyeye taşımıştır:

- 2024 yılı itibarıyla Türkiye'nin toplam kurulu gücünün %81'i özel sektör şirketlerine aittir (EPDK, 2024 Elektrik Piyasası Sektör Raporu).
- Elektrik dağıtımında faaliyet gösteren 21 bölgesel dağıtım şirketinin tamamı özel sektör tarafından işletilmektedir. (TEDAŞ, 2024).
- Elektrik üretimi tarafında ise binlerce özel sektör oyuncusu; doğalgaz, kömür, hidroelektrik, rüzgar ve güneş santrallerinde faaliyet göstermektedir. En büyük 10 özel üretici şirket, toplam kurulu gücün yaklaşık %25'ini elinde bulundurmakta, geri kalanı ise daha küçük ve orta ölçekli şirketler arasında dağılmaktadır.
- Perakende satış ve tedarik tarafında ise, görevli tedarik şirketleriyle beraber serbest piyasada 100'ü aşkın özel tedarikçi faaliyet göstermektedir. Enerjisa, CK Enerji, Limak ve Aksa, hem dağıtım hem tedarik alanında dikey entegrasyon örneğidir.

Özel sektör yatırımlarının 2018-2024 döneminde sadece üretim ve dağıtım altyapısına yaptığı toplam yatırım tutarı 23 milyar dolar seviyesini aşmıştır (EPDK, 2024).

*3. **Yabancı Sermaye ve Uluslararası Yatırımlar***

Türkiye elektrik sektörü, hem üretim hem dağıtımda doğrudan yabancı yatırım ve uluslararası finansmanın aktif olduğu bir alandır:

- **Yabancı sermaye**, genellikle finansal yatırımcı, stratejik ortak veya uluslararası enerji grupları üzerinden sektöre giriş yapmıştır. Örneğin, Enerjisa'nın ana hissedarı Alman E.ON, Limak-CEZ ortaklığı, CK Enerji'deki Kolin-Çalık ortaklığı ve Zorlu'daki IFC ve EBRD gibi yabancı kurumsal yatırımcılar örnek olarak gösterilebilir.
- **Uluslararası finansman**, özellikle yenilenebilir enerji projelerinde Dünya Bankası, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD), Avrupa Yatırım Bankası (EIB) gibi kuruluşların uzun vadeli

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ekulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

kredi ve yatırım desteğiyle sağlanmaktadır. 2025 yılında yalnızca yenilenebilir enerji yatırımlarına sağlanan dış kaynaklı kredi hacmi 2,1 milyar dolar olmuştur (Dünya Bankası, 2025 Türkiye Enerji Sektör Raporu).

- Yabancı yatırımlar, sektörde teknoloji transferi, yönetim standartları ve şeffaflık uygulamalarının yaygınlaşmasında da olumlu rol oynamaktadır.

4. Konsolidasyon, Rekabet ve Piyasa Dinamikleri

Türkiye'de elektrik piyasasında şirket birleşmeleri, satın almalar ve stratejik ortaklıklar ile güçlü bir konsolidasyon eğilimi görülmektedir. Özellikle 2013 sonrası dönemde, bölgesel dağıtım şirketleri ve büyük ölçekli üretim portföyleri, enerji gruplarının ana faaliyet alanı haline gelmiştir.

- 2025 yılı itibarıyla, ilk 5 büyük grup, ülke genelinde toplam dağıtım şebekesinin yaklaşık %66'sını ve elektrik perakende pazarının yaklaşık %56'sını kontrol etmektedir (EPDK, 2025).

- Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK), piyasa konsantrasyon oranlarını sürekli izlemekte ve rekabet ortamının korunmasına yönelik düzenlemeleri güncel tutmaktadır.

*5. **Sosyal, Ekonomik ve Sektörel Etkiler***

Kamu ve özel sektör iş birliği, enerji arz güvenliği, altyapı yatırımları, fiyat rekabeti ve müşteri memnuniyeti açısından sektörün sürdürülebilir gelişimini desteklemektedir.

- Türkiye elektrik sektörü, GSYH'nin yaklaşık %2,5'ini oluşturmakta; doğrudan 135 bin, dolaylı olarak ise 320 binin üzerinde kişiye istihdam sağlamaktadır (TÜİK, 2025).

Özetle, Türkiye elektrik sektörü, kamu, özel sektör ve yabancı sermayenin sinerjisiyle şekillenen güçlü ve rekabetçi bir yapıya sahiptir. Bu yapı, sektörün hem iç piyasada hem de bölgesel enerji entegrasyonunda etkin rol oynamasını sağlamaktadır.

4. Finansal Veriler

4.1. **Bilanço**

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş 31 Mart 2026 tarihindeki satın alma gücü cinsinden konsolide finansal durum tablosu aşağıda yer almaktadır.

ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FİNANSAL DURUM TABLOLARI (bin TL)				
Varlıklar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Dönen varlıklar	9.545.147	10.913.990	13.021.643	11.948.532
Nakit ve nakit benzerleri	476.867	146.093	1.523.879	228.089
Ticari alacaklar	2.024.767	4.626.685	5.118.630	5.757.029
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	*18.039*	*178*	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	*2.006.728*	*4.626.507*	*5.118.630*	*5.757.029*
Stoklar	1.353.401	1.140.345	855.859	865.816
Diğer alacaklar	1.348.389	442.810	339.532	303.424
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	*1.330.241*	*377.366*	*279.530*	*244.499*
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	*18.148*	*65.444*	*60.002*	*58.925*
İmtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar	3.044.774	4.144.515	4.243.993	4.292.748
Peşin ödenmiş giderler	33.256	55.194	83.876	64.081
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	72.009	-	-	-
Diğer dönen varlıklar	1.191.684	358.348	855.874	437.345

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah/Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Duran varlıklar	11.994.610	13.497.117	18.859.236	18.172.592
Finansal yatırımlar	103	243	241	219
Ticari alacaklar	1.086.913	1.830.438	1.983.372	1.424.720
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	*1.086.913*	*1.830.438*	*1.983.372*	*1.424.720*
Diğer alacaklar	682.195	759.325	2.716.133	3.309.180
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	*547.677*	*590.342*	*2.172.296*	*2.778.902*
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	*134.518*	*168.983*	*543.837*	*530.278*
İmtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar	6.159.513	6.815.021	9.886.824	9.568.058
Maddi duran varlıklar	390.947	494.276	903.572	614.902
Kullanım hakkı varlıkları	-	102.476	390.477	450.673
Peşin ödenmiş giderler	25.586	15.487	14.612	12.112
Ertelenmiş vergi varlığı	3.649.353	3.479.851	2.964.005	2.792.728
Toplam varlıklar	21.539.757	24.411.107	31.880.879	30.121.124
Kaynaklar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kısa vadeli yükümlülükler	6.271.725	8.030.835	9.490.359	6.958.698
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	1.994.627	3.398.153	1.951.263	1.930.411
Kiralama yükümlülükler	-	68.674	109.198	115.087
Ticari borçlar	2.663.132	2.745.646	4.239.843	2.429.659
- İlişkili taraflara ticari borçlar	*151.313*	*237.295*	*38.412*	*23.200*
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	*2.511.819*	*2.508.351*	*4.201.431*	*2.406.459*
Diğer borçlar	1.255.961	1.612.859	2.657.090	1.994.097
- İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	*61.756*	*5.805*
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	*1.255.961*	*1.612.859*	*2.595.334*	*1.988.292*
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	97.147	41.338	65.757	126.006
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	12.888	222.452	115.667
Kısa vadeli karşılıklar	136.240	150.770	244.756	247.771
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	*31.186*	*36.050*	*77.450*	*84.999*
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	*105.054*	*114.720*	*167.306*	*162.772*
Ertelenmiş gelirler	124.618	507	-	-
Uzun vadeli yükümlülükler	4.087.605	3.740.264	6.825.227	7.571.962
Uzun vadeli borçlanmalar	3.607.259	3.242.451	5.946.808	6.903.295
Uzun vadeli kiralama yükümlülükler	-	11.763	168.757	149.387
Diğer borçlar	266.998	145.126	281.551	65.565
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	*266.998*	*145.126*	*281.551*	*65.565*
Uzun vadeli karşılıklar	213.348	340.924	428.111	453.715
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	*213.348*	*340.924*	*428.111*	*453.715*
Özkaynaklar	11.180.427	12.640.008	15.565.293	15.590.464
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	11.180.427	12.640.008	15.565.293	15.590.464
Ödenmiş sermaye	529.355	529.355	529.355	529.355
Sermaye düzeltme farkları	386.105	386.105	386.105	386.105
Ortak kontrole tabi işletme birleşmeleri	7.008.399	7.008.399	7.008.399	7.008.399
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir veya giderler	(32.882)	(103.082)	(145.202)	(152.936)

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Eduula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	*(32.882)*	*(103.082)*	*(145.292)*	*(152.936)*
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	1.820.593	1.899.460	1.930.134	1.930.134
Geçmiş yıllar karları/ (zararları)	(5.162.835)	(1.377.058)	2.889.097	5.856.592
Net dönem karı	6.631.692	4.296.829	2.967.495	32.815
Toplam kaynaklar	21.539.757	24.411.107	31.880.879	30.121.124

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

VARLIKLAR

Şirket'in 2023 yıl sonu itibarıyla 21.539.757 bin TL olan varlıkları, 2024 yıl sonunda imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacakların ve ticari alacakların artışıyla birlikte 2023 yıl sonuna göre %13,3 artarak 24.411.107 bin TL'ye yükselmiştir. 31.12.2025 itibarıyla toplam varlıklar, 2024 yıl sonuna göre %30,6 artmış olup 31.880.879 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan artışın temel sebebi, dönem içerisinde imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar, nakit ve nakit benzerleri ile uzun vadeli diğer alacaklarda yaşanan artıştır. 31.03.2026 itibarıyla ise toplam varlıklar 2025 yıl sonuna göre %5,5 azalarak 30.121.124 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu düşüşün temel nedeni nakit ve nakit benzerlerindeki azalıştır.

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları; nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, stoklar, diğer alacaklar, imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in 2023 yıl sonunda 9.545.147 bin TL olan dönen varlıkları; 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna kıyasla %14,3 artarak 10.913.990 bin TL'ye yükselmiştir. Yaşanan artışın temel sebebi dönem içerisinde artan imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar ve ticari alacaklardır. 2025 yıl sonunda dönen varlıklar, 2024 yıl sonuna göre %19,3 artarak 13.021.643 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışta nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ile diğer dönen varlıklardaki artış etkili olmuştur. Nakit ve nakit benzerlerindeki artış dönem sonu kullanılan kredinin vadesiz mevduatta tutulmasından kaynaklanmaktadır. Ticari alacaklardaki artış ise tarife seviyesinin değişmemesi ve tahsilat gelirlerinin düzenleyici gelir tavanının altında kalması nedeniyle, tahsil edilemeyen tutarlar dönemsel olarak birikmekte ve tarife alacaklarını artırmaktadır. Diğer dönen varlıklardaki artış ise yatırım harcamalarındaki yükselişe bağlı olarak devreden KDV tutarındaki artıştan oluşmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise dönen varlıklar, 2025 yıl sonuna göre %8,2 azalarak 11.948.532 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışın temel sebebi, 2025 yıl sonunda kullanılan ve vadesiz mevduatta tutulan kredi bakiyesinin 2026 yılının ilk çeyreğinde faaliyet ve finansman ihtiyaçları kapsamında kullanılması nedeniyle nakit ve nakit benzerlerinde meydana gelen azalıştır.

Dönen varlıklar; toplam varlıkların 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla %44,3, %44,7, %40,8 ve %39,7'sini oluşturmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri

Nakit ve nakit benzeri değerler, kasada tutulan nakit, vadeleri üç ay veya daha kısa olan bankalarda tutulan mevduat ve vadesine üç aydan az kalmış kredi kartı alacaklarını içermektedir. Şirket'in 2023 yıl sonunda 476.867 bin TL olan nakit ve nakit benzerleri, 2024 yılında nakdin yatırım amaçlı kullanılmasından dolayı bir önceki yıl sonuna göre %69,4 azalarak 146.093 bin TL'ye gerilemiştir. 31.12.2025 itibarıyla ise bir önceki yıl sonuna göre %943,1 artarak 1.523.879 bin TL olmuştur. Bu artışın nedeni dönem sonu kullanılan kredi bakiyesinin vadesiz mevduatta tutulmasından kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla nakit ve nakit benzerleri 2025 yıl sonuna göre %85 azalarak 228.089 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, 2025 yıl sonunda vadesiz mevduatta tutulan kredi bakiyesinin 2026 yılının ilk çeyreğinde kullanılması nedeniyle nakit ve nakit benzerlerinde meydana gelen azalıştan kaynaklanmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kasa	80	12	31	74
Banka bakiyeleri	469.700	139.829	1.188.578	222.133
-Vadesiz mevduat	412.292	105.591	1.188.161	221.081
-Vadeli mevduat	57.408	34.238	417	1.052

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Diğer likit varlıklar	7.087	6.252	335.270	5.882
Toplam	476.867	146.093	1.523.879	228.089

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kısa Vadeli Ticari Alacaklar

EPDK tarafından belirlenen perakende satış ve dağıtım bedelleri, ilgili dönem için talep, enerji tedarik maliyetleri ve tüketim tahminleri esas alınarak hesaplanmaktadır. Ancak dönem sonunda gerçekleşen (fiili) tüketim miktarları ile enerji maliyetleri, başlangıçta öngörülen bu tahminlerden farklılaşabilmektedir. İlgili yıl tamamlandığında, gerçekleşen tüketim ve maliyetler ile tarifede kullanılan tahmini değerler arasındaki fark "gelir farkı" olarak belirlenmekte; bu fark ilgili düzenleme dönemlerinde tarife mekanizmasına yansıtılmaktadır.

Gelir farkının Şirket lehine oluşması durumunda, ilgili tutar tahsil edilene kadar "ticari alacak" olarak muhasebeleştirilmekte; Şirket aleyhine fark oluşması halinde ise düzenlemeye tabi faaliyetler kapsamında bir borç yükümlülüğü doğmakta ve söz konusu tutar "ticari borç" olarak kaydedilmektedir. Dolayısıyla, kısa vadeli ticari alacaklardaki artış veya azalışlar, düzenlemeye tabi faaliyetlerden kaynaklanan ve tarife mekanizmasının doğal bir sonucu olarak ortaya çıkan gelir farkı düzeltmelerini yansıtmaktadır. Bu farklılıklar ticari alacaklar içerisinde muhasebeleştirilmektedir. Şirket'in ticari alacakları ilişkili taraflardan ticari alacaklar ve ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar kalemlerinden meydana gelmektedir. Ticari alacaklar, Şirket'in dağıtım hizmeti verdiği ve elektrik satışı gerçekleştirdiği müşterilerinden alacakları içermektedir. 2023 yıl sonunda 2.024.767 bin TL olan kısa vadeli ticari alacakları 2024 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıl sonuna kıyasla %128,5 artış göstererek 4.626.685 bin TL'ye yükselmiştir. Ticari alacaklardaki artış ulusal tarifenin aynı seviyede devam etmesi sonucunda tarife alacaklarına ilişkin yapılan tahakkuk alacaklarındaki yükselişten kaynaklanmaktadır. Tarife alacakları, düzenlemeye tabi tarife mekanizması kapsamında, ulusal tarife uygulaması ile garanti altına alınan gelir tutarının ilgili dönem içerisinde fiilen tahsil edilemeyen kısmını ifade etmektedir. Söz konusu tutar, dağıtım hizmeti karşılığında nihai kullanıcılar ile görevli perakende satış şirketlerinden tahsil edilmesi beklenen tahakkuk etmiş gelirlerden oluşmaktadır. Dağıtım şirketlerinin gelirleri, ilgili düzenleyici otorite tarafından belirlenen gelir tavanı çerçevesinde güvence altına alınmaktadır. Tarife seviyesinin aynı kalmaya devam etmesi ve tahsilat yoluyla elde edilen gelirlerin düzenleyici çerçevede belirlenen gelir tavanının altında gerçekleşmesi halinde, tahsil edilemeyen tutar dönemsel olarak birikmekte ve tarife alacaklarında artışa yol açmaktadır.

31 Aralık 2025 döneminde kısa vadeli ticari alacaklar, bir önceki yıl sonuna göre %10,6 artarak 5.118.630 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa ve uzun vadeli tutarların toplamı değerlendirildiğinde, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre toplamda %10,0 oranında artış gerçekleşmiştir. 31.03.2026 itibarıyla ise kısa vadeli ticari alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %12,5 artarak 5.757.029 bin TL seviyesine yükselmiştir. Kısa ve uzun vadeli ticari alacaklar birlikte değerlendirildiğinde, 31.03.2026 itibarıyla toplam ticari alacaklar 2025 yıl sonuna göre %1,1 artış göstermiştir. Ek olarak, yasal sürelerde tahsil edilmeyen alacaklar için icra takibi başlatılmıştır. İcraya sevk edilen alacaklar için karşılık ayrılmıştır. Şirket, ticari alacaklarının değer düşüklüğüne ilişkin olarak TFRS 9 Finansal Araçlar Standardı uyarınca beklenen kredi zararı modelini uygulamaktadır. Bu kapsamda, tahsilat riski taşıdığı değerlendirilen ve şüpheli alacak niteliği kazanan ticari alacaklar için geçmiş tahsilat performansı, borçluya ilişkin finansal göstergeler ve makroekonomik beklentiler dikkate alınarak beklenen kredi zararı hesaplanmakta ve ilgili tutarda karşılık ayrılmaktadır. Ayrılan bu karşılıklar, finansal tablolarda ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde muhasebeleştirilmekte olup, şirketin kredi riskine maruziyetinin gerçeğe uygun şekilde yansıtılmasını amaçlamaktadır.

Ticari Alacaklar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	2.769.130	5.299.341	5.900.944	6.523.941
İlişkili taraflardan ticari alacaklar	18.039	178	-	-
Şüpheli ticari alacaklar karşılığı (-)	(762.402)	(672.834)	(782.314)	(766.912)
Kısa vadeli ticari alacaklar	2.024.767	4.626.685	5.118.630	5.757.029

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Stoklar

Şirket'in henüz yatırım harcamalarında veya bakım/onarım çalışmalarında kullanmamış olduğu stok tutarlarından oluşmakta olup ilk madde ve malzeme olarak sınıflandırılmaktadır. Bu kırılımlar trafo, beton köşk, direk, kablo, iletken, kutular, armatür ve sayaçlardan oluşmaktadır. Şirket'in stokları 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 1.353.401 bin TL, 1.140.345 bin TL, 855.859 bin TL ve 865.816 bin TL'dir.

Kısa Vadeli Diğer Alacaklar

Şirket'in kısa vadeli diğer alacakları; ilişkili taraflardan ve ilişkili olmayan taraflardan alacaklar olarak sınıflandırılmıştır. İlişkili taraflardan diğer alacaklar esas olarak finansman işlemlerinden kaynaklanmakta olup, bu tutarlara piyasa rayici üzerinden faiz uygulanmaktadır. İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar ise vergi dairesinden alacaklar ve müşterilerden diğer alacaklardan oluşmaktadır.

Şirket'in 2023 yıl sonunda 1.348.389 bin TL olan kısa vadeli diğer alacakları, 2024 yıl sonunda %67,2 azalarak 442.810 bin TL'ye gerilemiştir. 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %23,3 azalarak 339.532 bin TL'ye gerilemiştir. 31.03.2026 itibarıyla kısa vadeli diğer alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %10,6 azalarak 303.424 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Diğer Alacaklar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	1.330.241	377.366	279.530	244.499
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	18.148	65.444	60.002	58.925
Kısa vadeli diğer alacaklar	1.348.389	442.810	339.532	303.424
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Vergi dairesinden alacaklar	15.061	60.501	60.002	58.925
Müşterilerden diğer alacaklar	3.087	4.943	-	-
Toplam	18.148	65.444	60.002	58.925

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kısa Vadeli İmtiyazlı Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar

Şirket'in işletme hakkı devir sözleşmesi gereği, VEDAŞ bünyesinde gerçekleştirilen yatırımlar TEDAŞ adına tescil edilmekte olup, bu varlıkların mülkiyeti şirkete ait değildir. TFRS 12 kapsamında hizmet imtiyaz anlaşmaları; yol yapımı, enerji dağıtımı gibi kamu hizmetlerinin belirli sürelerle özel sektöre devredildiği düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır. Şirket, dağıtım faaliyetlerine ilişkin olarak kamu otoritesi ile imzaladığı bu imtiyaz sözleşmelerini TFRS 12 çerçevesinde finansal varlık olarak değerlendirmekte ve söz konusu varlıkları konsolide finansal tablolarında 'İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar' hesabında izlemektedir. Hizmet imtiyaz sözleşmelerine ilişkin alacaklar; sözleşme kapsamında yapılan şebeke yatırımlarına ait henüz tahsil edilmemiş tutarlar ile bunlara ilişkin faiz alacaklarının kısa vadeli kısmından oluşmaktadır. Sözleşme modeline göre, enflasyon ve RMGO etkisiyle oluşan varlık tabanı 10 yıl içinde şirkete geri ödenmektedir. Bu kapsamda imtiyaz sözleşmesinden doğan nakit akışları finansal varlık niteliğinde olup 'Hizmet İmtiyaz Sözleşmelerinden Alacaklar' olarak raporlanmaktadır. Finansal varlıklardaki artış ise dönem içinde yapılan yatırımlar ile enflasyondaki yükselişten kaynaklanmaktadır. Şirket'in kısa vadeli imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacakları, 2023 yıl sonunda 3.044.774 bin TL iken 2024 yıl sonunda %36,1 artışla 4.144.515 bin TL'ye yükselmiştir. 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %2,4 oranında artış kaydederek 4.243.993 bin TL seviyesine ulaşmıştır. 31.03.2026 itibarıyla kısa vadeli imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %1,1 artarak 4.292.748 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla görülen artışlar, yapılan yatırımların ve enflasyondaki yükselişin etkisinden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla hizmet imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıkları aşağıdaki gibidir;

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Hizmet imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıkları (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kısa vadeli finansal varlıklar	3.044.774	4.144.515	4.243.993	4.292.748
Uzun vadeli finansal varlıklar	6.159.513	6.815.021	9.886.824	9.568.058
Toplam	9.204.287	10.959.536	14.130.817	13.860.806

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

Şirket'in kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri; avans ödemeleri ile gelecek aylara ait giderlerden oluşmaktadır. Peşin ödenmiş giderler 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 33.256 bin TL, 55.194 bin TL, 83.876 bin TL ve 64.081 bin TL'dir. 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %66,0 oranındaki artış, sigortaya esas varlık değerlerindeki yükselişten ve uzun dönemdeki peşin ödenmiş giderlerin vadesinin kısaya geçmesinden kaynaklanmıştır. 2025 yıl sonunda ise %52 oranında artış kaydedilmiş olup, artış göstermesinin temel nedeni sigortaya konu varlıkların değerlerindeki yükselişten kaynaklanmıştır. 31.03.2026 itibarıyla ise kısa vadeli peşin ödenmiş giderler, 2025 yıl sonuna göre %23,6 azalarak 64.081 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bunun sebebi yeni sigorta poliçelerinin yılın 2.yarısında yenilenmesi kaynaklıdır.

Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar

Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar; cari dönem kurumlar vergisi karşılığı ve peşin ödenen kurumlar vergisi kalemlerinden oluşmaktadır. Şirket'in cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar kaleminde 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla bakiye bulunmazken, 2023 yıl sonu itibarıyla 72.009 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Diğer Dönen Varlıklar

Diğer dönen varlıklar, verilen depozito ve teminatlar, devreden KDV ve iş avanslarından oluşmaktadır. Şirket'in 2023 yıl sonunda 1.191.684 bin TL olan diğer dönen varlıkları, 2024 yıl sonunda %69,9 azalarak 358.348 bin TL'ye gerilemiştir. 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %138,8 artarak 855.874 bin TL'ye yükselmiştir. Yaşanan artışın nedeni artan yatırım harcamarının artmasından kaynaklı devreden KDV'nin artmasından kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise diğer dönen varlıklar, 2025 yıl sonuna göre %48,9 azalarak 437.345 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, devreden KDV bakiyesindeki düşüşten kaynaklanmaktadır.

DURAN VARLIKLAR

Şirket'in duran varlıkları; finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar, maddi duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, peşin ödenmiş giderler ve ertelenmiş vergi varlığı kalemlerinden oluşmaktadır.

2023 yılında 11.994.610 bin TL olan duran varlıkları, 2024 yıl sonunda %12,5 artışla 13.497.117 bin TL'ye yükselmiştir. Yaşanan artışın temel sebebi imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklarının artmasıdır. 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %39,7 artışla 18.859.236 bin TL'ye yükselmiştir. Yaşanan artışın temel sebebi, imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacakların ve ilişkili taraflardan uzun vadeli diğer alacakların artmasından kaynaklanmaktadır. İlişkili taraflardan diğer alacaklar esas olarak finansman işlemlerinden kaynaklanmakta olup, bu tutarlara piyasa rayici üzerinden faiz uygulanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise duran varlıklar, 2025 yıl sonuna göre %3,6 azalarak 18.172.592 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansal Yatırımlar

Şirket'in 2023 yıl sonunda 103 bin TL olan finansal yatırımları, 2024 yıl sonunda %135,9 artarak 243 bin TL'ye, 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %0,8 azalarak 241 bin TL seviyesine gerilemiştir. 31.03.2026 itibarıyla ise finansal yatırımlar, 2025 yıl sonuna göre %9,1 azalarak 219 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Finansal yatırımlar içerisinde EPİAŞ iştirak bakiyesi bulunmaktadır. EPİAŞ'ın ortaklık yapısı; A Grubu hisseye sahip TEİAŞ'ın %30, B Grubu %30 ve C Grubu %0,83 hisseye sahip BİST ile C grubu hisseye sahip 94 özel sektör katılımcısının sahip olduğu %39,17 paydan oluşmaktadır. Vepsaş, söz konusu hisselerin %0,08'ine sahiptir.

Uzun Vadeli Ticari Alacaklar

2023 yıl sonunda 1.086.913 bin TL olan uzun vadeli ticari alacakları, 2024 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıl sonuna kıyasla %68,4 artış göstererek 1.830.438 bin TL'ye yükselmiştir. 31.12.2025'te ise 2024 yıl

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Pbx Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

sonuna göre %8,4 artış göstermiş olup 1.983.372 bin TL'ye yükselmiştir. Ticari alacaklardaki artış ulusal tarifenin aynı seviyede devam etmesi sonucunda tarife alacaklarına ilişkin yapılan tahakkuk alacaklarındaki yükselişten kaynaklanmaktadır. Tarife alacakları, düzenlemeye tabi tarife mekanizması kapsamında, ulusal tarife uygulaması ile garanti altına alınan gelir tutarının ilgili dönem içerisinde fiilen tahsil edilemeyen kısmını ifade etmektedir. Söz konusu tutar, dağıtım hizmeti karşılığında nihai kullanıcılar ile görevli perakende satış şirketlerinden tahsil edilmesi beklenen tahakkuk etmiş gelirlerden oluşmaktadır. Dağıtım şirketlerinin gelirleri, ilgili düzenleyici otorite tarafından belirlenen gelir tavanı çerçevesinde güvence altına alınmaktadır. Ulusal tarife seviyesinin aynı kalmaya devam etmesi ve tahsilat yoluyla elde edilen gelirlerin düzenleyici çerçevede belirlenen gelir tavanının altında gerçekleşmesi halinde, tahsil edilemeyen tutar dönemsel olarak birikmekte ve tarife alacaklarında artışa yol açmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise uzun vadeli ticari alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %28,2 azalarak 1.424.720 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, uzun vadeli tarife alacaklarının bir kısmının vadesinin kısalması ve kısa vadeli ticari alacaklar altında sınıflandırılmasından kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Diğer Alacaklar

Şirket'in uzun vadeli diğer alacakları ilişkili taraflardan ve ilişkili olmayan taraflardan alacaklar olarak sınıflandırılmıştır. İlişkili taraflardan diğer alacaklar esas olarak finansman işlemlerinden kaynaklanmakta olup, bu tutarlara piyasa rayici üzerinden faiz uygulanmaktadır. İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar ise verilen depozito ve teminatlardan oluşmaktadır.

Verilen depozito ve teminatlar: 1 Nisan 2006 tarihinden önceki döneme ait abonelerin sözleşmelerini iptal etmeleri durumunda Şirket tarafından yapılan güvence bedelleri ödemelerinin karşılığında muhasebeleştirilen ve TEDAŞ'dan olan alacak tutarından oluşmaktadır. İşletme hakkı devir sözleşmesi ("İHDS") süresinin sonunda bu yolla oluşan alacak tutarları ile mevcut abonelerden alınan güvence bedelleri mahsup edilecektir.

Şirket'in 2023 yıl sonunda 682.195 bin TL olan uzun vadeli diğer alacakları 2024 yıl sonunda %11,3 artarak 759.325 bin TL'ye yükselmiştir. 2025 yıl sonu, 2024 yıl sonuna göre %212,8 artarak 2.716.133 bin TL'ye yükselmiştir. 31.03.2026 itibarıyla ise uzun vadeli diğer alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %21,8 artarak 3.309.180 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İlişkili tarafların birbirleriyle olan alacak borç pozisyonları finansman niteliğinde olup dönemsel olarak artış/azalış göstermektedir.

Şirket'in 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla uzun vadeli diğer alacaklar aşağıdaki gibidir:

Diğer Alacaklar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	547.677	590.342	2.172.296	2.778.902
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	134.518	168.983	543.837	530.278
Uzun vadeli diğer alacaklar	682.195	759.325	2.716.133	3.309.180
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Verilen depozito ve teminatlar	134.518	168.983	543.837	530.278
Uzun vadeli diğer alacaklar	134.518	168.983	543.837	530.278

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Uzun Vadeli **İmtiyazlı Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar**

Şirket'in Özelleştirme İdaresi ile yaptığı işletme hakkı devir sözleşmesi gereği, VEDAŞ bünyesinde gerçekleştirilen yatırımlar TEDAŞ adına tescil edilmekte olup, bu varlıkların mülkiyeti şirkete ait değildir. TFRS Yorum 12 kapsamında hizmet imtiyaz anlaşmaları; yol yapımı, enerji dağıtımı gibi kamu hizmetlerinin belirli sürelerle özel sektöre devredildiği düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır. Şirket, dağıtım faaliyetlerine ilişkin olarak devlet ile imzaladığı bu imtiyaz sözleşmelerini TFRS Yorum 12 hükümleri çerçevesinde finansal varlık olarak değerlendirmekte ve söz konusu varlıkları konsolide finansal tablolarında 'İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar' hesabında izlemektedir.

Hizmet imtiyaz sözleşmelerine ilişkin alacaklar; imtiyaz sözleşmesi kapsamında gerçekleştirilen şebeke yatırımlarına dair henüz tahsil edilmemiş yatırım alacakları ile bunlara ilişkin faiz alacaklarının uzun vadeli kısmından oluşmaktadır. Sözleşme kapsamında oluşturulan model uyarınca, enflasyon ve RMGO çerçevesinde yapılan yatırımlar sonucu oluşan varlık tabanı, 10 yıl içerisinde dağıtım şirketine

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

geri ödenmektedir. TFRS 12 hükümleri uyarınca, imtiyaz sözleşmesinden doğan nakit akışları, finansal varlık olarak olarak raporlanmaktadır. Söz konusu finansal varlıklardaki artış ise yapılan yatırımlar ile enflasyondaki yükselişten kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 2023 yıl sonunda 6.159.513 bin TL olan uzun vadeli imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacakları 2024 yıl sonunda %10,6 artarak 6.815.021 bin TL'ye, 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %45,1 artarak 9.886.824 bin TL'ye yükselmiştir. Yıllar itibarıyla görülen artışlar, yapılan yatırımların ve enflasyondaki yükselişin etkisinden kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise uzun vadeli imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %3,2 azalarak 9.568.058 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

İmtiyazlı hizmet anlaşmalarından alacakların kısa ve uzun vadelerine göre dağılımı aşağıdaki gibidir:

Vade (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
1 yıla kadar	3.044.774	4.144.515	4.243.993	4.292.748
1-3 yıl arası	3.967.815	3.055.435	4.108.660	3.442.302
3 yıl ve sonrası	2.191.698	3.759.586	5.778.164	6.125.756
Toplam	9.204.287	10.959.536	14.130.817	13.860.806

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Maddi Duran Varlıklar

Şirket'in 2023 yıl sonunda 390.947 bin TL olan maddi duran varlıkları, 2024 yıl sonunda 2023 yılına göre %26,4 artarak 494.276 bin TL'ye yükselmiştir. Bu artışın temel sebebi Vedaş'ın 2024 yılı içerisinde yapımına başladığı ancak yıl sonunda tamamlanmayan yatırımlarından kaynaklanmaktadır. 2025 yıl sonunda ise maddi duran varlıklar, 2024 yıl sonuna göre %82,8 artarak 903.572 bin TL seviyesine yükselmiştir. Bu artışın temel sebebi, VEDAŞ'ın 2025 yılı içerisinde yapımına başladığı ancak yıl sonunda tamamlanmayan yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Henüz tamamlanmayan söz konusu yatırımlar, ilgili dönemde maddi duran varlıklar altında izlenmekte olup, tamamlanmalarını takiben imtiyazlı hizmet sözleşmelerinden alacaklar hesabı altında muhasebeleştirilmektedir. 31.03.2026 itibarıyla ise maddi duran varlıklar, 2025 yıl sonuna göre %31,9 azalarak 614.902 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, yapılmakta olan yatırımların tamamlanmasıyla hizmet imtiyaz sözleşmelerinden alacaklar kaleminde raporlanmasıdır.

Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler

Şirket'in uzun vadeli peşin ödenmiş giderler hesabı; gelecek yıllara ait giderlerden oluşmaktadır. Şirket'in peşin ödenmiş giderleri 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 25.586 bin TL, 15.487 bin TL, 14.612 bin TL ve 12.112 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Peşin ödenmiş giderler 2024 yıl sonunda bir önceki yıl sonuna göre %39,5 azalırken, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %5,6 düşüş göstermiştir. 31.03.2026 itibarıyla ise uzun vadeli peşin ödenmiş giderler, 2025 yıl sonuna göre %17,1 azalarak 12.112 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş Vergi Varlığı

Şirket, vergiye esas yasal finansal tabloları ile TFRS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları arasındaki farklılıklardan kaynaklanan geçici zamanlama farkları için ertelenmiş vergi varlığı muhasebeleştirmektedir. Söz konusu farklılıklar genellikle bazı gelir ve gider kalemlerinin vergiye esas finansal tablolar ile TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolarda farklı dönemlerde yer almasından kaynaklanmaktadır. Ertelenmiş vergi varlığı 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 3.649.353 bin TL, 3.479.851 bin TL, 2.964.005 bin TL ve 2.792.728 bin TL'dir.

KAYNAKLAR

Şirket'in 2023 yıl sonunda 21.539.757 bin TL olan toplam kaynaklar, 2024 yıl sonunda artan uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve 2023 yılındaki dönem karının geçmiş yıl zararlarını düşürmesi sebebiyle %13,3 artış ile 24.411.107 bin TL'ye yükselmiştir. 2025 yıl sonunda ise bir önceki yıl sonuna göre %30,6 artarak 31.880.879 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2026 tarihi itibariyle ise 2025 yıl sonuna göre %5,5 azalarak 30.121.124 bin TL seviyesine gerilemiştir.

Özkaynaklar; toplam kaynakların, 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla %51,9, %51,8, %48,8, ve %51,8'ini oluşturmuştur.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama yükümlülükleri, ticari borçlar, diğer borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü ve kısa vadeli karşılıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in 2023 yıl sonunda 6.271.725 bin TL olan kısa vadeli yükümlülükleri 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %28,0 artışla 8.030.835 bin TL'ye yükselmiştir. Bu artışın temel sebebi bilanço gösteriminde uzun vadeli yükümlülüklerin vade yapısına göre kısa vadeye aktarılmasıdır. 2025 yıl sonunda ise 2024 yıl sonuna göre %18,2 artış ile 9.490.359 bin TL'ye yükselmiştir. Bu artışın temel nedeni ticari borçlar ve diğer borçların değişiminden kaynaklanmaktadır. Ticari borçlardaki artışın temel nedeni, geçmiş dönemlerde yatırım sözleşmeleri kapsamında yapılan ödemelerin sözleşme tarihini takip eden ay içerisinde tek seferde gerçekleştirilmesine karşın, 2025 yılı itibarıyla söz konusu ödemelerin vadeli ve taksitlendirilmiş bir yapıya dönüştürülmüş olmasıdır. Diğer borçlar kalemi, tecil edilmiş vergi borçlarından oluşmakta olup, ilgili mevzuat kapsamında yapılandırılmıştır. Söz konusu borçlar, belirlenen ödeme planı çerçevesinde vadelerinde ödenecektir. 31.03.2026 tarihi itibarıyla ise kısa vadeli yükümlülükler, 2025 yıl sonuna göre %26,7 azalarak 6.958.698 bin TL seviyesine gerilemiştir. Söz konusu azalışın temel sebebi, ticari borçlar ve diğer borçlardaki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları

Şirket'in uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 1.994.627 bin TL, 3.398.153 bin TL, 1.951.263 bin TL ve 1.930.411 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %70,4 oranında artış göstermiştir. Yaşanan bu artışın sebebi, yatırım tutarlarındaki artış nedeniyle kullanılan yatırım kredilerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. 2025 yıl sonu itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %42,6 düşüş görülmüştür. Bu düşüşün sebebi kredilerin vade tarihinin uzun olmasından kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 tarihi itibariyle ise 2025 yıl sonuna göre %1,1 düşüş görülmüştür.

Kısa Vadeli Ticari Borçlar

Şirket'in ticari borçları 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 2.663.132 bin TL, 2.745.646 bin TL, 4.239.843 bin TL ve 2.429.659 bin TL'dir. Kısa vadeli ticari borçlar hesabı 2024 yıl sonunda bir önceki yıl sonuna göre %3,1 yükselmiş, 2025 yılında ise bir önceki yıla göre %54,4 oranında artış göstermiştir. Ticari borçlardaki artışın temel nedeni, geçmiş dönemlerde yatırım sözleşmeleri kapsamında yapılan ödemelerin sözleşme tarihini takip eden ay içerisinde tek seferde gerçekleştirilmesine karşın, 2025 yılı itibarıyla söz konusu ödemelerin vadeli ve taksitlendirilmiş bir yapıya dönüştürülmüş olmasıdır. 31.03.2026 tarihi itibariyle ise 2025 yıl sonuna göre %42,7 düşüş görülmüştür. Bu düşüşün sebebi, tedarikçilere olan borçlar kaleminde meydana gelen azalıştır. Bunun sebebi ise yatırımların ağırlıklı olarak yılın ikinci yarısında gerçekleştirilmiş olmasıdır.
Kısa vadeli ticari borçlar büyük ölçüde ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar içerisinde sınıflanan elektrik piyasası borçlarından oluşmaktadır. İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar, İkili anlaşma ile yapılan enerji alımlarına istinaden EÜAŞ'a, iletim sistemi kullanımına istinaden TEİAŞ'a, günlük enerji tedariği kaynaklı EPİAŞ'a ve yapılan yatırımlara istinaden alınan mal ve hizmet karşılığında üçüncü kişilere ilişkin borçlardan oluşmaktadır.

Ticari Borçlar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	2.511.819	2.508.351	4.201.431	2.406.459
İlişkili olan taraflara ticari borçlar	151.313	237.295	38.412	23.200
Kısa vadeli ticari borçlar	2.663.132	2.745.646	4.239.843	2.429.659
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Elektrik piyasası borçları	1.199.238	1.181.912	1.120.160	866.096
Tedarikçilere borçlar	1.312.581	1.326.439	3.081.271	1.540.363
Toplam	2.511.819	2.508.351	4.201.431	2.406.459

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Pbx 0(212) 352 36 20
0(212) 352 39 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Ticari borçlar büyük ölçüde Grup'un Türkiye Elektrik Üretim A.Ş. ("EÜAŞ") ve Enerji Piyasaları İşletme A.Ş. ("EPİAŞ")'den yaptığı elektrik alımlarından ve Türkiye Elektrik İletim A.Ş. ("TEİAŞ") tarafından faturalanan iletim sistemi kullanımına ilişkin borçlardan kaynaklanmaktadır.

Kısa Vadeli Diğer Borçlar

Şirket'in kısa vadeli diğer borçları büyük ölçüde ilişkili olmayan taraflara diğer borçlar içerisinde sınıflanan alınan depozito teminatlar, ödenecek vergi ve fonlar, TEDAŞ ve diğer çeşitli borçlardan oluşmaktadır.

Şirket'in diğer borçları 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 1.255.961 bin TL, 1.612.859 bin TL, 2.657.090 bin TL ve 1.994.097 bin TL'dir. Diğer borçlar hesabında 2024 yıl sonunda bir önceki yıl sonuna göre %28,4 oranında artış göstermiştir. 2025 yıl sonu itibarıyla bir önceki dönemin yıl sonuna göre %64,7 artış gözlemlenmiştir. İlgili artışların temel sebebi alınan depozito ve teminatlardaki artıştan kaynaklanmaktadır. Alınan depozito ve teminatlar kaleminde müşterilerden alınan güvence bedelleri takip edilmektedir. Güvence bedellerinin iade ve güncelleme hesaplamaları Elektrik Piyasası Tüketici Hizmetleri Yönetmeliği'nin ilgili hükümleri uyarınca yapılmaktadır. Söz konusu hükümler çerçevesinde güvence bedellerinin TÜİK tarafından yayımlanan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) oranları dikkate alınarak, sözleşmenin başladığı aydan iki önceki aya ilişkin TÜFE endeksi ile sözleşmenin sona erdiği ya da raporlama dönemi itibariyle hesaplanan iki önceki aya ilişkin TÜFE endeksi esas alınarak güncelleme oranları hesaplanmaktadır.
Ek olarak, ödenecek vergi ve fonlardaki artış, tecil edilmiş vergi borçlarından kaynaklanmakta olup, söz konusu borçlar ilgili mevzuat kapsamında yapılandırılmıştır. Söz konusu borçlar, belirlenen ödeme planı çerçevesinde vadelerinde ödenecektir. 31.03.2026 itibarıyla ise kısa vadeli diğer borçlar, 2025 yıl sonuna göre %24,9 azalarak 1.994.097 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışın temel sebebi, ilişkili olmayan taraflara diğer borçlar altında izlenen ödenecek vergi ve fonlar ile alınan depozito ve teminatlar kalemlerindeki azalıştır.

Diğer Borçlar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	1.255.961	1.612.859	2.595.334	1.988.292
İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	61.756	5.805
Kısa vadeli diğer borçlar	1.255.961	1.612.859	2.657.090	1.994.097
İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Alınan depozito teminatlar	1.128.208	1.301.931	1.925.918	1.616.166
Ödenecek vergi ve fonlar	61.278	205.326	492.293	156.463
TEDAŞ	23.052	23.404	20.333	18.628
Diğer çeşitli borçlar	43.423	82.198	156.790	197.035
Toplam	1.255.961	1.612.859	2.595.334	1.988.292

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar; ödenecek sosyal güvenlik kesintilerinden oluşmaktadır. Şirket'in çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçları 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 97.147 bin TL, 41.338 bin TL, 65.757 bin TL ve 126.006 bin TL'dir. Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar 2024 yıl sonunda bir önceki yıl sonuna göre %57,4 düşüş göstermiştir. 31.12.2025 döneminde ise 31.12.2024 dönemine oranla %59,1 artış gerçekleşmiştir. Sosyal güvenlik kesintilerinin dönemsel olarak oluşan artış/azalışlardan kaynaklanmaktadır.31.03.2026 itibarıyla ise çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, 2025 yıl sonuna göre %91,6 artarak 126.006 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, ödenecek sosyal güvenlik kesintilerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü

Şirket'in dönem karı vergi yükümlülükleri; cari dönem kurumlar vergisi karşılığı ve peşin ödenen kurumlar vergisi kalemlerinden oluşmaktadır. Dönem karı vergi yükümlülüklerinde 31.12.2023 döneminde bakiye bulunmazken 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemleri itibarıyla sırasıyla

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiuula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

12.888 bin TL, 222.452 bin TL ve 115.667 bin TL'dir. 31.03.2026 itibarıyla dönem karı vergi yükümlülüğü, 2025 yıl sonuna göre %48,0 azalmıştır.

Kısa Vadeli Karşılıklar

Kısa vadeli karşılıklar; çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır. Kısa vadeli karşılıklar 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla sırasıyla 136.240 bin TL, 150.770 bin TL, 244.756 bin TL ve 247.771 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2024 yıl sonu 2023 yıl sonuna göre %10,7 artmış olup, 31.12.2025 döneminde ise 31.12.2024 döneminde göre %62,3 artış göstermiştir. Söz konusu artış Personel sayılarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Diğer kısa vadeli karşılıklar dava karşılıklarından oluşmaktadır. Dava karşılıklarının %45,8 artması ile kısa vadeli karşılıklar da paralel olarak artmıştır. 31.03.2026 itibarıyla ise kısa vadeli karşılıklar, 2025 yıl sonuna göre %1,2 artarak 247.771 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; uzun vadeli borçlanmalar, kiralama yükümlülükleri, diğer borçlar ve uzun vadeli karşılıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 4.087.605 bin TL, 3.740.264 bin TL, 6.825.227 bin TL ve 7.571.962 bin TL'dir.

Uzun Vadeli Borçlanmalar

Uzun vadeli borçlanmalar; uzun vadeli banka kredilerinden oluşmaktadır. Şirket'in 2023 yıl sonunda 3.607.259 bin TL olarak gerçekleşen uzun vadeli borçlanmaları, 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %10,1 azalarak 3.242.451 bin TL'ye gerilemiştir. Yaşanan düşüşün sebebi kredi vadelerinin kısalmasından kaynaklanmaktadır. 2025 döneminde ise uzun vadeli borçlanmaların %83,4 artışı ile 5.946.808 bin TL'ye çıktığı görülmüştür. Şirket yatırım kredisini uzun vadede kullanmaktadır. Yatırımların artması ile paralel olarak uzun vadeli borçlanmalar hesabı artmıştır. Kısa ve uzun vadeli borçlanmalar vadelerine göre sınıflanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise uzun vadeli borçlanmalar, 2025 yıl sonuna göre %16,1 artarak 6.903.295 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, uzun vadeli banka kredilerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Kredi sözleşmelerinin vadelerine göre geri ödemeleri aşağıdaki gibidir:

Vade (bin TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
1 yıl içerisinde ödenecek krediler	1.994.627	3.398.153	1.951.263	1.930.411
1-2 yıl içerisinde ödenecek	1.420.182	1.642.179	1.170.384	1.245.015
2-3 yıl içerisinde ödenecek	1.102.095	793.809	1.208.898	1.260.640
3-4 yıl içerisinde ödenecek	435.961	508.669	839.647	960.640
4-5 yıl içerisinde ödenecek	304.738	172.791	841.928	950.346
5 yıl ve üzeri ödenecek krediler	344.283	125.003	1.885.951	2.486.654
Toplam	5.601.886	6.640.604	7.898.071	8.833.706

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Uzun Vadeli Diğer Borçlar

Şirket'in uzun vadeli diğer borçları 2023 yıl sonunda 266.998 bin TL gerçekleşmiştir. 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %45,6 azalarak 145.126 bin TL seviyesine gerilemiştir. 2025 yıl sonu itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %94,0 artış göstererek 281.551 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Artışın sebebi, tecil edilmiş vergi borçlarından kaynaklanmakta olup, söz konusu borçlar ilgili mevzuat kapsamında yapılandırılmıştır. Söz konusu borçlar, belirlenen ödeme planı çerçevesinde vadelerinde ödenecektir. 31.03.2026 itibarıyla ise uzun vadeli diğer borçlar, 2025 yıl sonuna göre %76,7 azalarak 65.565 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışın temel sebebi, uzun vadeli diğer çeşitli borçlar kalemindeki azalıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Eğulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Uzun Vadeli Karşılıklar

Uzun vadeli karşılıklar; kıdem tazminatı karşılığından oluşmaktadır. Şirket'in uzun vadeli karşılıkları 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla 213.348 bin TL, 340.924 bin TL, 428.111 bin TL ve 453.715 bin TL'dir.

Özkaynaklar

Şirket'in 2023 yıl sonu itibarıyla 11.180.427 bin TL olan özkaynakları 2024 yıl sonunda 2023'e kıyasla %13,1 artarak 12.640.008 bin TL'ye yükselmiştir. 2023 yılı ile 2024 yılı karşılaştırıldığında 2024 yılındaki artışın temel nedeni, geçmiş yıl zararlarındaki azalış ve ilgili dönemde kaydedilen 4.296.829 bin TL tutarındaki net dönem kârının özkaynaklara ilavesidir. 2024 yıl sonuna oranla 2025 yılı itibarıyla özkaynaklar %23,1 artış ile 15.565.293 bin TL olmuştur. 2025 yılında özkaynaklarda gerçekleşen artışın ana unsuru 2.967.495 bin TL tutarındaki net dönem kârı ile geçmiş yıl zararının pozitife dönmesidir. 31.03.2026 itibarıyla ise özkaynaklar, 2025 yıl sonuna göre %0,2 artarak 15.590.464 bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar toplam kaynakların 2023, 2024, 2025 yıl sonları ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla %51,9, %51,8, %48,8 ve %51,8'ini oluşturmuştur. 31.12.2024 döneminde kısa vadeli yükümlülüklerdeki artışla birlikte, 31.12.2025 döneminde ise hem kısa vadeli hem uzun vadeli yükümlülüklerde yaşanan artışla birlikte toplam kaynaklar içerisindeki oran azalmıştır. 31.03.2026 itibarıyla ise kısa vadeli yükümlülüklerdeki azalışın etkisiyle özkaynakların toplam kaynaklar içerisindeki payı 2025 yıl sonuna göre artış göstermiştir.

Şirket'in ödenmiş sermayesi 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla 529.355 bin TL'dir. Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla önemli rasyoları aşağıda yer almaktadır.

Önemli Rasyolar	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Cari Oran: (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,52	1,36	1,37	1,72
Kaldıraç Oranı: (Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler/ Aktif Toplamı)	0,48	0,48	0,51	0,48
Özkaynaklar / Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,08	1,07	0,95	1,07

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Cari oran, kısa vadeli borçların ödenmesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir. Bu oranın 1 ve üzerinde olması Şirket'in Dönen Varlıkları ile Kısa Vadeli Yükümlülüklerini karşılayabildiğini gösterir. Şirket'in cari oranı 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla; 1,52 ve 1,36 olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket'in cari oranı 1,37'dir. 31.03.2026 itibarıyla ise Şirket'in cari oranı, kısa vadeli yükümlülüklerdeki azalışın etkisiyle 1,72 seviyesine yükselmiştir.

Kaldıraç oranı, varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Bu oran için belirli bir ideal olmamakla birlikte Şirket'in sermaye, gelir ve risk yapısına bağlı olarak kaldıraç oranı değişebilmektedir. Sermayesi yeterli, yüksek nakit üreten şirketlerde bu oranın %50'den yüksek olması beklenebilmektedir. Şirket'in kaldıraç oranı, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları itibarıyla sırasıyla 0,48, 0,48 ve 0,51'dir. 31.03.2026 itibarıyla ise kaldıraç oranı, kısa vadeli yükümlülüklerdeki azalışın etkisiyle 0,48 seviyesine gerilemiştir.

Özkaynaklar/Kısa ve Uzun vadeli yükümlülükler oranı, işletmenin özkaynaklarının kendi yükümlülüklerini karşıladığını göstermekte olup işletmenin finansal sağlığını ve borç ödeme kapasitesini değerlendirmek için kullanılır. Yıllara göre oranlar 2023 ve 2024 yılları itibarıyla sırasıyla; 1,08 ve 1,07 olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2025 tarihi itibarıyla ise özkaynaklar / kısa ve uzun vadeli yükümlülükler oranı 0,95'tir. 31.03.2026 itibarıyla ise söz konusu oran, yükümlülüklerdeki azalışın etkisiyle 1,07 seviyesine yükselmiştir.

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş 31 Mart 2026 tarihindeki satın alma gücü cinsinden konsolide kar zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

GELİR TABLOSU (bin TL)					
KAR VEYA ZARAR KISMI	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Hasılat	29.124.357	24.616.961	26.652.218	5.084.478	5.775.822
Satışların maliyeti (-)	(18.891.552)	(14.714.985)	(17.158.949)	(3.928.109)	(3.306.465)
Brüt kar	10.232.805	9.901.976	9.493.269	1.156.369	2.469.357
Genel yönetim giderleri (-)	(398.829)	(405.750)	(336.166)	(65.304)	(103.846)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(417.630)	(368.961)	(351.609)	(98.914)	(78.674)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	456.548	1.106.528	1.433.851	715.069	251.036
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(303.892)	(189.033)	(356.623)	(162.325)	(76.686)
Esas faaliyet karı	9.569.002	10.044.760	9.882.722	1.544.895	2.461.187
TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü zararı ve değer düşüklüğü zararlarının iptalleri	(596.231)	(353.869)	(445.578)	(147.717)	(81.735)
Finansman (giderleri) öncesi faaliyet karı	8.972.771	9.690.891	9.437.144	1.397.178	2.379.452
Finansal gelirler	341.599	254.556	458.981	69.772	218.872
Finansal giderler (-)	(1.873.208)	(2.162.979)	(3.471.207)	(1.013.222)	(1.023.638)
Parasal kazanç/kayıp	(3.198.507)	(3.106.583)	(2.475.371)	(554.167)	(1.242.468)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	4.242.655	4.675.885	3.949.547	(100.439)	332.218
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri / (gideri)	2.389.037	(379.056)	(982.052)	1.345.714	(299.403)
Dönem vergi gideri (-)	(196.425)	(180.243)	(452.137)	(105.820)	(125.578)
Ertelenmiş vergi (gideri)/geliri	2.585.462	(198.813)	(529.915)	1.451.534	(173.825)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	6.631.692	4.296.829	2.967.495	1.245.275	32.815
DÖNEM KARI/ZARARI	6.631.692	4.296.829	2.967.495	1.245.275	32.815
Pay başına kazanç	12,53	8,12	5,61	2,35	0,06

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Hasılat

Elektriğin mevcut durumda düşük maliyetli ve yüksek miktarlarda olarak depolanabilir bir stok olmamasından dolayı Şirket'in müşterilere satmış olduğu elektriğin alım ve satımı aynı anda olmakta ve buna göre kullanım anında satış ve maliyetler gerçekleşmektedir. Faturalamalar abonelerin elektrik kullanımını takiben ilgili ay sonlarında yapılmakta olup, Şirket yönetimi elektrik satışlarında, elektrik sayaçlarındaki okumaların ortalama 5-10 gün arası gecikmelerin, finansal tablolarında önemli bir etki yaratmayacağını her dönem sonu analiz ederek takip etmektedir. Abonelere yapılan elektrik satışından elde edilen hasılat iadeler düşüldükten sonraki değeri ile ölçülür. Hasılatın muhasebeleştirilmesi için ürünle ilgili risk ve faydaların abonelere transfer edilmiş olması gerekmektedir. Riskler ve faydaların transferi, abonelerin elektrik tüketimine bağlıdır.

Dağıtım Geliri

Dağıtım faaliyeti, elektrik enerjisinin 36 kV ve altındaki hatlar üzerinden naklini gerçekleştirmek için gerekli olan tesis ve şebekenin tesisi ile bu tesislerin işletilmesi ve bakımını kapsamaktadır. Dağıtım tarifeleri EPKn'nun 13. maddesi gereğince elektrik enerjisinin dağıtım tesisleri üzerinden naklinden yararlanan tüm gerçek ve tüzel kişilere eşit taraflar arasında fark gözetmeksizin uygulanacak dağıtım hizmetine ilişkin fiyatları, hükümleri ve şartları içermektedir. Dağıtım bedeli Elektrik Piyasası Tarifeler Yönetmeliği, Gelir ve Tarife Düzenlemesi Kapsamında Düzenlemeye Tabi Unsurlar ve Raporlamaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ve diğer ikincil mevzuat kapsamında belirlenmektedir. Dağıtım bedeli dağıtım sistem kullanım fiyatını kapsamakta olup dağıtım hizmeti sunabilmek için dağıtım sistemine ilişkin yatırım harcamaları, işletme ve bakım giderleri dikkate alınarak hesaplanan ve tüm dağıtım sistemi kullanıcılarından tahsil edilen bir bedeldir. Dağıtım bedeli enerjiye, perakende satış hizmetine, sayaç okumaya ve iletime ilişkin maliyetleri içermemektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Dağıtım Sistemi Geliri Düzenlenmesi hakkında Tebliğin Ek. 2 maddesi gereğince Kayıp Kaçak Bedeli dağıtım bölgesine giren elektrik miktarı ile hedeflenen kayıp kaçak oranı sonucunda bulunan enerji miktarı esas alınarak hesaplanmakta ve dağıtım geliri altında muhasebeleştirilmektedir.

Perakende Satış Geliri

Şirket ve bağlı ortaklıklarının perakende satış geliri; düzenlemeye tabi tüketicilere uygulanan ulusal tarife kapsamında gerçekleştirdiği elektrik satışlarından elde ettiği perakende satış geliri, serbest tüketicilere piyasa koşullarına göre belirlenen fiyatlar üzerinden gerçekleştirdiği satışlardan elde ettiği gelirler ile dağıtım genel aydınlatma satış hasılatından oluşmaktadır. Düzenlemeye tabi perakende satış geliri ve dağıtım genel aydınlatma satış hasılatı kapsamında uygulanan satış fiyatları, EPDK tarafından belirlenmekte olup, söz konusu gelirler esas itibarıyla enerji tedarik maliyetlerinin ve sistem kullanım bedellerinin nihai tüketiciye yansıtılmasına dayanmaktadır. Bu kapsamda oluşan gelirler, elektrik tedarik maliyet bedeli ile bu bedel üzerinden hesaplanan %2,38 oranındaki düzenlenmiş kâr marjını içermektedir. Serbest piyasada gerçekleştirilen satışlarda ise fiyatlar piyasa koşullarına göre belirlenmekte olup, Şirket ve bağlı ortaklıklarının bu kapsamdaki ticari marjı, enerji tedarik maliyetleri ile serbest piyasada oluşan perakende satış fiyatları arasındaki farktan kaynaklanmaktadır.

Hizmet imtiyaz sözleşmesinden elde edilen faiz geliri

Şirketin özelleştirme idaresi ile yapılan işletme hakkı devir sözleşmesi kapsamında VEDAŞ' ta yapılan yatırımlar TEDAŞ adına tescil ettirildiği için mülkiyeti VEDAŞ'a ait değildir. Hizmet imtiyaz anlaşmaları, TFRS Yorum 12 kapsamında, devlet veya diğer kamu sektörü işletmeleri tarafından sağlanan – yol yapımı, enerji dağıtımı, hastane veya okul yapımı gibi – işlemlerin özel işletmelere devri olarak tanımlanmaktadır. Şirket dağıtım operasyonları için devlet ile imzalamış olduğu hizmet imtiyaz sözleşmelerini TFRS Yorum 12 "İmtiyazlı Hizmet Anlaşmaları" ("TFRS Yorum 12") kapsamında finansal varlık olarak değerlendirmiş olup, uygulanan finansal model sonucunda oluşan varlıkları konsolide finansal tablolarında "İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar" olarak muhasebeleştirmiştir. Buna göre, dağıtım şebekesi ve yatırım yapma lisansı bir finansal varlık olarak muhasebeleştirmektedir.

VEDAŞ finansal varlığı, önceden yapılmış ve her yıl yapılacak yatırım harcamalarına istinaden proje süresince ve gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen nakit girişlerini etkin faiz oranı yöntemine göre iskonto ederek hesapladığı iç verim oranı üzerinden finansal varlığın değerini hesaplamakta ve İVO ile hesapladığı geliri "hizmet imtiyaz sözleşmelerinden elde edilen faiz geliri" olarak gelir tablosunda muhasebeleştirmektedir. Faiz geliri, kalan anapara bakiyesi ile beklenen ömrü boyunca ilgili finansal varlıktan elde edilecek tahmini nakit girişlerini söz konusu varlığın kayıtlı değerine indirgeyen efektif faiz oranı nispetinde ilgili dönemde tahakkuk ettirilir. İmtiyaz anlaşmalarından alacaklar üzerinden elde edilen faiz gelirleri etkin faiz metodu kullanılarak muhasebeleştirilir. VEDAŞ, İVO'ya göre hesapladığı geliri "Hizmet imtiyaz sözleşmesinden elde edilen faiz geliri" olarak kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda muhasebeleştirmektedir. Dağıtım şirketleri için ana gelir kaynağı, dağıtım şebekesinin geliştirilmesi ve bakımı ile ilgili olarak yapılacak yatırımlara ilişkin elde edilecek gelirlerdir.

VEDAŞ, hizmet imtiyaz sözleşmelerine göre imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlık ve imtiyaz sözleşmelerinden elde edilen finansal gelir bakiyelerini EPDK tarafından açıklanan tarifeler üzerinden oluşturulan nakit akışlarına göre belirlemektedir. Şirket'in ikinci (2011 - 2015), üçüncü (2016 – 2020) ve dördüncü (2021-2025) tarife dönemleri boyunca elde edeceği dağıtım gelirleri gereksinimi, EPDK tarafından 2010, 2015 ve 2020 yıllarında yayımlanan ilgili tarifeler göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Söz konusu tarifeler enflasyon oranına göre yıllık olarak revize edilmektedir.

Yatırım harcamaları hasılatı

TFRS Yorum 12'nin kapsamına giren sözleşmeye dayalı anlaşmaların şartları uyarınca VEDAŞ, bir hizmet sunucusu olarak hareket eder ve bir kamu hizmetinin sunulması için kullanılan altyapıyı inşa eder veya yeniler (inşaat veya yenileme hizmetleri) ve belirlenen dönem boyunca bu altyapıyı işletir ve altyapının bakımını (işletme hizmetleri) gerçekleştirir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Yatırım harcamaları hasılatı gelir tablosunda VEDAŞ'ın ilgili dönemde EPDK bütçesine karşılık altyapı inşaatı, yenileme ve altyapının bakımı kapsamında gerçekleştirmiş olduğu yatırım harcamalarından oluşmaktadır. VEDAŞ'ın gerçekleşen yatırım harcamaları uyarınca geliştirilen dağıtım şebekesi, VEDAŞ'ın değil, yasal olarak TEDAŞ'ın mülkiyetinde bulunmaktadır, dolayısıyla yatırım harcamaları ve yatırım harcamaları maliyeti olarak gelir tablosunda gelir ve gider yönlü aynı tutarda brüt olarak gösterilmektedir.

Sistem Kullanım Geliri:

Sistem Kullanım Geliri, VEDAŞ'ın iletim sistemini kullanması karşılığında, EPDK tarafından belirlenen iletim tarifeleri dikkate alınarak, dağıtım tarifesi kapsamında elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Söz konusu hasılat, aynı şekilde iletim sistemi operatörü olan TEİAŞ'a aktarılmaktadır. Bu nedenle, Sistem kullanım geliri eş zamanlı olarak bir maliyet unsuru olarak da kaydedilmekte ve "Satışların Maliyeti" bölümünde gösterilmektedir.

Şirket'in 2023 yılında 29.124.357 bin TL olan hasılatı 2024 yılında 2023 yılına göre %15,5 oranında düşüşle 24.616.961 bin TL'ye gerilemiştir. Bu gerilemenin sebebi EPDK tarife hesaplama metodolojisi gereği perakende satış gelirlerinin maliyetlerinde meydana gelen düşüş yönlü eğilimin gelirleri etkilenmesinden kaynaklanmaktadır. Yaşanan gerilemenin sebebi perakende satış gelirlerinin maliyetlerinde meydana gelen düşüş yönlü eğilimin gelirleri etkilenmesinden kaynaklanmaktadır. 2025 yılında net satışlar 2024 yılına göre %8,3 artarak 26.652.218 bin TL'ye yükselmiştir. Söz konusu dönemdeki artış, dağıtım gelirleri ile yatırım harcamaları hasılat kalemlerinde gerçekleşen yükselişten kaynaklanmaktadır. Dağıtım gelirlerindeki değişim ise, gelir tavanı uygulaması çerçevesinde gelir gereksinimi ve yatırım tutarında yaşanan artıştan kaynaklanmıştır. 31.03.2025 itibarıyla 5.084.478 bin TL olarak gerçekleşen satışlar 2026 yılının aynı döneminde %13,6 artarak 5.775.822 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Artışın temel nedeni, dağıtım gelirlerindeki yükseliş ile gerçekleşen yatırım harcamalarındaki artıştır.

Şirket'in satış gelirleri kırılımı, dağıtım gelirleri, sistem kullanım geliri, yatırımlardan kaynaklanan gelirler, hizmet imtiyaz sözleşmesinden elde edilen faiz gelirleri ve perakende satış gelirinden oluşmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise dağıtım gelirleri %42,9 olarak gerçekleşmiştir. Dağıtım gelirinin ardından ikinci sırada %23,4 ile perakende satış geliri ve üçüncü sırada ise %17,5 ile hizmet imtiyaz sözleşmesinden elde edilen faiz gelirleri gelmektedir. Yatırımdan harcama hasılatı ve sistem kullanım giderleri ise sırasıyla %13,1 ve %3,1 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in hasılatının ürün grubu bazında detayı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Net Hasılat (bin TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Dağıtım gelirleri	9.411.171	9.979.256	12.496.712	2.015.887	2.477.124
Perakende satış geliri	11.798.210	6.984.186	5.558.503	1.697.258	1.351.201
Hizmet imtiyaz sözleşmesinden elde edilen faiz geliri (Not 6)	3.191.844	3.030.594	3.682.835	737.462	1.009.853
Yatırımdan harcamaları hasılatı	3.818.888	3.740.955	4.335.436	436.392	756.875
Sistem kullanım gelirleri	904.244	881.970	578.732	197.479	180.769
Hasılat	29.124.357	24.616.961	26.652.218	5.084.478	5.775.822

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satışların Maliyeti

Şirket'in 2023 yılında 18.891.552 bin TL olan satışların maliyeti 2024 yılında %22,1 azalarak 14.714.985 bin TL'ye gerilemiştir. 2025 yılında bir önceki yıla göre %16,6'lık artışla 17.158.949 bin TL'ye yükselmiştir. 31.03.2026 itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,8 azaralak 3.928.109 TL'den 3.306.465 TL'ye gerilemiştir. Satışların maliyetini oluşturan en önemli kalem enerji bedeli olup, enerji maliyetleri birim fiyatlara göre değişkenlik göstermektedir. Enerji bedeli, 2023, 2024, 2025 yıl sonları, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla sırasıyla satışların maliyetinin %61,1'ini, %47,9'unu, %39,2'sini, %60,2'sini ve %42,5'ini oluşturmaktadır. Söz konusu gerileme perakende şirketinin enerji teminindeki birim fiyat değişikliklerinden kaynaklanmaktadır. Satışların maliyetini

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

oluşturan başlıca diğer kalemler ise yatırım maliyetleri, personel giderleri, sistem kullanım giderleri ve bakım onarım maliyetleridir.

Satışların Maliyeti (bin TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Enerji bedeli	11.551.726	7.051.993	6.722.517	2.363.510	1.403.718
Yatırım harcamaları	3.818.888	3.740.955	4.335.436	436.392	756.875
Personel giderleri	1.035.951	1.019.264	2.386.968	542.923	655.656
Sistem kullanım gideri	904.244	881.970	578.732	197.479	180.769
Bakım onarım gideri	873.706	1.194.565	2.283.200	114.487	61.759
Malzeme giderleri	127.039	195.470	101.572	16.657	38.406
Hukuk gideri	36.729	73.912	95.739	31.450	27.692
Güvenlik gideri	58.470	76.304	74.326	24.725	20.793
Vergi,resim,harç gideri	75.603	55.275	139.590	8.573	17.884
Çağrı merkezi gideri	39.957	55.617	55.913	15.471	14.603
Dışardan sağlanan hizmetler	80.389	78.862	89.937	31.220	14.338
Sigorta gideri	34.015	50.157	36.901	17.666	12.757
Araç giderleri	51.510	7.955	32.652	8.356	6.356
Bilgi işlem giderleri	46.159	60.048	65.512	17.055	3.909
Sayaç okuma giderleri	118.971	142.749	86.003	46.989	1.907
Diğer	38.195	29.889	73.951	55.156	89.043
Toplam	18.891.552	14.714.985	17.158.949	3.928.109	3.306.465

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Brüt Kar

Şirket'in 2023 yılında 10.232.805 bin TL olan brüt karı 2024 yılında da %3,2'lik azalışla 9.901.976 bin TL'ye gerilemiştir. 2025 yılında ise %4,1 azalış ile 9.493.269 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2026 itibarıyla ise geçen yılın aynı finansal dönemine göre %113,5 artarak 1.156.369 bin TL'den 2.469.357 bin TL'ye yükselmiştir. İzahnamede yer alması gereken finansal tablolar itibarıyla brüt kâr marjı 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla %35,1, %40,2 ve %35,6, %22,7 ve %42,8'dir.

2023 yılında brüt kar kaleminde meydana gelen düşüşün temel sebebi Şirket'in perakende satış faaliyetleri kapsamında elde ettiği gelirler, düzenlemeye tabi tarife mekanizması çerçevesinde, maliyet unsurları üzerine belirli bir kâr marjı (mevcut durumda maliyet + %2,38 katsayısı esas alınarak) uygulanması suretiyle hesaplanmaktadır. Bu kapsamda perakende şirketinin elektrik tedarik maliyetinde meydana gelen değişiklikler, satış tarifesine yansıtılmakta olup, maliyetlerde meydana gelen azalışlar hasılatın da aynı doğrultuda azalmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla perakende faaliyetlerinde hasılat ile maliyetler arasında doğrudan ve paralel bir ilişki bulunmaktadır.

Buna karşılık dağıtım faaliyetleri kapsamındaki gelirler, ilgili mevzuat çerçevesinde belirlenen gelir tavanı esasına dayanmaktadır. Dağıtım şirketinin maliyet yapısı ağırlıklı olarak elektrik alım maliyeti ile operasyonel giderlerden oluşmakta olup, söz konusu maliyet kalemleri hasılatı doğrudan etkilemektedir. Gelir tavanı düzenleyici otorite tarafından önceden belirlenmekte ve belirli dönemler itibarıyla güncellenmektedir. Bu nedenle dağıtım faaliyetlerinde hasılat ile maliyetler arasında perakende faaliyetlerinde olduğu gibi doğrudan ve birebir bir korelasyon bulunmamaktadır. Aralık 2025 ve Mart 2026 yılında brüt karda yaşanan artışın sebebi dağıtım şirketinin gelir gereksinimin ve yatırım tutarının artmasından kaynaklanmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in 2023 yılında 398.829 bin TL olan genel yönetim giderleri 2024 %1,7 artarak 405.750 bin TL'ye yükselmiştir. 2024 yılındaki artışın ana sebebi amortisman giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. 2025 döneminde ise %17,1 azalarak 336.166 bin TL olmuştur. Azalışın en önemli sebepleri

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

amortismandaki, personel giderlerindeki ve Ar-Ge giderlerindeki azalıştır. Amortisman giderlerindeki azalış, 2024 yılında Lina'da bulunan taşıtların satışından kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %59 artarak 65.304 bin TL'den 103.846 bin TL'ye yükselmiştir. Artışın en önemli sebebi amortisman giderleri ve personel sayısındaki artış sebebi ile personel giderlerindeki artıştır.

Genel Yönetim Giderleri (bin TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Amortisman giderleri	71.605	161.577	118.433	17.215	31.797
Seyahat giderleri	74.682	62.910	54.919	20.084	16.758
Personel giderleri	164.486	66.673	49.789	4.997	20.105
Ar-ge giderleri	45.152	42.909	37.336	5.152	18.970
Araç kira giderleri	7.847	11.166	27.264	7.989	4.614
Danışmanlık giderleri	13.509	15.791	19.466	-	5.900
Bina kira giderleri	14.918	29.355	13.216	610	3.831
Diğer	6.630	15.369	15.743	9.257	1.871
Toplam	398.829	405.750	336.166	65.304	103.846

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in 2023 yılında 417.630 bin TL olan pazarlama giderleri, 2024 yılında 2023 yılına kıyasla %11,7 azalarak 368.961 bin TL'ye düşmüştür. 2024 yılındaki azalışın başlıca sebebi satış giderlerindeki ve vergi, resim, harç giderlerindeki azalışlardır. 2025 yılında ise 2024 yılına kıyasla %4,7 azalarak 351.609 bin TL olmuştur. 31.03.2026 itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %20,5 azalarak 98.914 bin TL'den 78.674 bin TL'ye gerilemiştir. Diğer pazarlama giderleri, satış ve dağıtım giderleri kalemleri, bilgi-işlem ve ulaştırma giderleri, lisans bedelleri, filo giderleri, ilan ve reklam giderlerinden oluşmaktadır.

Pazarlama Giderleri (bin TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Personel giderleri	128.774	134.827	87.146	37.547	37.888
IT giderleri	53.319	53.949	46.817	12.347	12.040
Vergi,resim,harç gideri	15.240	10.313	24.171	9.455	4.831
Hukuk gideri	6.037	6.283	19.416	3.870	3.892
Satış giderleri	54.093	36.593	16.113	3.178	3.512
Araç ve bina kira giderleri	14.519	10.955	14.710	3.084	2.611
Tahsilat gideri	33.095	49.176	41.361	6.010	2.545
Çağrı merkezi gideri	56.855	19.290	11.019	6.316	2.063
Güvenlik gideri	3.186	4.484	5.041	1.790	1.577
Danışmanlık gideri	7.985	8.917	5.859	1.196	885
Sponsorluk gideri	24.275	17.592	57.036	2.136	-
Diğer	20.252	16.582	22.920	11.985	6.830
Toplam	417.630	368.961	351.609	98.914	78.674

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

2023 yılında 456.548 bin TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirler 2024 yılında 2023 yılına kıyasla %142,4 artışla 1.106.528 bin TL'ye yükselmiştir. 2024 yılındaki artışın sebebi ise sabit kıymet demirbaş satış gelirinden ve tarife alacaklarına ilişkin faiz gelirinden kaynaklanmaktadır. 2025 yılında ise bir önceki yıla göre %29,6 artarak 1.433.851 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın temel sebebi tarife alacaklarına ilişkin faiz gelirinde yaşanan artıştır. 31.03.2026 itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %64,9 azalarak 715.069 bin TL'den 251.036 bin TL'ye gerilemiştir. Bu azalışın sebebi tarife alacaklarına ilişkin faiz gelirlerindeki azalış ve elektrik gecikme zammı gelirlerindeki azalıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirlerini ticari alacaklardan faiz gelirleri, elektrik gecikme zammı gelirleri, şüpheli ticari alacaklardan tahsilatlar, hurda satış gelirleri, icra ve mahkeme gelirleri ve sabit kıymet satış karı diğer gelirler oluşturmuştur. Diğer Gelirleri oluşturan başlıca kalemler, ticari alacaklara ilişkin kambiyo karı ve sayaç bakım muayene gelirleridir.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler (bin TL)	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Tarife alacaklarına ilişkin faiz geliri	-	271.749	860.256	478.898	182.634
Elektrik gecikme zammı gelirleri	128.675	234.656	305.241	141.604	18.283
Şüpheli ticari alacaklardan tahsilatlar	253.302	192.585	122.604	43.028	31.299
Hurda satış gelirleri	66.170	103.674	69.497	14.511	2.846
İcra ve mahkeme gelirleri	399	11.098	15.760	5791	3123
Sabit kıymet satış karı	-	287.037	-	-	-
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	8.002	5.729	60.493	31.237	12.851
Toplam	456.548	1.106.528	1.433.851	715.069	251.036

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in esas faaliyetlerden giderleri ağırlıkla ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkları, dava karşılık giderleri ve ceza giderleri oluşturmuştur. Şirket'in 2023 yılında 303.892 bin TL olan esas faaliyetlerden 2024 yılında %37,8 azalarak 189.033 bin TL'ye düşmüştür. Azalışın sebebi tarife alacaklarına ilişkin faiz gideri ile bağış ve yardımların 2024 yılı içerinde yer almamasındır. 2025 yılında ise %88,7 yükselerek 356.623 bin TL'ye yükselmiştir. Artış, dava karşılık giderleri ve ceza giderlerinden kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %52,8 azalarak 162.325 bin TL'den 76.686 bin TL'ye gerilemiştir. Azalış dava karşılık giderleri ve ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı giderlerindeki azalıştan kaynaklanmıştır.

Esas faaliyetlerden diğer giderler	01.01.2023-31.12.2023	01.01.2024-31.12.2024	01.01.2025-31.12.2025	01.01.2025-31.03.2025	01.01.2026-31.03.2026
Ceza giderleri	47.383	66.868	190.401	31.207	55.796
Dava karşılık giderleri	17.408	48.906	79.662	77.418	11.038
Ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkları	87.822	63.813	49.950	46.945	5.020
Bağış ve yardımlar	13.308	-	10.482	-	-
Tarife alacaklarına ilişkin faiz gideri	134.269	-	-	-	-
Diğer	3.702	9.446	26.128	6.755	4.832
Toplam	303.892	189.033	356.623	162.325	76.686

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Esas Faaliyet Karı

Şirket'in esas faaliyet karı, 2024 yılında bir önceki yıla göre %5 artarak 9.569.002 bin TL'den 10.044.760 bin TL'ye çıkmıştır. 2025 yılında ise %1,6 azalarak 9.882.722 bin TL'ye gerilemiştir. 31.03.2026 itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %59,3 artarak 1.544.895 bin TL'den 2.461.187 bin TL'ye yükselmiştir. Şirket'in esas faaliyet kâr marjı 2023, 2024, 2025 yılları ve 31.03.2025 ve 31.03.2026 için sırasıyla %32,9, %40,8, 37,1, %30,4 ve %42,6'dır.

TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü

Değer düşüklüğü, ilk defa finansal tablolara alınmasından bu yana kredi riskinde önemli artışlar olan tüm finansal araçlar için bireysel ya da toplu olarak makul ve ileriye yönelik olanlar da dâhil desteklenebilir tüm bilgiler dikkate alınarak ömür boyu beklenen kredi zararlarının finansal tablolara alınmasıdır. Bu doğrultuda Şirket'in TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü 31.12.2025

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemleri için sırasıyla 596.231 bin TL, 353.869 bin TL, 445.578 bin TL, 147.717 bin TL ve 81.735 bin TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili kalemde 2023'e kıyasla 2024 yılında ve Mart 2025'e kıyasla Mart 2026 yılında tahsilat oranlarındaki iyileşmeye bağlı olarak ticari alacaklar için hesaplanan değer düşüklüğü azalmıştır.

Finansal Gelirler

Şirket'in finansal gelirleri; faiz gelirleri ve ilişkili taraflardan faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Finansal gelirler; 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemleri için sırasıyla 341.599 bin TL, 254.556 bin TL, 458.981 bin TL, 69.772 bin TL ve 218.872 bin TL'dir.

Finansal Giderler

Şirket'in finansal giderleri; faiz giderleri, kur farkı giderleri ile masraf, komisyon giderlerinden oluşmaktadır. Finansal giderler; 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemleri için sırasıyla 1.873.208 bin TL, 2.162.979 bin TL, 3.471.207 bin TL, 1.013.222 bin TL ve 1.023.638 bin TL'dir. Finansman giderlerindeki artışın başlıca sebebi krediler son çeyrekte kullanıldığı için kümülatif kredi faiz giderleri mütakip döeneme yansıtılmaktadır.

Net Para**sal (Kayıp) / Kazanç**

TFRS'leri uygulayan işletmeler, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından 23 Kasım 2023 tarihinde yapılan açıklamayla birlikte, 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarından itibaren TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardına göre enflasyon muhasebesi uygulamaya başlamıştır. TMS 29, geçerli para birimi yüksek enflasyonlu bir ekonominin para birimi olan işletmelerin, finansal tabloları da dahil olmak üzere, finansal tablolarında uygulanmaktadır. Net parasal pozisyon kazanç ya da kaybı, parasal olmayan kalemlerin, özkaynakların, kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosundaki kalemlerin ve endekse bağlı parasal varlık ve yükümlülüklerin düzeltme farklarından elde edilmiştir.

Enflasyon döneminde, parasal yükümlülüklerden daha yüksek tutarda parasal varlık taşıyan işletmelerin satın alma gücü zayıflarken, parasal varlıklardan daha yüksek tutarda parasal yükümlülük taşıyan işletmelerin satın alma gücü artış göstermektedir. Şirket'in Bağımsız Denetim Raporu'na konu olan 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemleri için sırasıyla 3.198.507 bin TL, 3.106.583 bin TL, 2.475.371 bin TL, 554.167 bin TL ve 1.242.468 bin TL parasal kayıp oluşmuştur.

Vergi Geliri / Gideri

Şirket'in vergi gelir/giderleri; dönem vergi gideri ve ertelenmiş vergi giderinden oluşmaktadır. Şirket'in vergi gelirleri 31.12.2023 döneminde 2.389.037 bin TL olarak gerçekleşmiş olup, 31.12.2024 ve 31.12.2025 dönemlerinde ise sırasıyla 379.056 bin TL ve 982.052 bin TL gider olarak raporlanmıştır. 31.03.2025 itibarıyla ise 1.345.714 bin TL vergi geliri raporlanırken 31.03.2026 itibarıyla 299.403 bin TL vergi gideri raporlanmıştır.

Net Kar

Şirket'in 2023 yılında 6.631.692 bin TL olan net dönem karı, 2024 yılında 2023 yılına kıyasla %35,2 azalışla 4.296.829 bin TL'ye gerilemiştir. 2024 yılındaki düşüşün sebebi ertelenmiş vergi gideridir. 2025 yılında ise %30,9 azalarak 2.967.495 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Yaşanan düşüşün temel sebebi finansman giderleri kaleminden kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %97,4 azalarak 1.245.275 bin TL'den 32.815 bin TL'ye gerilemiştir. Yaşanan düşüşün sebebi esas faaliyetlerden diğer gelirler ve ertelenmiş vergi gideridir. Net kâr marjı ise 2023, 2024, 2025 yıl sonları, 31.03.2025 ve 31.03.2026 itibarıyla sırasıyla %22,8, %17,5, %11,2, %24,5 ve %0,6 olmuştur.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F/2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

5. **Değe**rleme

5.1. **Değerleme Yöntemleri**

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

- **Pazar Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 20.1. maddesi uyarınca pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.
- **Gelir Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 40.1. maddesi uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.
- **Maliyet Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 60.1. maddesi uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Şirket'in kuruluş döneminde olmaması ve bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı dikkate alınmış ancak değer tespitinde kullanılmamıştır. Diğer yandan, Şirket Özsermaye Değerinin tespitinde piyasa katılımcıları tarafından sıkça kullanılan "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. Halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması nedeniyle değer tespitinde "Pazar Yaklaşımı" bir diğer yöntem olarak kullanılmış, bu kapsamda "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

5.1.1. **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi**

Elektrik dağıtım ve regüle olan perakende satış faaliyetleri, doğal tekel niteliği taşıyan ve rekabetçi piyasa koşullarının tam olarak oluşmasının mümkün olmadığı alanlar arasında yer almaktadır. Bu nedenle söz konusu faaliyetlerde fiyatlama mekanizması serbest piyasa dinamiklerine bırakılmamış, kamu otoritesi tarafından düzenlenmiştir. Türkiye'de elektrik piyasasında tarife düzenleme yetkisi Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından kullanılmaktadır. EPDK, serbest olmayan tüketicilere yönelik olarak bağlantı tarifeleri, iletim tarifeleri, toptan satış tarifeleri, dağıtım tarifeleri ve perakende satış tarifelerini belirlemektedir. Bu düzenleyici çerçevenin temel amacı, şirketlerin etkin ve sürdürülebilir biçimde faaliyet göstermesini sağlamak, yatırım teşvikini korumak ve aynı zamanda tüketicilerin aşırı fiyatlandırmaya maruz kalmasını engellemektir.

2013 yılında yürürlüğe giren yeni Elektrik Piyasası Kanunu ile birlikte tarife yapısında kapsamlı bir dönüşüm süreci başlatılmış, 2015 yılı itibarıyla tarife bileşenleri sadeleştirilerek yeniden yapılandırılmıştır. Bu kapsamda nihai tüketici tarifesi, aktif enerji bedeli ve dağıtım bedeli olmak üzere iki ana bileşene ayrılmıştır. Aktif enerji bedeli, piyasada arz edilen elektriğin ağırlıklı ortalama maliyetini yansıtırken; dağıtım bedeli, dağıtım ve iletim faaliyetleri ile teknik ve teknik olmayan kayıp enerji maliyetlerini içeren şebeke kullanım bedelini temsil etmektedir. Ayrıca piyasa işletim faaliyetlerinin EPİAŞ bünyesinde yapılandırılması ve son kaynak tedarik tarifesi uygulamasının devreye alınması gibi düzenlemelerle tarife yapısı daha şeffaf ve izlenebilir hale getirilmiştir. Perakende hizmet maliyetleri perakende tarifesi altında, sayaç maliyetleri ise dağıtım tarifesi kapsamında konsolide edilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 39 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Türkiye elektrik piyasasında tarife düzenlemeleri, uygulama dönemleri itibarıyla kurgulanmaktadır. Birinci uygulama dönemi 2006-2010 yıllarını kapsamakta olup, bu dönemde ulusal tarife yapısının hukuki altyapısı oluşturulmuştur. İkinci uygulama dönemi olan 2011-2015 yılları arasında dağıtım şirketlerinin özelleştirilme süreci tamamlanmış ve sektör yapısal olarak özel sektör ağırlıklı hale gelmiştir. Üçüncü uygulama dönemi olan 2016-2020 döneminde yaklaşık 40 milyar TL tutarında yatırım gerçekleştirilmiş, bu yatırımların önemli bir kısmı SCADA, Coğrafi Bilgi Sistemleri (GIS) ve dağıtım yönetim sistemleri gibi teknolojik altyapı projelerine yönlendirilmiştir. Kalite faktörü uygulaması, izleme mekanizmalarının yetersizliği nedeniyle başlangıçta ertelenmiş, 2018 yılı itibarıyla fiilen uygulanmaya başlanmıştır.

2021-2025 dönemini kapsayan dördüncü uygulama döneminde ise yaklaşık 67 milyar TL tutarında yatırım öngörülmüş ve kalite regülasyonu EPDK açısından öncelikli politika alanı haline getirilmiştir. Bu kapsamda bakım-onarım bütçeleri artırılmış, şebeke bakım bütçesi yaklaşık 10,5 milyar TL olarak onaylanmış ve Ar-Ge bütçesinin toplam OPEX içindeki payı %1'den %2'ye yükseltilmiştir. Bu düzenlemeler, dağıtım şirketlerinin hizmet sürekliliği, arz güvenliği ve müşteri memnuniyetine dayalı performanslarının finansal sonuçlara yansımasını sağlayan bir yapı oluşturmuştur.

Perakende satış tarifesi, görevli tedarik şirketlerinin serbest olmayan tüketicilere enerji satışına ilişkin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli maliyetler üzerinden belirlenmektedir. Bu kapsamda perakende satış tarifesi; enerji maliyetleri, işletme giderleri, faaliyetlerden kaynaklanan diğer maliyetler ile belirlenen brüt kâr marjı (%2,38) dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Bu yapı, perakende faaliyetinin regüle edilmiş bir ticari faaliyet olarak kârlılığının sınırlandığını göstermektedir. Perakende satış tarifesi, görevli tedarik şirketlerinin serbest olmayan tüketicilere yönelik elektrik enerjisi satış faaliyetlerini finansal sürdürülebilirlik içinde yürütebilmelerini teminen, öngörülebilir ve regüle edilmiş bir maliyet + getiri çerçevesi üzerinden belirlenmektedir. Bu kapsamda perakende satış tarifesi; enerji maliyetleri, işletme giderleri, faaliyetlerden kaynaklanan diğer maliyetler ile belirlenen brüt kâr marjı (%2,38) dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Dolayısıyla, görevli tedarik şirketlerinin perakende satış faaliyetleri kapsamında maruz kaldıkları tahsilat riski;

- Serbest piyasa koşullarında olduğu gibi sınırsız bir ticari risk niteliği taşımamakta,
- Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu tarafından belirlenen tarife yapısı içinde regüle edilmekte,

Şirket kârlılığı üzerinde öngörülemez ve yapısal bir baskı unsuru oluşturmamaktadır.
Bu tarife yapısı içerisinde, görevli tedarik şirketlerinin faaliyetlerinden kaynaklanan tahsilat riski ve benzeri ticari riskler, regülasyon tarafından tarife bileşenleri içine dâhil edilmekte ve şirketlerin kontrolü dışında gelişen ödeme gecikmeleri ve tahsil edilememe riskleri sistematik olarak fiyatlama mekanizması içinde karşılanmaktadır.

Dağıtım tarifesi ise dağıtım şirketlerinin faaliyetlerini yürütebilmeleri için gerekli olan toplam gelir ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak belirlenir. Dağıtım tarifesi, sistem işletim gelir tavanı ile kayıp enerji gelir tavanının toplamından oluşmaktadır. Bu kapsamda dağıtım faaliyetinin yürütülmesi için gerekli olan sermaye harcamaları (CAPEX), bu yatırımların itfa payları, varlık tabanı (Regulatory Asset Base – RAB) üzerinden hesaplanan makul getiri ve işletme giderleri dikkate alınmaktadır. İşletme giderleri; sabit giderler, değişken giderler, planlı bakım-onarım giderleri, kontrol edilemeyen giderler (iletim tarifesi giderleri dahil), Ar-Ge giderleri ve kayıp enerji tedarik maliyetlerinden oluşmaktadır. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından her tarife dönemi için elektrik dağıtım şirketlerine hedef kayıp oranı tanımlanmaktadır. Bu oran, şirketin şebekesindeki teknik ve teknik olmayan kayıpları yönetme performansına ilişkin regüle edilmiş bir verimlilik hedefidir. Şirketin fiili kayıp oranı, EPDK tarafından belirlenen hedef kayıp oranını aşmadığı sürece:

- İlgili kayıp tutarları tarife kapsamında kabul edilir,
- Tüketiciye yansıtılır,
- Şirket açısından ek bir finansal yük oluşmaz.
- Bu yapı, dağıtım şirketlerine öngörülebilir ve sürdürülebilir bir gelir zemini sağlar.

Şirketin fiili kayıp oranı, belirlenen hedefin üzerinde gerçekleşirse:

- Hedefi aşan kayıp tutarları tarife dışı bırakılır,
- Bu tutarlar şirket tarafından karşılanır,
- Dolayısıyla doğrudan kârlılığı aşağı çeken bir unsur haline gelir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Bu durum, zayıf şebeke yönetimi ve yetersiz denetimin finansal karşılığının şirket üzerinde kalmasını sağlar.

Şirketin fiili kayıp oranı, belirlenen hedefin altında gerçekleştiği durumda ise teşvik mekanizması devreye girer:

- Hedef ile gerçekleşen kayıp oranı arasındaki pozitif fark,
- Regülasyon çerçevesinde tanımlanan katsayılar üzerinden finansal teşvike dönüştürülür,
- Bu teşvik, şirketin izin verilen gelirine (allowed revenue) ilave edilir.

Bu mekanizma, kayıp-kaçak yönetimini yalnızca bir maliyet kalemi olmaktan çıkarıp aktif bir değer yaratım unsuruna dönüştürmektedir.

Elektrik dağıtım faaliyeti, klasik anlamda "mal veya enerji satışı" yapılan bir ticari faaliyet değildir. Dağıtım şirketleri, elektrik enerjisini nihai tüketiciye satmaz; yalnızca dağıtım şebekesinin işletilmesi, bakım-onarımı ve yatırımların gerçekleştirilmesi karşılığında şebeke kullanım hizmeti sunar. Bu kapsamda dağıtım şirketlerinin geliri, tüketiciden doğrudan tahsilata değil, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu tarafından belirlenen izin verilen gelir (allowed revenue) mekanizmasına dayanmaktadır.

Dağıtım bedeli, nihai tüketici faturasında yer almakla birlikte faturanın düzenlenmesi, tahsilatın yapılması, ödeme gecikmeleri ve tahsil edilememe durumları dağıtım şirketinin sorumluluğunda değildir. Bu süreç, görevli tedarik şirketleri aracılığıyla yürütülmektedir.
Dolayısıyla dağıtım şirketi açısından "müşteri ödeme yapmadı" riski bulunmaz, nakit tahsilat performansı operasyonel bir belirsizlik yaratmaz.

Dağıtım şirketlerinin gelirleri bireysel tüketicilerin ödeme davranışlarına değil, EPDK tarafından belirlenen tarife dönemleri ve gelir tavanına bağlıdır.

Bu yapı sayesinde tahsil edilemeyen faturalar, dağıtım şirketinin gelirini azaltan bir unsur haline gelmez. Yani dağıtım tarafında kredi riski / tahsilat riski kavramsal olarak yoktur. Dağıtım şirketlerinin şebeke yatırımları (CAPEX), işletme giderleri (OPEX), makul getiri (allowed return) tarife mekanizması kapsamında tanımlandığından, şirketin faaliyetlerinden doğan nakit akımı regülasyon tarafından güvence altına alınmıştır.
Bu çerçevede dağıtım faaliyeti serbest piyasa ticareti değil, regüle edilmiş altyapı hizmeti niteliği taşımaktadır.

Ulusal tarife yapısı çerçevesinde son kullanıcılar; sanayi, ticarethane, mesken, tarımsal sulama ve aydınlatma müşteri grupları şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bu gruplar için belirlenen tarifeler enerji bedeli, dağıtım bedeli, perakende satış hizmet bedeli ve iletim bedelini içermektedir. Nihai olarak, piyasadaki tüm oyuncuların gelir ihtiyacı son kullanıcılardan tahsil edilmekte olup, şirketlere kamu bütçesinden doğrudan bir transfer yapılmamaktadır. Tüketici tarifelerinde yapılan güncellemeler çeyreklik veya aylık olarak EPDK tarafından ilan edilmektedir.
Dağıtım sisteminin kullanımına ilişkin bedeller; bağlantı şekline, tüketim miktarına ve kullanım amacına göre farklılaşabilmektedir. Bu bedellerin belirlenmesinde dağıtım faaliyetinin yürütülmesi için gerekli yatırım harcamaları, bu yatırımlar üzerinden sağlanan makul getiri, bakım ve onarım giderleri, teknik ve teknik olmayan kayıp maliyetleri, sayaç okuma, açma-kesme, reaktif enerji maliyetleri ve iletim tarifesi kapsamında ödenen tutarlar dikkate alınmaktadır. Perakende satış fiyatı da benzer şekilde görevli tedarik şirketlerinin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli maliyetler, amortismanlar, müşteri hizmetleri, faturalama ve risk maliyetleri ile sınırlı bir brüt kâr marjı esas alınarak oluşturulmaktadır.

Bu düzenleyici yapı çerçevesinde elektrik dağıtım ve perakende satış şirketlerinin nakit akışları, serbest piyasa koşullarında faaliyet gösteren şirketlere kıyasla yüksek öngörülebilirlik ve istikrar göstermektedir. Bu durum, söz konusu şirketlerin değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA / DCF) yönteminin kullanılmasını metodolojik açıdan uygun ve güçlü hale getirmektedir.

Şirket'in dağıtım ve satış lisans süresinin 2042 yılına kadar olması nedeniyle İNA Yöntemi kapsamında 2026-2042 dönemi "Projeksiyon Dönemi" olarak dikkate alınmıştır. Şirket'in faaliyetleri 2042 yılında sona ermekle birlikte, TFRS 12 kapsamında muhasebeleştirilen finansal varlıklar (yatırım kaynaklı alacaklar) söz konusu tarihten sonra da tahsil edilmeye devam etmektedir. Bu nedenle değerleme çalışmasında klasik anlamda bir terminal değer hesaplanmamış, ancak 2042 yılı itibarıyla bir iş

VAKIF MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah/Etiyula Mardin Cad./Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335/İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

henüz tahsil edilmemiş itfa alacaklarının tamamının tahsil edileceği varsayılmıştır. Şirket'in fonksiyonel para biriminin TL olması nedeniyle İNA değerlemesi TL bazında yapılmıştır.

5.1.1.1. Projeksiyonlar

5.1.1.1.2. **Net Satış Gelirleri** Projeksiyonu

Türkiye elektrik piyasasında dağıtım ve görevli tedarik (perakende satış) faaliyetlerine ilişkin fiyatlama mekanizması, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ("EPDK") tarafından belirlenen tarife metodolojisi çerçevesinde düzenlenmektedir. Elektrik dağıtım faaliyetleri doğal tekel niteliği taşıdığından, dağıtım tarifeleri serbest piyasa koşullarına bırakılmamakta; şebeke yatırımlarının sürdürülebilirliği, hizmet kalitesinin korunması ve tüketicilerin kesintisiz elektrik hizmetine makul maliyetlerle erişiminin sağlanması amacıyla regülasyona tabi tutulmaktadır. Bunun yanında görevli tedarik şirketleri tarafından yürütülen perakende satış faaliyetleri de EPDK tarafından belirlenen düzenlemeler kapsamında gerçekleştirilmekte olup, görevli tedarik tarifeleri belirlenen metodoloji doğrultusunda uygulanmaktadır.

Bu kapsamda EPDK tarafından belirlenen tüketici tarifeleri temel olarak aşağıdaki bileşenlerden oluşmaktadır:

- Enerji Bedeli: Nihai tüketiciye sunulan elektrik enerjisinin tedarik maliyetini yansıtan bedeldir.
- **Dağıtım Bedeli:** Elektrik enerjisinin dağıtım şebekesi üzerinden son kullanıcıya ulaştırılması kapsamında oluşan yatırım, işletme, bakım ve onarım maliyetlerini yansıtan bedeldir.
- **Perakende Satış Hizmet Bedeli:** Sayaç okuma, faturalama, tahsilat, müşteri hizmetleri ve benzeri operasyonel süreçlere ilişkin maliyetleri kapsayan bedeldir.
- **İletim Bedeli:** Türkiye Elektrik İletim A.Ş. ("TEİAŞ") tarafından işletilen ulusal iletim sisteminin kullanımına ilişkin maliyetlerin tüketicilere yansıtılmasını sağlayan bedeldir.

Elektrik tüketicileri; mesken, ticarethane, sanayi, tarımsal sulama ve aydınlatma gibi ana abone grupları altında sınıflandırılmakta olup, ilgili tarife bileşenleri abonenin bağlantı seviyesi, kullanım amacı ve tüketim karakteristiğine göre farklılaşabilmektedir.

Dağıtım faaliyetine ilişkin tarifelerin hesaplanmasında, dağıtım şirketlerinin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli toplam gelir ihtiyacı esas alınmaktadır. Bu kapsamda tarife hesaplamalarında; yatırım harcamaları (CAPEX), düzenlemeye esas varlık tabanı üzerinden hesaplanan makul getiri, amortisman giderleri, bakım-onarım harcamaları, operasyonel giderler, teknik ve teknik olmayan kayıp enerji maliyetleri ile kontrol edilemeyen giderler dikkate alınmaktadır. Görevli tedarik faaliyetlerinde ise enerji alım maliyetleri ile perakende satış hizmetlerinin yürütülmesine ilişkin maliyetler ve EPDK tarafından belirlenen düzenlemeler çerçevesinde hesaplanan hizmet bedelleri esas alınmaktadır.

Bu çerçevede VEYAŞ'ın gelirleri; elektrik dağıtım faaliyetlerinden elde edilen dağıtım gelirleri ile görevli tedarik kapsamında elde edilen elektrik satış gelirleri ve perakende satış hizmet gelirlerinden oluşmakta olup, söz konusu gelirlerin önemli bir bölümü EPDK tarafından belirlenen düzenleyici çerçeve kapsamında şekillenmektedir. Bu regülasyon yapısı, Şirket'in gelir üretim kapasitesi ile nakit akımlarının önemli ölçüde öngörülebilir olmasını sağlamaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kapsamında gelecekte oluşması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerine indirgenebilmesi amacıyla uygun bir iskonto oranının belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda Şirket'in sermaye maliyeti hesaplanırken özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti birlikte değerlendirilmiş olup, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM/WACC) esas alınmıştır. Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında ise Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM) kullanılmış olup, model kapsamında risksiz faiz oranı, beta katsayısı ve piyasa risk primi temel parametreler olarak dikkate alınmıştır.

Beta Katsayısı (β): Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan beta katsayısı, Şirket'in sistematik riskinin piyasa portföyüne göre

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Equilula Nardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

duyarlılığını ifade etmektedir. Halka arz değerleme çalışmasında, beta katsayısı 1,00 olarak kabul edilmiştir. Bu yaklaşım ile Şirket'in sistematik riskinin piyasa ortalama risk seviyesini temsil ettiği varsayılmış olup, özsermaye maliyetinin hesaplanmasında standartlaştırılmış ve ihtiyatlı bir yöntem benimsenmiştir.

• Piyasa Risk Primi (MRP): Piyasa risk primi, yatırımcıların risksiz getiri oranı üzerinde talep ettikleri ilave getiri oranını ifade etmektedir. Piyasa risk priminin belirlenmesinde uzun dönemli ve derin sermaye piyasası verilerine sahip uluslararası referans piyasalar esas alınmış olup, uluslararası değerleme uygulamalarında yaygın olarak kullanılan akademik çalışmalar ve uzun dönem piyasa verileri dikkate alınmıştır.

• Risks**iz Faiz Oranı:** Risksiz faiz oranı, değerleme para birimi ile uyumlu olacak şekilde uzun vadeli devlet tahvili getirileri esas alınarak belirlenmiştir.

Elektrik dağıtım ve görevli tedarik faaliyetlerinin önemli ölçüde EPDK tarafından düzenlenmesi nedeniyle Şirket'in nakit akımları serbest piyasa koşullarında faaliyet gösteren şirketlere kıyasla daha öngörülebilir ve istikrarlı bir yapı sergilemektedir. Bu durum, sermaye maliyetinin belirlenmesinde sektörün regülasyondan kaynaklanan görece düşük risk profilinin dikkate alınmasını gerekli kılmaktadır.

Özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan temel parametrelerden biri olan piyasa risk primi, yatırımcıların risksiz getiri oranı üzerinde talep ettikleri ilave getiriyi ifade etmektedir. Piyasa risk priminin hesaplanmasında, uzun dönemli ve derin sermaye piyasası verilerine sahip uluslararası referans piyasalar esas alınmıştır. Türkiye sermaye piyasalarında uzun dönemli tarihsel veri setlerinin sınırlı olması, yüksek volatilite ve makroekonomik değişkenlik nedeniyle yerel veriler üzerinden hesaplanan piyasa risk primlerinin sağlıklı ve tutarlı sonuçlar üretmesi güç olabilmektedir. Bu nedenle uluslararası değerleme uygulamalarında yaygın olarak tercih edildiği üzere, ABD piyasaları referans alınarak Aswath Damodaran tarafından yayımlanan güncel veri seti esas alınmış ve piyasa risk primi %5,5 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in sermaye yapısı varsayımları belirlenirken mevcut finansal yapı, elektrik dağıtım ve görevli tedarik sektörünün regüle yapısı, benzer şirketlerin borçluluk seviyeleri ve uzun vadeli hedef sermaye yapısı birlikte değerlendirilmiştir. Regüle faaliyetlerden kaynaklanan öngörülebilir nakit akışları, sektör şirketlerinin belirli ölçüde borç kullanımını destekleyen istikrarlı bir finansal yapı sergilemesine olanak sağlamaktadır. Bu kapsamda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM/WACC) hesaplanmasında kullanılan borç ve özsermaye ağırlıkları, Şirket'in hedef sermaye yapısını ve faaliyet gösterdiği sektörün risk-getiri profilini yansıtacak şekilde belirlenmiştir.

VEYAŞ'ın faaliyetleri, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ("EPDK") tarafından belirlenen tarife ve fiyatlandırma mekanizmaları çerçevesinde yürütülmektedir. Şirket'in elektrik dağıtım faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, EPDK tarafından belirlenen izin verilen gelir (Allowed Revenue) mekanizmasına tabi olup; görevli tedarik kapsamında elde edilen elektrik satış gelirleri ve perakende satış hizmet gelirleri ise EPDK tarafından belirlenen görevli tedarik tarifeleri çerçevesinde oluşmaktadır. Bu yönüyle Şirket'in gelir yapısının önemli bölümü düzenleyici otorite tarafından belirlenen metodolojiye dayanmaktadır.

Dağıtım faaliyetlerinde uygulanan izin verilen gelir (Allowed Revenue) mekanizması, ilgili tarife dönemi boyunca dağıtım şirketinin regüle faaliyetleri kapsamında elde etmesine izin verilen toplam gelir tutarını ifade etmektedir. Gelir tavanı hesaplanırken temel olarak aşağıdaki bileşenler dikkate alınmaktadır:

- İşletme giderleri (OPEX)
- Yatırım harcamaları (CAPEX)
- Düzenlenmiş Varlık Tabanı (Regulatory Asset Base - RAB / DVT)
- Amortisman giderleri
- Düzenlenmiş varlık tabanı üzerinden hesaplanan makul getiri
- Teknik ve teknik olmayan kayıp enerji maliyetleri
- Kontrol edilemeyen giderler ile diğer regüle giderler

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Görevli tedarik faaliyetlerinde ise elektrik satış gelirleri ve perakende satış hizmet gelirleri, EPDK tarafından belirlenen görevli tedarik tarifeleri doğrultusunda oluşmakta olup, enerji tedarik maliyetleri ile perakende satış hizmetine ilişkin maliyetler düzenleyici çerçevede tüketici tarifelerine yansıtılmaktadır. Bu yapı sayesinde VEYAŞ'ın hem dağıtım hem de görevli tedarik faaliyetlerinden kaynaklanan gelirlerinin önemli bir bölümü düzenlenmiş ve öngörülebilir bir yapıya sahiptir.

İşletme giderleri; dağıtım şebekesinin işletilmesi, bakım ve onarım faaliyetleri, personel giderleri, sistem işletim maliyetleri ile diğer operasyonel giderlerden oluşmaktadır. EPDK, dağıtım şirketleri için verimlilik hedefleri belirlemekte ve işletme giderlerini bu hedefler çerçevesinde değerlendirmektedir.

Yatırım harcamaları ise dağıtım şebekesinin iyileştirilmesi, kapasite artırımı, yeni bağlantı yatırımları, altyapı modernizasyonu ve şebeke güvenilirliğinin artırılmasına yönelik sermaye harcamalarını kapsamaktadır. Gerçekleşen yatırımlar Düzenlenmiş Varlık Tabanı'na (DVT) eklenmekte olup, söz konusu varlıklar üzerinden hem amortisman geliri hem de EPDK tarafından belirlenen düzenleyici getiri elde edilmektedir.

Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT), dağıtım faaliyetine ilişkin regülasyona tabi yatırım varlıklarını ifade etmektedir. Bu varlık tabanı üzerinden, EPDK tarafından belirlenen sermaye maliyeti parametreleri esas alınarak makul bir getiri hesaplanmakta ve söz konusu getiri dağıtım gelir tavanının temel bileşenlerinden birini oluşturmaktadır.

Dağıtım tarifesi kapsamında ayrıca teknik ve teknik olmayan kayıp oranlarına ilişkin hedef seviyeler EPDK tarafından belirlenmektedir. Şirket'in fiili kayıp oranının hedef seviyelerle uyumlu gerçekleşmesi halinde ilgili maliyetler tarife kapsamında karşılanabilmekte, hedef seviyelerin üzerinde gerçekleşen kayıplar ise şirket açısından ilave finansal yük oluşturabilmektedir.

Diğer taraftan, VEYAŞ'ın görevli tedarik faaliyetleri kapsamında elde ettiği elektrik satış gelirleri ile perakende satış hizmet gelirleri de EPDK tarafından belirlenen görevli tedarik tarifeleri doğrultusunda oluşmaktadır. Bu kapsamda enerji alım maliyetleri, perakende satış hizmetine ilişkin operasyonel giderler ve düzenlemeler çerçevesinde belirlenen hizmet bedelleri tüketici tarifelerine yansıtılmaktadır.

Bu regülasyon yapısı sayesinde VEYAŞ'ın gelirleri; dağıtım gelirleri, elektrik satış gelirleri ve perakende satış hizmet gelirleri olmak üzere üç temel regüle gelir kaleminden oluşmaktadır. Söz konusu gelirlerin önemli ölçüde EPDK tarafından belirlenen tarife metodolojisine dayanması, Şirket'in gelir üretim kapasitesini ve gelecekteki nakit akımlarını yüksek ölçüde öngörülebilir hale getirmektedir. Bu nedenle İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde gelir projeksiyonları hazırlanırken, dağıtım faaliyetleri açısından izin verilen gelir (Allowed Revenue) mekanizması, görevli tedarik faaliyetleri açısından ise EPDK tarafından belirlenen elektrik satış ve perakende satış tarifeleri esas alınmıştır.

Kayıp-Kaçak Mekanizması, Dağıtım Sistem Kullanım Tarifesi ve Görevli Tedarik Tarifeleri

Elektrik dağıtım faaliyetlerinde önemli maliyet bileşenlerinden biri teknik ve teknik olmayan kayıplardan oluşan kayıp-kaçak maliyetleridir. Bu kapsamda EPDK, her dağıtım şirketi için tarife dönemleri itibarıyla hedef kayıp oranları belirlemektedir. Söz konusu hedef oranlar, dağıtım şirketlerinin şebeke verimliliğini artırmalarını ve kayıp-kaçak oranlarını kontrol altında tutmalarını teşvik eden düzenleyici mekanizmanın temel unsurlarından birini oluşturmaktadır.

Şirket'in fiili kayıp oranının EPDK tarafından belirlenen hedef seviyeler içerisinde gerçekleşmesi halinde ilgili kayıp maliyetleri tarife mekanizması kapsamında karşılanabilmektedir. Buna karşılık fiili kayıp oranının hedef seviyelerin üzerinde gerçekleşmesi durumunda oluşan ilave maliyetler şirket üzerinde kalmakta ve kârlılığı olumsuz etkileyebilmektedir. Hedef seviyelerin altında gerçekleşen performans ise ilgili düzenleyici teşvik mekanizmaları kapsamında şirket lehine katkı sağlayabilmektedir.

VEYAŞ'ın temel gelir kaynaklarından biri dağıtım sistemi kullanım tarifesi kapsamında elde edilen dağıtım gelirleridir. Dağıtım sistemi kullanım tarifesi; dağıtım şebekesinin işletilmesi, bakım-onarım faaliyetleri, yeni yatırımların finansmanı ve şebekenin sürdürülebilir şekilde işletilmesi amacıyla gerekli maliyetlerin karşılanmasına yönelik olarak EPDK tarafından belirlenmektedir.

Dağıtım sistemi kullanım tarifesi kapsamında hesaplanan gelir tavanı temel olarak;

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

- İşletme giderleri,
- Yatırım harcamaları,
- Amortisman giderleri,
- Düzenlenmiş Varlık Tabanı üzerinden hesaplanan makul getiri,
- Kontrol edilemeyen giderler ve diğer regüle maliyetlerden

oluşmaktadır.

İşletme giderleri; personel giderleri, bakım-onarım faaliyetleri, şebeke işletim maliyetleri ve diğer operasyonel giderleri kapsamaktadır. EPDK, işletme giderlerinin belirlenmesinde verimlilik hedeflerini dikkate almakta ve dağıtım şirketlerinin operasyonel verimliliklerini artırmalarını teşvik etmektedir.

Yatırım bileşeni ise şebeke kapasitesinin artırılması, yeni bağlantılar, yenileme yatırımları ve altyapı modernizasyonuna ilişkin sermaye harcamalarını kapsamaktadır. Gerçekleştirilen yatırımlar Düzenlenmiş Varlık Tabanı'na dahil edilmekte ve bu varlıklar üzerinden şirket hem amortisman geliri hem de düzenleyici getiri elde etmektedir.

Düzenlenmiş Varlık Tabanı üzerinden hesaplanan düzenleyici getiri, yatırımcıların şirkete tahsis ettiği sermayenin alternatif yatırım araçlarında sağlayabileceği getiri dikkate alınarak belirlenmektedir. Bu kapsamda düzenleyici getiri oranı hesaplanırken Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM/WACC) yaklaşımı esas alınmaktadır.

Diğer taraftan VEYAŞ'ın görevli tedarik faaliyeti kapsamında elde ettiği elektrik satış gelirleri ile perakende satış hizmet gelirleri de EPDK tarafından belirlenen görevli tedarik tarifeleri çerçevesinde oluşmaktadır. Görevli tedarik tarifeleri belirlenirken enerji tedarik maliyetleri, perakende satış hizmetine ilişkin operasyonel maliyetler ve ilgili düzenleyici parametreler dikkate alınmakta olup, söz konusu gelirler de düzenleyici çerçevede oluşmaktadır.

Bu yapı sayesinde VEYAŞ'ın gelirleri yalnızca dağıtım sistemi kullanım tarifesine değil, aynı zamanda görevli tedarik kapsamında elde edilen elektrik satış ve perakende satış hizmet gelirlerine de dayanmaktadır. Böylece Şirket'in gelir yapısı önemli ölçüde regüle edilmekte olup, gelecekteki nakit akımlarının öngörülebilirliği desteklenmektedir.

Gelir **Tavanının Tarifeye Dönüştürülmesi ve Verimlilik Mekanizması**

Gelir tavanının hesaplanmasının ardından söz konusu tutarın tarifelere yansıtılması amacıyla çeşitli ayrıştırma ve tahsis süreçleri uygulanmaktadır. Hesaplanan toplam gelir tavanı doğrudan tek bir tarife unsuruna dönüştürülmemekte; şebeke yapısı, gerilim seviyeleri, abone grupları ve tüketim karakteristikleri dikkate alınarak tarifelere yansıtılmaktadır.

İlk aşamada işletme giderleri üzerine EPDK tarafından belirlenen verimlilik faktörleri uygulanmaktadır. Böylece dağıtım şirketlerinin operasyonel verimliliklerini sürekli artırmaları teşvik edilmekte ve gelir tavanı hesaplamalarında verimlilik uygulanmış işletme giderleri esas alınmaktadır.

Sonraki aşamada gelir tavanı orta gerilim (OG) ve alçak gerilim (AG) seviyelerine ayrıştırılmaktadır. Bu ayrıştırmada ilgili gerilim seviyelerine ilişkin yatırım büyüklükleri, işletme giderleri ve şebeke kullanım maliyetleri dikkate alınmaktadır.

Daha sonra gelir tavanı; sanayi, ticarethane, mesken, tarımsal sulama ve aydınlatma gibi farklı abone gruplarına maliyet esaslı şekilde dağıtılmaktadır. Nihai aşamada ise dağıtılan enerji miktarları esas alınarak birim dağıtım tarifeleri oluşturulmaktadır.

Görevli tedarik faaliyetlerinde ise EPDK tarafından belirlenen görevli tedarik tarifeleri kapsamında enerji bedeli ile perakende satış hizmet bedeli ayrı ayrı hesaplanmakta ve tüketici gruplarına uygulanmaktadır. Böylece dağıtım faaliyetleri ile görevli tedarik faaliyetlerine ilişkin gelirler kendi düzenleyici mekanizmaları çerçevesinde oluşturulmaktadır.

Bu mekanizma sayesinde VEYAŞ'ın hem dağıtım faaliyetlerinden hem de görevli tedarik faaliyetlerinden elde ettiği gelirler düzenlenmiş, maliyet esaslı ve sürdürülebilir bir yapı içerisinde oluşmaktadır. Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan gelir projeksiyonları hazırlanırken de her iki faaliyet koluna ilişkin düzenleyici mekanizmalar esas alınmıştır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Tarife Yapısında Abone Grupları ve Maliyet Bazlı Fiyatlama

Elektrik tarifelerinin nihai tüketicilere yansıtılmasında yalnızca toplam gelir ihtiyacı değil, farklı abone gruplarının şebekeyi kullanım şekilleri, tüketim profilleri ve maliyet oluşturma özellikleri de dikkate alınmaktadır.

Bu kapsamda EPDK tarafından belirlenen tarife yapısı çerçevesinde aboneler temel olarak mesken, ticarethane, sanayi, tarımsal sulama ve aydınlatma grupları altında sınıflandırılmaktadır. Tarife yapısının temel amacı, hem dağıtım hem de görevli tedarik faaliyetlerinden kaynaklanan maliyetlerin tüketici gruplarına maliyet esaslı ve adil şekilde yansıtılmasıdır.

Tarifelerin oluşturulmasında tüketim miktarı, gerilim seviyesi, yük profili, puant saatlerde sisteme etkisi ve kapasite kullanımı gibi teknik kriterler dikkate alınmaktadır. Özellikle orta gerilim seviyesinden bağlı sanayi aboneleri bakımından enerji tüketiminin yanı sıra sisteme tahsis edilen kapasite de fiyatlamada önemli rol oynamaktadır.

Bu yapı sayesinde hem dağıtım sistemi kullanım bedelleri hem de görevli tedarik kapsamında uygulanan enerji ve perakende satış hizmet bedelleri, tüketici gruplarının şebeke ve sistem üzerindeki maliyet etkilerini yansıtacak şekilde belirlenmekte; böylece maliyet bazlı, dengeli ve sürdürülebilir bir fiyatlandırma mekanizması oluşturulmaktadır.

Reaktif Enerji Bedeli

Reaktif enerji tarifesinin temel amacı, doğrudan belirli bir maliyet unsurunu karşılamaktan ziyade, dağıtım sistemi üzerindeki reaktif enerji yükünü kontrol altında tutmak ve şebeke verimliliğini artırmaktır. Bu mekanizma, kullanıcıları gerekli kompanzasyon yatırımlarını gerçekleştirmeye teşvik ederek elektrik şebekesinin daha verimli ve güvenilir şekilde işletilmesini sağlamaktadır.

Bu kapsamda reaktif enerji bedeli, doğrudan gelir yaratmaya yönelik bir unsurdan ziyade, şebeke üzerindeki verimsizlikleri azaltmaya yönelik düzenleyici bir teşvik mekanizması niteliğindedir. Reaktif enerji kullanımının EPDK tarafından belirlenen sınırların üzerinde gerçekleşmesi halinde ilgili kullanıcılar ilave bedellere tabi tutulmakta olup, bu uygulama dağıtım sisteminin kalite ve verimliliğinin korunmasına katkı sağlamaktadır.

İletim Bedeli

İletim bedeli, elektrik enerjisinin Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) tarafından işletilen ulusal iletim sistemi üzerinden dağıtım şebekelerine ulaştırılması sürecinde oluşan maliyetlerin karşılanmasına yönelik olarak belirlenmektedir.

İletim tarifeleri oluşturulurken sistem kullanım yoğunluğu, maksimum talep seviyeleri, iletim altyapısı maliyetleri ve önceki dönem gerçekleşmeleri dikkate alınmaktadır. Bu doğrultuda belirlenen iletim maliyetleri, EPDK tarafından oluşturulan tarife yapısı kapsamında tüketicilere yansıtılarak nihai elektrik tarifesinin bir bileşeni haline gelmektedir.

Tarifelerde Maliyet Bazlı ve Regüle Yapı

Türkiye elektrik piyasasında uygulanan tarife mekanizması; enerji bedeli, dağıtım bedeli, iletim bedeli, perakende satış hizmet bedeli, kayıp-kaçak mekanizması ve diğer düzenleyici bileşenlerin birlikte değerlendirilmesiyle oluşturulmaktadır. Bu yapı, elektrik dağıtım ve görevli tedarik faaliyetlerinin doğal tekel niteliği ile kamu hizmeti özelliği dikkate alınarak maliyet esaslı fiyatlandırma prensibi üzerine kurulmuştur.

Bu kapsamda tarifeler; dağıtım ve görevli tedarik şirketlerinin faaliyetlerini sürdürülebilir şekilde yürütebilmelerine imkân sağlayacak makul gelir seviyesini desteklerken, tüketicilerin de adil ve öngörülebilir fiyatlarla elektrik hizmetine erişimini sağlayacak şekilde EPDK tarafından düzenlenmektedir. Böylece sektör, yüksek düzeyde regülasyona tabi, öngörülebilir nakit akımları üreten ve finansal görünürlüğü yüksek bir faaliyet yapısına sahiptir.

Perakende Satış Hizmeti Tarifesi ve Ulusal Tarife Mekanizması

Perakende Satış Hizmeti (PSH) tarifesi; sayaç okuma, faturalama, müşteri hizmetleri, tahsilat ve benzeri görevli tedarik faaliyetlerinden kaynaklanan operasyonel maliyetlerin karşılanmasına yönelik olarak oluşturulmaktadır. Bu tarife bileşeni, söz konusu hizmetlerin sürdürülebilir şekilde yürütülebilmesi için gerekli maliyetleri yansıtmakta olup EPDK tarafından belirlenen düzenleyici çerçeve kapsamında uygulanmaktadır.

Türkiye elektrik piyasasında uygulanan ulusal tarife sistemi kapsamında, farklı bölgelerde faaliyet gösteren dağıtım ve görevli tedarik şirketlerinin maliyet yapıları farklılık gösterebilmekte bir ülke,

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

nihai tüketiciler açısından ülke genelinde dengeli, öngörülebilir ve sürdürülebilir bir fiyatlama yapısının korunması amaçlanmaktadır. Bu kapsamda maliyet bazlı hesaplamaların yanı sıra EPDK tarafından belirlenen çapraz sübvansiyon mekanizmaları da uygulanabilmektedir.

Çapraz sübvansiyon mekanizması; farklı tüketici grupları arasındaki fiyat geçişlerini dengelemek, ani tarife değişimlerini sınırlamak ve sosyal dengeyi korumak amacıyla kullanılmaktadır. Böylece belirli tüketici gruplarındaki maliyet farklılıkları kontrollü şekilde yönetilmekte ve ulusal tarife yapısının sürdürülebilirliği desteklenmektedir.

Bu sistemde temel prensip, tarife bileşenleri arasındaki farklılaştırmaların toplam gelir ihtiyacını değiştirmemesi, yalnızca gelir tahsilatının tüketici grupları arasındaki dağılımını etkilemesidir. Böylece düzenleyici çerçeve kapsamında hem gelir nötrlüğü korunmakta hem de fiyat istikrarı ve öngörülebilirlik sağlanmaktadır.

Yatırım Planları ve Tarife Revizyon Mekanizması

Elektrik dağıtım sektöründe yatırım harcamaları; şebekenin güvenilirliğinin artırılması, kapasite geliştirilmesi, kalite standartlarının iyileştirilmesi ve yeni bağlantı taleplerinin karşılanması açısından kritik öneme sahiptir. Bu kapsamda dağıtım şirketleri, ilgili tarife döneminde gerçekleştirmeyi planladıkları yatırım programlarını EPDK'ya sunmakta ve onaylanan yatırım programları tarife hesaplamalarında dikkate alınmaktadır.

Tarife mekanizmasının önemli bileşenlerinden biri de enerji tedarik maliyetlerinde meydana gelen değişimlerin görevli tedarik tarifelerine yansıtılmasıdır. Elektrik piyasa fiyatlarında, enerji tedarik maliyetlerinde ve ilgili düzenleyici parametrelerde meydana gelen değişiklikler EPDK tarafından belirlenen yöntemler çerçevesinde dönemsel olarak güncellenmekte ve elektrik satış tarifelerine yansıtılmaktadır. Bu mekanizma, görevli tedarik şirketlerinin enerji maliyetlerinden kaynaklanabilecek risklerini önemli ölçüde sınırlandırmaktadır.

Bunun yanında tarife mekanizması statik bir yapı olmayıp; gelir farkı düzeltmeleri, kalite faktörleri, kayıp-kaçak performansı, yatırım gerçekleşmeleri ve diğer düzenleyici parametreler aracılığıyla dinamik olarak güncellenmektedir. Böylece gerçekleşen performans ile hedefler arasındaki sapmalar izleyen tarife dönemlerinde dikkate alınarak düzenleyici denge korunmaktadır.

Bu kapsamda VEYAŞ'ın gelir projeksiyonları hazırlanırken; dağıtım faaliyetleri açısından gelir tavanı (Allowed Revenue) mekanizması, görevli tedarik faaliyetleri açısından ise elektrik satış tarifeleri ile perakende satış hizmet tarifelerine ilişkin düzenleyici esaslar birlikte dikkate alınmıştır. Böylece Şirket'in faaliyetlerinin tamamını kapsayan regüle gelir yapısı İndirgenmiş Nakit Akımları analizine yansıtılmıştır.

VEDAŞ Projeksiyonlar

Dağıtım tarifesi, dağıtım şirketlerinin faaliyetlerini yürütebilmeleri için gerekli olan toplam gelir ihtiyacını karşılamaya yönelik olarak belirlenir. Dağıtım tarifesi, sistem işletim gelir tavanı ile kayıp enerji gelir tavanının toplamından oluşmaktadır. Bu kapsamda dağıtım faaliyetinin yürütülmesi için gerekli olan sermaye harcamaları (CAPEX), bu yatırımların itfa payları, varlık tabanı (Regulatory Asset Base – RAB) üzerinden hesaplanan makul getiri ve işletme giderleri dikkate alınmaktadır. İşletme giderleri; sabit giderler, değişken giderler, planlı bakım-onarım giderleri, kontrol edilemeyen giderler (iletim tarifesi giderleri dahil), Ar-Ge giderleri ve kayıp enerji tedarik maliyetlerinden oluşmaktadır. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından her tarife dönemi için elektrik dağıtım şirketlerine hedef kayıp oranı tanımlanmaktadır. Bu oran, şirketin şebekesindeki teknik ve teknik olmayan kayıpları yönetme performansına ilişkin regüle edilmiş bir verimlilik hedefidir. Şirketin fiili kayıp oranı, EPDK tarafından belirlenen hedef kayıp oranını aşmadığı sürece:

- İlgili kayıp tutarları tarife kapsamında kabul edilir,
- Tüketiciye yansıtılır,
- Şirket açısından ek bir finansal yük oluşmaz.
- Bu yapı, dağıtım şirketlerine öngörülebilir ve sürdürülebilir bir gelir zemini sağlar.

Şirketin fiili kayıp oranı, belirlenen hedefin üzerinde gerçekleşirse:

- Hedefi aşan kayıp tutarları tarife dışı bırakılır,
- Bu tutarlar şirket tarafından karşılanır,
- Dolayısıyla doğrudan kârlılığı aşağı çeken bir unsur haline gelir.

Bu durum, zayıf şebeke yönetimi ve yetersiz denetimin finansal karşılığının şirket üzerinde kalmasını sağlar.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Şirketin fiili kayıp oranı, belirlenen hedefin altında gerçekleştiği durumda ise teşvik mekanizması devreye girer:

- Hedef ile gerçekleşen kayıp oranı arasındaki pozitif fark,
- Regülasyon çerçevesinde tanımlanan katsayılar üzerinden finansal teşvike dönüştürülür,
- Bu teşvik, şirketin izin verilen gelirine (allowed revenue) ilave edilir.

Bu mekanizma, kayıp-kaçak yönetimini yalnızca bir maliyet kalemi olmaktan çıkarıp aktif bir değer yaratım unsuruna dönüştürmektedir.

VEDAŞ, 24.07.2006 tarihinde TEDAŞ ile imzalamış olduğu İşletme Devir Hakkı Sözleşmesi ("İHDS") ile dağıtım lisansının süresinin sonuna kadar (31.12.2042) Bitlis, Hakkâri, Muş ve Van bölgelerinde elektrik dağıtım faaliyetlerini münhasıran yürütme hakkını elde etmiştir. VEDAŞ`ın faaliyetleri, EPDK mevzuatı gereğince kendi faaliyet alanları ile sınırlı olup bölgede faaliyet gösteren tek elektrik dağıtım şirketi konumundadır. VEDAŞ'ın ekonomik değerini oluşturan başlıca sürücüler; (i) düzenlemeye esas varlık tabanı (RAB-benzeri yapı/varlık tabanı), (ii) bu taban üzerinden hesaplanan makul getiri (allowed return), (iii) yatırım geri kazanımını temsil eden itfa/geri kazanım mekanizması, (iv) sabit, değişken ve planlı bakım bileşenlerinden oluşan OPEX tavanı ile Ar-Ge ve kontrol edilemeyen giderlere ilişkin parametreler ve (v) kayıp-kaçak performansı ile tahsilat kabiliyeti gibi regülasyon kaynaklı düzeltmelere konu kalemlerdir. Özellikle makul getiri bileşeni, uygulama dönemine ilişkin reel düzeltilmiş WACC/Reel Makul Getiri Oranı (RMGO) ile doğrudan ilişkili olup; uzun vadeye yayılan regüle nakit akımlarının bugünkü değeri üzerinde belirleyici etkiye sahiptir. Bu kapsamda, iskonto oranında (WACC/RMGO) meydana gelecek sınırlı değişimler dahi, nakit akımlarının uzun vadeli karakteri nedeniyle şirket değerine anlamlı ölçüde yansıyabilmektedir.
VEDAŞ'ın maliyet ve kârlılık dinamikleri değerlendirilirken, regülasyon kurgusu nedeniyle OPEX bileşenlerinin "sabit, değişken, kontrol edilemeyen giderler, planlı bakım/kalite/Ar-Ge ve düzeltmeler" çerçevesinde ele alınması gerekmektedir. Dağıtım faaliyetinde kayıp enerji hedefleri ile gerçekleşmeler arasındaki farklar, kalite faktörü uygulamaları ve geçmiş dönem gelir/yatırım farkları gibi mekanizmalar; tahsil edilecek geliri ve dolayısıyla nakit akımlarını doğrudan etkileyen düzenleyici unsurlar olup, değerleme kurgusunda bu kalemlerin nakit akımına etkisi şeffaf biçimde izlenmektedir.
Öte yandan, Grup'un dağıtım faaliyetleri kapsamındaki muhasebeleştirmede, TFRS Yorum 12 (IFRIC 12) Hizmet İmtiyaz Anlaşmaları kapsamında finansal varlık modeli uygulanması; bilanço kompozisyonunu ve gelir tablosu kalemlerinin ekonomik yorumunu, klasik sanayi/üretim şirketlerinden ayrıştırmaktadır. Bu kapsamda dağıtım altyapısına ilişkin yatırımların muhasebeleştirilmesi, "maddi duran varlık" yaklaşımından ziyade "hizmet imtiyaz sözleşmesinden doğan finansal varlık/alacak" yaklaşımıyla yürütülebilmekte; ayrıca gelir tablosunda yatırım hasılatı/maliyeti gibi kalemlerde brüt sunum etkileri görülebilmektedir. Bu çerçevede VEDAŞ'ın nakit akımı karakteri; "rekabetçi marj" üzerinden değil, tarife gelir tavanı bileşenleri (makul getiri, itfa/geri kazanım, OPEX tavanları, regülasyon düzeltmeleri ve yatırım harcamaları ile yatırım harcamalarının verimliliği üzerinden türeyen regüle nakit akışları ile tanımlanmaktadır. Dağıtım faaliyeti elektrik enerjisinin hatlar üzerinden naklini gerçekleştirmek için gerekli olan tesis ve şebekenin tesisi ile bu tesislerin işletilmesi ve bakımını kapsamaktadır. Dağıtım tarifeleri EPKn'nun 13. Maddesi uyarınca elektrik enerjisinin dağıtım tesisleri üzerinden naklinden yararlanan tüm gerçek ve tüzel kişilere eşit taraflar arasında fark gözetmeksizin uygulanacak dağıtım hizmetine ilişkin fiyatları, hükümleri ve şartları içermektedir. Sistem İşletim Geliri, dağıtım sistemine ilişkin yatırım bileşeni, işletme ve bakım giderleri dikkate alınarak hesaplanan ve tüm dağıtım sistemi kullanıcılarından tahsil edilen bir bedeldir.
Şirket'in kamu adına yaptığı yatırımlar, uygulama dönemleri çerçevesinde EPDK tarafından takip edilmektedir. EPDK, her beş yıllık dönemler için görevli dağıtım şirketlerine, şirketlerin sunduğu planlar çerçevesinde bir yatırım bütçesi tahsis etmektedir. Şirket'in yapmış olduğu yatırımlara ilişkin henüz ödenmemiş yatırımlar, imtiyazlı alacak olarak TFRS mali tablolarında yer almaktadır.

Şirketin "değer yaratan ana varlığı" fiziksel şebekenin kendisi değil; o şebeke üzerinde regülatörün tanıdığı "makul getiri" (allowed return) hakkıdır. Bu makul getiri de doğrudan düzeltilmiş reel makul getiri oranı ile bağlantılıdır.

Dolayısıyla değerlememiz, klasik serbest nakit akımı yaklaşımından ziyade, tarife dönemleri boyunca oluşan regüle nakit akışlarının (gelir tavanı bileşenleri – ilgili nakit çıkışları +/– düzeltmeler) iskonto edilmesi üzerinden ilerler.

Değerlememizde en kritik blok Varlık Tabanı (VT) ve bunun üzerinde hesaplanan Makul Getiridir. Çalışmamızdaki yapı şu mantıkla ilerlemektedir:

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Varlık Tabanı Açılış Değeri: Yıl başındaki düzenleyici varlık tabanı.
Üzerine eklenen: EPDK Tarife Yatırım Harcaması (onaylı/öngörülen yatırım tavanı).
Çıkarılan: İtfa (tarife mekanizmasında kabul edilen amortisman/itfa).
Sonuç: Varlık Tabanı Kapanış Değeri.
Varlık Tabanı Ortalama Değeri, makul getiri hesabında kullanılan "yıl içi ortalama" tabanı temsil eder (açılış + kapanış / 2).
Reel Makul Getiri Oranı, tarife dönemi için belirlenen reel getiri oranının nasıl bir reel sermaye maliyeti çerçevesinde kurgulandığını gösterir.
Makul Getiri düzenleyici çerçevede, Varlık Tabanı üzerinde şirkete tanınan yıllık getiri tutarıdır.
Bu akışın amacı şudur:
Şirket'in "kendine ait bir RAB'i" büyüdükçe, düzenleyici çerçevede izin verilen getiri tabanı genişlemektedir. Dağıtım varlıklarının mülkiyeti kamuya ait olsa bile (imtiyaz/işletme hakkı yapısı), tarife mekanizması şirketin yatırım harcamalarını "varlık tabanına ekleyerek" belirli bir getiri tanımaktadır. Bu nedenle işletme değerinin çekirdeği çoğu zaman Varlık Tabanı'nın ölçeği ve büyüme politikasıdır.

"Makul Getiri = Varlık Tabanı Ortalama Değer × Reel Düzeltilmiş WACC" mantığıyla yıllık bazda üretilmektedir.

VARLIK TABANI HESAPLAMASI	2023	2024	2025
Varlık Tabanı Açılış Değeri	1.261.553.929	1.434.154.459	1.573.141.524
EPDK Tarife Yatırım Harcaması Büyümesi			
EPDK Tarife Yatırım Harcaması	418.495.621	418.495.621	418.495.621
Net Yatırım	418.495.621	418.495.621	418.495.621
İtfa	-245.895.091	-279.508.555	-305.968.293
Varlık Tabanı Kapanış Değeri	1.434.154.459	1.573.141.524	1.685.668.852
Varlık Tabanı Ortalama Değer	1.347.854.194	1.503.647.991	1.629.405.188
Reel Makul Getiri Oranı	13,11%	13,11%	13,11%
Reel Düzeltilmiş WACC	12,30%	12,30%	12,30%
Makul Getiri	165.786.066	184.948.703	200.416.838

Kaynak : Vakıf Yatırım

VARLIK TABANI HESAPLAMASI	2026T*	2027T	2028T	2029T	2030T
Varlık Tabanı Açılış Değeri	13.842.808.931	16.378.808.335	18.547.852.740	20.314.511.015	21.651.177.379
EPDK Tarife Yatırım Harcaması Büyümesi	77%				
EPDK Tarife Yatırım Harcaması	5.255.768.020	5.255.768.020	5.255.768.020	5.255.768.020	5.255.768.020
Net Yatırım	5.255.768.020	5.255.768.020	5.255.768.020	5.255.768.020	5.255.768.020
İtfa	-2.719.768.616	-3.086.723.616	-3.489.109.744	-3.919.101.657	-4.365.903.824
Varlık Tabanı Kapanış Değeri	16.378.808.335	18.547.852.740	20.314.511.015	21.651.177.379	22.541.041.575
Varlık Tabanı Ortalama Değer	15.110.808.633	17.463.330.537	19.431.181.877	20.982.844.197	22.096.109.477
Reel Makul Getiri Oranı	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%
Reel Düzeltilmiş WACC	13,49%	13,49%	13,49%	13,49%	13,49%
Makul Getiri	2.038.448.085	2.355.803.289	2.621.266.435	2.830.585.682	2.980.765.168

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 tüm yıl tahminini içermektedir.*

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

VARLIK TABANI HESAPLAMASI	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Varlık Tabanı Açılış Değeri	22.095.273.978	23.499.346.479	24.580.275.369	25.404.621.087	26.016.051.699
EPDK Tarife Yatırım Harcaması Büyümesi	15%				
EPDK Tarife Yatırım Harcaması	6.044.133.223	6.044.133.223	6.044.133.223	6.044.133.223	6.044.133.223
Net Yatırım	6.044.133.223	6.044.133.223	6.044.133.223	6.044.133.223	6.044.133.223
İtfa	-4.640.060.722	-4.963.204.334	-5.219.787.504	-5.432.702.611	-5.649.950.622
Varlık Tabanı Kapanış Değeri	23.499.346.479	24.580.275.369	25.404.621.087	26.016.051.699	26.410.234.301
Varlık Tabanı Ortalama Değer	22.797.310.229	24.039.810.924	24.992.448.228	25.710.336.393	26.213.143.000
Reel Makul Getiri Oranı	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%
Reel Düzeltilmiş WACC	13,49%	13,49%	13,49%	13,49%	13,49%
Makul Getiri	3.075.357.150	3.242.970.494	3.371.481.266	3.468.324.379	3.536.152.991

Kaynak : Vakıf Yatırım

VARLIK TABANI HESAPLAMASI	2036T	2037T	2038T	2039T
Varlık Tabanı Açılış Değeri	26.410.234.301	27.541.538.367	28.503.343.914	29.295.650.943
EPDK Tarife Yatırım Harcaması Büyümesi	15%			
EPDK Tarife Yatırım Harcaması	6.950.753.206	6.950.753.206	6.950.753.206	6.950.753.206
Net Yatırım	6.950.753.206	6.950.753.206	6.950.753.206	6.950.753.206
İtfa	-5.819.449.140	-5.988.947.659	-6.158.446.177	-6.327.944.696
Varlık Tabanı Kapanış Değeri	27.541.538.367	28.503.343.914	29.295.650.943	29.918.459.454
Varlık Tabanı Ortalama Değer	26.975.886.334	28.022.441.141	28.899.497.429	29.607.055.199
Reel Makul Getiri Oranı	14,46%	14,46%	14,46%	14,46%
Reel Düzeltilmiş WACC	13,49%	13,49%	13,49%	13,49%
Makul Getiri	3.639.047.066	3.780.227.310	3.898.542.203	3.993.991.746

Kaynak : Vakıf Yatırım

VARLIK TABANI HESAPLAMASI	2040T	2041T	2042T	2043T
Varlık Tabanı Açılış Değeri	29.918.459.454	30.371.769.446	30.734.417.439	31.006.403.434
EPDK Tarife Yatırım Harcaması Büyümesi		0%		
EPDK Tarife Yatırım Harcaması	6.950.753.206	6.950.753.206	6.950.753.206	
Net Yatırım	6.950.753.206	6.950.753.206	6.950.753.206	
İtfa	-6.497.443.215	-6.588.105.213	-6.678.767.211	-31.006.403.434
Varlık Tabanı Kapanış Değeri	30.371.769.446	30.734.417.439	31.006.403.434	0
Varlık Tabanı Ortalama Değer	30.145.114.450	30.553.093.442	30.870.410.436	15.503.201.717

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Reel Makul Getiri Oranı	14,46%	14,46%	14,46%	
Reel Düzeltilmiş WACC	13,49%	13,49%	13,49%	
Makul Getiri	4.066.575.939	4.121.612.305	4.164.418.368	

Kaynak : Vakıf Yatırım

- **Hasılat:** VEDAŞ'ın hasılatı i) sistem işletim geliri, ii) finansal varlık endeks farkı, iii) gerçekleşen yatırım harcaması satış geliri, iv) kayıp elektrik geliri, v) genel aydınlatma geliri ve vi) diğer gelirlerden oluşmaktadır. Söz konusu gelir kalemleri içerisinde ağırlıklı kısım sistem işletim geliri ve gerçekleşen yatırım harcaması satış gelirlerinden oluşmaktadır.

  Sistem işletim gelirinin ana unsuru sistem işletim gelir gereksinimi olup, sistem işletim gelir gereksinimi i) yatırım bileşen ve ii) OPEX bileşeninden oluşmaktadır. Yatırım bileşeni, ortalama varlık tabanı değeri üzerinden reel makul getiri oranı ile hesaplanan "Yatırımlar Üzerinden Makul Getiri"nin enflasyona göre düzeltilmesiyle tahmin edilen değere itfa tutarının eklenmesi suretiyle tahmin edilmektedir. OPEX bileşeni, OPEX'in sabit maliyet, değişken maliyet, bakım maliyeti ve Ar-Ge bütçesi kırılımlarının toplamından oluşmaktadır. Gerçekleşen yatırım harcaması satış gelirlerinin ana unsuru ise şebeke yatırımlarıdır.

- **Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti:** Satılan mal ve hizmet maliyeti ağırlıklı olarak gerçekleşen yatırım harcaması maliyeti, gerçekleşen sabit ve değişken maliyeti (OPEX) ve gerçekleşen kayıp-kaçak elektrik toplam maliyetinden oluşmaktadır. Gerçekleşen yatırım harcamalarının ana unsuru şebeke yatırımlarıdır.

VEDAŞ tarafında uygulama dönemleri EPDK tarafından 5 yıllık periyotlar halinde belirlenmekte olup, her uygulama dönemi yatırım ihtiyaçları ve artan şebeke gereksinimleri doğrultusunda yeniden değerlendirilmektedir. Nitekim, 3. uygulama döneminde (2016-2020) açıklanan yatırım bütçesi, 4. uygulama döneminde (2021-2025) %218 oranında artmış; benzer şekilde 5. uygulama döneminde (2026-2030) ise %77 oranında artış göstermiştir. Bu doğrultuda, ilgili projeksiyon modelinde her uygulama dönemi başında şebeke ihtiyaçlarına paralel olarak makul seviyede yatırım artışı öngörülmüş olup, buna bağlı olarak satış gelirleri ile yatırım harcamasına dayalı gelir kalemlerinde artış öngörülmüştür.

VEDAŞ için oluşturulan hasılat, maliyet ve faaliyet giderleri **projeksiyonuna aşağıda yer** verilmektedir:

Bin TL	2023	2024	2025
Net Satış Geliri	18.534.776	18.668.578	19.661.069
Yüzde Değişim		0,7%	5,3%
Sistem İşletim Geliri	24.269.190	22.717.001	24.362.286
Yüzde Değişim		-6,4%	7,2%
Satışlara Oranı	130,9%	122%	124%
Finansal Varlık Endeks Farkı	3.191.844	3.030.594	3.682.835
Yüzde Değişim		-5,1%	21,5%
Satışlara Oranı	17,2%	16,2%	18,7%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	3.818.888	3.740.955	4.335.436
Yüzde Değişim		-2,0%	15,9%
Satışlara Oranı	20,6%	20,0%	22,1%
Kayıp Elektrik Geliri	3.544.379	2.022.769	3.264.194
Yüzde Değişim		-42,9%	
Satışlara Oranı	19,1%	10,8%	16,6%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	207.653	279.490	-
Yüzde Değişim		34,6%	-100,0%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	1,1%	1,5%	0,0%
Genel Aydınlatma Geliri	1.355.338	1.035.803	784.422
Yüzde Değişim		-23,6%	-24,3%
Satışlara Oranı	7,3%	5,5%	4,0%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	(9.774.142)	(9.923.297)	(12.133.457)
Yüzde Değişim		1,5%	22,3%
Satışlara Oranı	-52,7%	-53,2%	-61,7%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	(3.818.888)	(3.740.955)	(4.335.436)
Yüzde Değişim		-2,0%	15,9%
Satışlara Oranı	-20,6%	-20,0%	-22,1%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	(1.821.904)	(2.752.960)	(3.356.506)
Yüzde Değişim		51,1%	21,9%
Satışlara Oranı	-9,8%	-14,7%	-17,1%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	(216.330)	(455.957)	(550.746)
Yüzde Değişim		110,8%	20,8%
Satışlara Oranı	-1,2%	-2,4%	-2,8%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	(325.033)	(324.277)	(390.275)
Yüzde Değişim		-0,2%	20,4%
Satışlara Oranı	-1,8%	-1,7%	-2,0%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	(47.229)	(54.273)	(49.028)
Yüzde Değişim		14,9%	-9,7%
Satışlara Oranı	0,0%	0,0%	0,0%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	(2.187.848)	(1.729.470)	(2.760.378)
Yüzde Değişim		-21,0%	59,6%
Satışlara Oranı	-11,8%	-9,3%	-14,0%
Genel Aydınlatma Maliyeti	(1.356.910)	(865.405)	(691.088)
Yüzde Değişim		-36,2%	-20,1%
Satışlara Oranı	-7,3%	-4,6%	-3,5%

Kaynak : Şirket

Bin TL	2026T*	2027T	2028T
Net Satış Geliri	19.327.417.804	24.208.641.659	29.512.593.788
Yüzde Değişim	21,8%	25,3%	21,9%
Sistem İşletim Geliri	5.807.787.699	6.821.394.615	8.343.702.465
Yüzde Değişim	-29,5%	17,5%	22,3%
Satışlara Oranı	30,0%	28,2%	28,3%
Finansal Varlık Endeks Farkı	3.862.467.864	5.368.453.787	7.088.409.309
Yüzde Değişim		39,0%	32,0%
Satışlara Oranı	19,98%	22,18%	24,02%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	6.340.525.547	7.851.472.785	9.349.141.219
Yüzde Değişim	58,4%	23,8%	19,1%
Satışlara Oranı	32,81%	32,43%	31,68%
Kayıp Elektrik Geliri	**2.315.254.509**	**2.587.089.727**	**2.738.198.388**
Yüzde Değişim	-11,1%	11,7%	5,8%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	11,98%	6,34%	9,28%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	**360.579.845**	**749.326.794**	**976.679.379**
Yüzde Değişim	20,1%	107,8%	30,3%
Satışlara Oranı	1,87%	1,84%	3,31%
Genel Aydınlatma Geliri	**640.802.339**	**830.903.950**	**1.016.463.028**
Yüzde Değişim	-11,9%	29,7%	22,3%
Satışlara Oranı	3,32%	2,04%	3,44%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	**-14.163.877.361**	**-17.229.225.661**	**-20.594.919.623**
Yüzde Değişim	21,5%	21,6%	19,5%
Satışlara Oranı	-73,28%	-42,22%	-69,78%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	**-5.524.001.488**	**-6.840.371.043**	**-8.145.171.819**
Yüzde Değişim	34,2%	23,8%	19,1%
Satışlara Oranı	-28,58%	-16,76%	-27,60%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	-3.555.328.433	-4.483.064.781	-5.424.921.868
Yüzde Değişim	5,9%	26,1%	21,0%
Satışlara Oranı	-18,40%	-10,99%	-18,38%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	-1.387.521.724	-1.718.168.150	-2.045.908.725
Yüzde Değişim	147,1%	23,8%	19,1%
Satışlara Oranı	-7,18%	-4,21%	-6,93%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	-1.279.403.802	-1.069.315.339	-1.273.287.240
Yüzde Değişim	22,6%	-16,4%	19,1%
Satışlara Oranı	-6,62%	-2,62%	-4,31%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	-44.064.440	-55.084.005	-66.220.833
Yüzde Değişim	-11,8%	25,0%	20,2%
Satışlara Oranı	-0,23%	-0,13%	-0,22%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	-1.747.651.693	-2.251.634.191	-2.646.575.549
Yüzde Değişim	-3,9%	28,8%	17,5%
Satışlara Oranı	-9,04%	-5,52%	-8,97%
Genel Aydınlatma Maliyeti	-625.905.782	-811.588.152	-992.833.589
Yüzde Değişim	-11,9%	29,7%	22,3%
Satışlara Oranı	-3,24%	-1,99%	-3,36%

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 tüm yıl tahminini içermektedir.*

Bin TL	2029T	2030T	2031T
Net Satış Geliri	35.161.610.740	40.805.786.033	51.229.935.987
Yüzde Değişim	19,1%	16,1%	25,5%
Sistem İşletim Geliri	9.869.592.160	11.368.528.704	15.273.456.468
Yüzde Değişim	18,3%	15,2%	34,3%
Satışlara Oranı	28,1%	27,9%	29,8%
Finansal Varlık Endeks Farkı	8.992.053.054	11.056.758.513	13.369.190.711
Yüzde Değişim	26,9%	23,0%	20,9%
Satışlara Oranı	25,57%	27,10%	26,10%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	10.869.311.581	12.301.886.848	15.825.024.222
Yüzde Değişim	16,3%	13,2%	28,6%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.
Akat Mah. Edulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 39 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	30,91%	30,15%	30,89%
Kayıp Elektrik Geliri	3.064.858.170	3.348.394.224	3.648.872.588
Yüzde Değişim	11,9%	9,3%	9,0%
Satışlara Oranı	8,72%	8,21%	7,12%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	1.144.094.563	1.307.277.871	1.474.774.382
Yüzde Değişim	17,1%	14,3%	12,8%
Satışlara Oranı	3,25%	3,20%	2,88%
Genel Aydınlatma Geliri	1.221.701.212	1.422.939.873	1.638.617.615
Yüzde Değişim	20,2%	16,5%	15,2%
Satışlara Oranı	3,47%	3,49%	3,20%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	-24.005.012.668	-27.163.149.179	-33.021.907.394
Yüzde Değişim	16,6%	13,2%	21,6%
Satışlara Oranı	-68,27%	-66,57%	-64,46%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	-9.469.576.757	-10.717.666.973	-13.787.099.618
Yüzde Değişim	16,3%	13,2%	28,6%
Satışlara Oranı	-26,93%	-26,27%	-26,91%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	-6.408.993.264	-7.370.479.157	-8.726.461.243
Yüzde Değişim	18,1%	15,0%	18,4%
Satışlara Oranı	-18,23%	-18,06%	-17,03%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	-2.378.573.484	-2.692.069.469	-3.463.051.244
Yüzde Değişim	16,3%	13,2%	28,6%
Satışlara Oranı	-6,76%	-6,60%	-6,76%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	-1.480.323.745	-1.675.430.414	-1.874.136.462
Yüzde Değişim	16,3%	13,2%	11,9%
Satışlara Oranı	-4,21%	-4,11%	-3,66%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	-77.733.931	-88.838.883	-130.896.919
Yüzde Değişim	17,4%	14,3%	47,3%
Satışlara Oranı	-0,22%	-0,22%	-0,26%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	-2.996.510.831	-3.228.803.105	-3.439.736.791
Yüzde Değişim	13,2%	7,8%	6,5%
Satışlara Oranı	-8,52%	-7,91%	-6,71%
Genel Aydınlatma Maliyeti	-1.193.300.656	-1.389.861.177	-1.600.525.118
Yüzde Değişim	20,2%	16,5%	15,2%
Satışlara Oranı	-3,39%	-3,41%	-3,12%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2032T	2033T	2034T
Net Satış Geliri	58.500.165.862	66.568.122.696	75.394.391.275
Yüzde Değişim	14,2%	13,8%	13,3%
Sistem İşletim Geliri	17.383.998.500	19.779.404.609	22.498.546.789
Yüzde Değişim	13,8%	13,8%	13,7%
Satışlara Oranı	29,7%	29,7%	29,8%
Finansal Varlık Endeks Farkı	15.936.023.131	18.689.361.943	21.661.914.948

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Yüzde Değişim	19,2%	17,3%	15,9%
Satışlara Oranı	27,24%	28,08%	28,73%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	17.701.872.095	19.801.314.125	22.149.749.981
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	30,26%	29,75%	29,38%
Kayıp Elektrik Geliri	3.932.650.246	4.237.236.192	4.461.929.045
Yüzde Değişim	7,8%	7,7%	5,3%
Satışlara Oranı	6,72%	6,37%	5,92%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	1.662.555.195	1.876.854.759	2.122.220.024
Yüzde Değişim	12,7%	12,9%	13,1%
Satışlara Oranı	2,84%	2,82%	2,81%
Genel Aydınlatma Geliri	1.883.066.696	2.183.951.067	2.500.000.490
Yüzde Değişim	14,9%	16,0%	14,5%
Satışlara Oranı	3,22%	3,28%	3,32%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	-36.943.445.539	-41.402.486.042	-46.280.498.168
Yüzde Değişim	11,9%	12,1%	11,8%
Satışlara Oranı	-63,15%	-62,20%	-61,38%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	-15.444.883.403	-17.276.646.574	-19.325.656.858
Yüzde Değişim	12,0%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-26,40%	-25,95%	-25,63%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	-9.918.087.886	-11.271.123.978	-12.807.314.560
Yüzde Değişim	13,7%	13,6%	13,6%
Satışlara Oranı	-16,95%	-16,93%	-16,99%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	-3.873.769.122	-4.333.198.140	-4.847.115.439
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-6,62%	-6,51%	-6,43%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	-2.096.409.046	-2.345.043.159	-2.623.165.277
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-3,58%	-3,52%	-3,48%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	-148.771.318	-169.066.860	-192.109.718
Yüzde Değişim	13,7%	13,6%	13,6%
Satışlara Oranı	-0,25%	-0,25%	-0,25%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	-3.622.233.208	-3.874.225.981	-4.043.252.656
Yüzde Değişim	5,3%	7,0%	4,4%
Satışlara Oranı	-6,19%	-5,82%	-5,36%
Genel Aydınlatma Maliyeti	-1.839.291.557	-2.133.181.351	-2.441.883.659
Yüzde Değişim	14,9%	16,0%	14,5%
Satışlara Oranı	-3,14%	-3,20%	-3,24%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2035T	2036T	2037T
Net Satış Geliri	85.215.966.228	104.535.429.525	118.964.282.635
Yüzde Değişim	13,0%	22,7%	13,8%
Sistem İşletim Geliri	25.590.169.433	32.778.766.421	37.282.179.538

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah/Ebulula Mardin Cad./Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335/İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Yüzde Değişim	13,7%	28,1%	13,7%
Satışlara Oranı	30,0%	31,4%	31,3%
Finansal Varlık Endeks Farkı	24.860.303.055	28.918.053.461	34.022.814.408
Yüzde Değişim	14,8%	16,3%	17,7%
Satışlara Oranı	29,17%	27,66%	28,60%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	24.776.710.328	31.872.512.399	35.652.592.370
Yüzde Değişim	11,9%	28,6%	11,9%
Satışlara Oranı	29,08%	30,49%	29,97%
Kayıp Elektrik Geliri	4.709.007.360	4.935.882.881	5.131.242.280
Yüzde Değişim	5,5%	4,8%	4,0%
Satışlara Oranı	5,53%	4,72%	4,31%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	2.404.199.804	2.729.616.267	3.106.918.982
Yüzde Değişim	13,3%	13,5%	13,8%
Satışlara Oranı	2,82%	2,61%	2,61%
Genel Aydınlatma Geliri	2.875.576.248	3.300.598.097	3.768.535.056
Yüzde Değişim	15,0%	14,8%	14,2%
Satışlara Oranı	3,37%	3,16%	3,17%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	-51.776.921.693	-64.964.987.955	-72.674.350.559
Yüzde Değişim	11,9%	25,5%	11,9%
Satışlara Oranı	-60,76%	-62,15%	-61,09%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	-21.617.679.762	-27.808.767.068	-31.106.886.843
Yüzde Değişim	11,9%	28,6%	11,9%
Satışlara Oranı	-25,37%	-26,60%	-26,15%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	-14.551.324.474	-19.012.391.563	-21.599.274.050
Yüzde Değişim	13,6%	30,7%	13,6%
Satışlara Oranı	-17,08%	-18,19%	-18,16%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	-5.421.983.330	-6.974.785.136	-7.801.994.653
Yüzde Değişim	11,9%	28,6%	11,9%
Satışlara Oranı	-6,36%	-6,67%	-6,56%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	-2.934.272.679	-3.282.277.419	-3.671.555.521
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-3,44%	-3,14%	-3,09%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	-218.269.867	-285.185.873	-323.989.111
Yüzde Değişim	13,6%	30,7%	13,6%
Satışlara Oranı	-0,26%	-0,27%	-0,27%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	-4.224.663.072	-4.377.710.904	-4.489.721.434
Yüzde Değişim	4,5%	3,6%	2,6%
Satışlara Oranı	-4,96%	-4,19%	-3,77%
Genel Aydınlatma Maliyeti	-2.808.728.509	-3.223.869.991	-3.680.928.947
Yüzde Değişim	15,0%	14,8%	14,2%
Satışlara Oranı	-3,30%	-3,08%	-3,09%

Kaynak : Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Bin TL	2038T	2039T	2040T
Net Satış Geliri	135.293.728.731	153.593.078.159	174.126.132.288
Yüzde Değişim	13,7%	13,5%	13,4%
Sistem İşletim Geliri	42.399.884.015	48.214.062.462	54.817.608.521
Yüzde Değişim	13,7%	13,7%	13,7%
Satışlara Oranı	31,3%	31,4%	31,5%
Finansal Varlık Endeks Farkı	39.749.847.806	46.161.232.891	53.325.905.688
Yüzde Değişim	16,8%	16,1%	15,5%
Satışlara Oranı	29,38%	30,05%	30,62%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	39.880.989.825	44.610.875.218	49.901.725.019
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	29,48%	29,04%	28,66%
Kayıp Elektrik Geliri	5.384.446.388	5.557.217.754	5.688.737.313
Yüzde Değişim	4,9%	3,2%	2,4%
Satışlara Oranı	3,98%	3,62%	3,27%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	3.546.647.975	4.062.040.798	4.669.830.134
Yüzde Değişim	14,2%	14,5%	15,0%
Satışlara Oranı	2,62%	2,64%	2,68%
Genel Aydınlatma Geliri	4.331.912.721	4.987.649.034	5.722.325.613
Yüzde Değişim	14,9%	15,1%	14,7%
Satışlara Oranı	3,20%	3,25%	3,29%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	-81.405.615.825	-91.129.996.054	-102.001.243.153
Yüzde Değişim	12,0%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-60,17%	-59,33%	-58,58%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	-34.796.163.622	-38.922.988.628	-43.539.255.079
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-25,72%	-25,34%	-25,00%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	-24.534.522.117	-27.864.689.059	-31.642.513.934
Yüzde Değişim	13,6%	13,6%	13,6%
Satışlara Oranı	-18,13%	-18,14%	-18,17%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	-8.727.311.219	-9.762.370.329	-10.920.187.450
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-6,45%	-6,36%	-6,27%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	-4.107.002.006	-4.594.092.444	-5.138.951.807
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-3,04%	-2,99%	-2,95%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	-368.017.832	-417.970.336	-474.637.709
Yüzde Değişim	13,6%	13,6%	13,6%
Satışlara Oranı	-0,27%	-0,27%	-0,27%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	-4.641.389.104	-4.696.182.744	-4.696.396.906
Yüzde Değişim	3,4%	1,2%	0,0%
Satışlara Oranı	-3,43%	-3,06%	-2,70%
Genel Aydınlatma Maliyeti	-4.231.209.925	-4.871.702.514	-5.589.300.267
Yüzde Değişim	14,9%	15,1%	14,7%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	-3,13%	-3,17%	-3,21%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2041T	2042T	2043T
Net Satış Geliri	197.358.278.093	223.153.846.143	37.788.304.827
Yüzde Değişim	13,3%	13,1%	-83,1%
Sistem İşletim Geliri	62.284.188.612	70.375.137.859	0
Yüzde Değişim	13,6%	13,0%	-100,0%
Satışlara Oranı	31,6%	31,5%	0,0%
Finansal Varlık Endeks Farkı	61.415.860.375	70.651.338.767	37.788.304.827
Yüzde Değişim	15,2%	15,0%	-46,5%
Satışlara Oranı	31,12%	31,66%	100,00%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Satış Geliri	55.820.069.606	62.440.329.862	0
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	-100,0%
Satışlara Oranı	28,28%	27,98%	0,00%
Kayıp Elektrik Geliri	5.849.842.474	5.896.782.165	0
Yüzde Değişim	2,8%	0,8%	-100,0%
Satışlara Oranı	2,96%	2,64%	0,00%
Diğer Gelirler - Şirkete Kalan	5.391.293.613	6.253.637.796	0
Yüzde Değişim	15,4%	16,0%	-100,0%
Satışlara Oranı	2,73%	2,80%	0,00%
Genel Aydınlatma Geliri	6.597.023.413	7.536.619.695	0
Yüzde Değişim	15,3%	14,2%	-100,0%
Satışlara Oranı	3,34%	3,38%	0,00%
Satılan Mal ve Hizmet Maliyeti	-114.967.210.248	-129.473.761.332	0
Yüzde Değişim	12,7%	12,6%	-100,0%
Satışlara Oranı	-58,25%	-58,02%	0,00%
Gerçekleşen Yatırım Harcaması Maliyeti	-48.703.010.732	-54.479.187.804	0
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	-100,0%
Satışlara Oranı	-24,68%	-24,41%	0,00%
Gerçekleşen Sabit + Değişken Maliyeti (OPEX)	-35.927.740.124	-40.788.041.921	0
Yüzde Değişim	13,5%	13,5%	-100,0%
Satışlara Oranı	-18,20%	-18,28%	0,00%
Gerçekleşen Planlı Bakım Harcaması	-12.215.321.682	-13.664.058.834	0
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	-100,0%
Satışlara Oranı	-6,19%	-6,12%	0,00%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	-5.748.431.492	-6.430.195.467	0
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	-100,0%
Satışlara Oranı	-2,91%	-2,88%	0,00%
Gerçekleşen AR-GE Maliyeti (OPEX) - Haziran	-538.916.102	-611.820.629	0
Yüzde Değişim	13,5%	13,5%	-100,0%
Satışlara Oranı	-0,27%	-0,27%	0,00%
Gerçekleşen Kayıp-Kaçak Elektrik Toplam Maliyeti	-5.390.125.911	-6.139.038.730	0
Yüzde Değişim	14,8%	13,9%	-100,0%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Eğulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	-2,73%	-2,75%	0,00%
Genel Aydınlatma Maliyeti	-6.443.664.205	-7.361.417.948	0
Yüzde Değişim	15,3%	14,2%	-100,0%
Satışlara Oranı	-3,26%	-3,30%	0,00%

Kaynak : Vakıf Yatırım

VEPSAŞ Projeksiyonlar

VEPSAŞ, 31.12.2042'ye kadar geçerli olmak üzere Tedarik Lisansı mevcut olup görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgesindeki düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışının yanı sıra herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın da Türkiye genelindeki serbest müşterilere elektrik satışı gerçekleştirmektedir.
VEPSAŞ, görevli tedarik şirketi olarak serbest olmayan tüketici gruplarına yönelik elektrik enerjisi satışını yürütmekte olup, söz konusu faaliyet perakende satış tarifesi çerçevesinde düzenlenmektedir. Bu kapsamda VEPSAŞ'ın gelirleri ve kârlılığı, serbest piyasa rekabetiyle oluşan marjlar üzerinden değil; tarifede tanımlanan izin verilen perakende hizmet bedeli/işletme giderleri ve sınırlı brüt kâr marjı çerçevesinde şekillenmektedir. Dolayısıyla perakende satış faaliyeti açısından "ciro artışı" tek başına ekonomik değer yaratımını açıklayıcı bir gösterge olmayıp; değer sürücüleri esas itibarıyla tarife kapsamında tanımlanan marj yapısının istikrarı, faaliyet hacmi ile marjın etkileşimi ve özellikle işletme sermayesi / tahsilat dinamikleri üzerinden okunmaktadır. Perakende satış tarifesi, görevli tedarik şirketlerinin serbest olmayan tüketicilere enerji satışına ilişkin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli maliyetler üzerinden belirlenmektedir. Bu kapsamda perakende satış tarifesi; enerji maliyetleri, işletme giderleri, faaliyetlerden kaynaklanan diğer maliyetler ile belirlenen brüt kâr marjı (%2,38) dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Bu yapı, perakende faaliyetinin regüle edilmiş bir ticari faaliyet olarak kârlılığının sınırlandığını göstermektedir. Perakende satış tarifesi, görevli tedarik şirketlerinin serbest olmayan tüketicilere yönelik elektrik enerjisi satış faaliyetlerini finansal sürdürülebilirlik içinde yürütebilmelerini teminen, öngörülebilir ve regüle edilmiş bir maliyet + getiri çerçevesi üzerinden belirlenmektedir. Bu kapsamda perakende satış tarifesi; enerji maliyetleri, işletme giderleri, faaliyetlerden kaynaklanan diğer maliyetler ile belirlenen brüt kâr marjı (%2,38) dikkate alınarak oluşturulmaktadır. Dolayısıyla, görevli tedarik şirketlerinin perakende satış faaliyetleri kapsamında maruz kaldıkları tahsilat riski;

- Serbest piyasa koşullarında olduğu gibi sınırsız bir ticari risk niteliği taşımamakta,
- Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu tarafından belirlenen tarife yapısı içinde regüle edilmekte,

Şirket kârlılığı üzerinde öngörülemez ve yapısal bir baskı unsuru oluşturmamaktadır.
Bu tarife yapısı içerisinde, görevli tedarik şirketlerinin faaliyetlerinden kaynaklanan tahsilat riski ve benzeri ticari riskler, regülasyon tarafından tarife bileşenleri içine dâhil edilmekte ve şirketlerin kontrolü dışında gelişen ödeme gecikmeleri ve tahsil edilememe riskleri sistematik olarak fiyatlama mekanizması içinde karşılanmaktadır.

- **Hasılat:** VEPSAŞ'ın hasılatı ağırlıklı olarak ulusal tarife ve serbest tüketici satış gelirlerinden oluşmakta olup, her iki gelir unsuru da alım miktarının alış maliyeti ile çarpılarak üzerine kâr marjının eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

- **Satışların Maliyeti:** Satışların maliyeti ağırlıklı olarak ulusal tarife enerji alım maliyet ile serbest tüketici enerji alım maliyetinden oluşmakta olup, **EÜAŞ ve EPİAŞ alım miktarının birim maliyetler ile çarpılması suretiyle tahmin edilmektedir.**

VEPSAŞ projeksiyonunda ise 2026 yılı ve sonrasında enerji fiyatlarına yönelik devlet desteğinin sona ereceği ve enerji fiyatlarının serbest piyasa koşullarında oluşacağı varsayılmıştır. Enerji birim fiyatlarının artmasına bağlı olarak enerji maliyetlerinin artacağı, buna paralel şekilde regüle müşterilerden elde edilen hasılatın da maliyet artışı ile uyumlu şekilde artacağı öngörülmektedir. Ayrıca, serbest tüketici limitlerinin yıllar itibarıyla düşmesi sonucu serbest tüketici portföyünün artacağı ve bunun da hasılat üzerinde artırıcı etki yaratacağı değerlendirilmiştir.
VEPSAŞ projeksiyonlarının oluşturulmasında temel prensip, enerji fiyatlarının serbest piyasa koşullarında belirlenmesi ve oluşan maliyet yapısı çerçevesinde satış gelirlerinin şekillenmesidir. Geçmiş dönemde uygulanan devlet destekleri, tarife fiyatlarının sınırlandırılması amacıyla uygulanmış olup, projeksiyon döneminde söz konusu desteklerin devam edeceğine yönelik bir varsayımda

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

bulunulmamış ve tarife fiyatlarının herhangi bir destek mekanizması olmaksızın oluşacağı kabul edilmiştir.

VEPS**AŞ için oluşturulan hasılat**, maliyet ve faaliyet giderleri **projeksiyonuna aşağıda yer** verilmektedir:

Bin TL	2023	2024	2025
Net Satış Geliri	10.442.872	5.948.383	4.774.081
Yüzde Değişim		-43,0%	-19,7%
Ulusal Tarife Satış Geliri	7.430.316	3.811.898	2.831.009
Yüzde Değişim		-48,7%	-25,7%
Satışlara Oranı	71,2%	64,1%	59,3%
Perakende Satış Gelir Tavanı	737.606	621.039	585.260
Yüzde Değişim		-15,8%	-5,8%
Satışlara Oranı	7,1%	10,4%	12,3%
Serbest Tüketici Satış Geliri	2.274.949	1.515.446	1.357.811
Yüzde Değişim		-33,4%	-10,4%
Satışlara Oranı	21,8%	25,5%	28,4%
Satışların Maliyeti	-9.117.410	-4.791.688	-3.936.226
Yüzde Değişim		-47,4%	-17,9%
Satışlara Oranı	-87,3%	-80,6%	-82,4%
Ulusal Tarife Enerji Alım Maliyeti	-7.257.586	-3.723.284	-2.765.198
Yüzde Değişim		-48,7%	-25,7%
Satışlara Oranı	-69,5%	-62,6%	-57,9%
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	-1.859.824	-1.068.404	-1.171.028
Yüzde Değişim		-42,6%	9,6%
Satışlara Oranı	-17,8%	-18,0%	-24,5%

Kaynak : Şirket

Bin TL	2026T*	2027T	2028T
Net Satış Geliri	4.455.556.309	6.651.670.382	9.944.896.245
Yüzde Değişim	5,46%	49,29%	49,51%
Ulusal Tarife Satış Geliri	2.574.674.219	3.929.082.373	5.539.355.194
Yüzde Değişim	3,2%	52,6%	41,0%
Satışlara Oranı	57,8%	59,1%	55,7%
Perakende Satış Gelir Tavanı	931.284.382	624.706.613	750.406.734
Yüzde Değişim	91,5%	-32,9%	20,1%
Satışlara Oranı	20,9%	9,4%	7,5%
Serbest Tüketici Satış Geliri	949.597.708	2.097.881.395	3.655.134.318
Yüzde Değişim	-23,6%	120,9%	74,2%
Satışlara Oranı	21,3%	31,5%	36,8%
Satışların Maliyeti	**-3.869.170.532**	**-6.440.370.223**	**-9.623.466.909**
Yüzde Değişim	-2,2%	66,5%	49,4%
Satışlara Oranı	-86,8%	-96,8%	-96,8%
Ulusal Tarife Enerji Alım Maliyeti	**-2.539.849.320**	**-3.837.744.064**	**-5.410.583.311**

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiuula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Yüzde Değişim	1,8%	51,1%	41,0%
Satışlara Oranı	-57,0%	-57,7%	-54,4%
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	**-856.994.847**	**-1.975.116.513**	**-3.445.609.185**
Yüzde Değişim	-17,0%	130,5%	74,5%
Satışlara Oranı	-19,2%	-29,7%	-34,6%
Gerçekleşen Ulusal Tarife Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-440.738.200**	**-550.129.056**	**-661.544.847**
Yüzde Değişim	9,8%	24,8%	20,3%
Satışlara Oranı	-9,9%	-8,3%	-6,7%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	**-25.321.780**	**-63.352.881**	**-79.818.515**
Yüzde Değişim	4,1%	150,2%	26,0%
Satışlara Oranı	-0,6%	-1,0%	-0,8%
Gerçekleşen Serbest Tüketici Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-6.266.384**	**-14.027.709**	**-25.911.052**
Yüzde Değişim	75,7%	123,9%	84,7%
Satışlara Oranı	-0,1%	-0,2%	-0,3%

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 tüm yıl tahminini içermektedir.*

Bin TL	2029T	2030T	2031T
Net Satış Geliri	14.433.931.225	17.801.016.974	19.460.390.936
Yüzde Değişim	45,14%	23,33%	9,32%
Ulusal Tarife Satış Geliri	7.681.318.279	9.079.357.605	9.231.469.153
Yüzde Değişim	38,7%	18,2%	1,7%
Satışlara Oranı	53,2%	51,0%	47,4%
Perakende Satış Gelir Tavanı	880.079.365	1.004.935.475	1.285.218.223
Yüzde Değişim	17,3%	14,2%	27,9%
Satışlara Oranı	6,1%	5,6%	6,6%
Serbest Tüketici Satış Geliri	5.872.533.580	7.716.723.894	8.943.703.560
Yüzde Değişim	60,7%	31,4%	15,9%
Satışlara Oranı	40,7%	43,3%	46,0%
Satışların Maliyeti	**-13.942.888.267**	**-17.167.029.651**	**-18.745.556.360**
Yüzde Değişim	44,9%	23,1%	9,2%
Satışlara Oranı	-96,6%	-96,4%	-96,3%
Ulusal Tarife Enerji Alım Maliyeti	**-7.502.752.763**	**-8.868.292.249**	**-9.016.867.702**
Yüzde Değişim	38,7%	18,2%	1,7%
Satışlara Oranı	-52,0%	-49,8%	-46,3%
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	**-5.537.408.792**	**-7.264.776.755**	**-8.409.276.195**
Yüzde Değişim	60,7%	31,2%	15,8%
Satışlara Oranı	-38,4%	-40,8%	-43,2%
Gerçekleşen Ulusal Tarife Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-776.699.833**	**-887.851.003**	**-1.152.801.981**
Yüzde Değişim	17,4%	14,3%	29,8%
Satışlara Oranı	-5,4%	-5,0%	-5,9%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	**-94.309.777**	**-108.195.173**	**-121.529.420**
Yüzde Değişim	18,2%	14,7%	12,3%
Satışlara Oranı	-0,7%	-0,6%	-0,6%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Gerçekleşen Serbest Tüketici Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-31.717.101**	**-37.914.471**	**-45.081.062**
Yüzde Değişim	22,4%	19,5%	18,9%
Satışlara Oranı	-0,2%	-0,2%	-0,2%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2032T	2033T	2034T
Net Satış Geliri	22.353.490.170	26.112.880.332	30.848.559.255
Yüzde Değişim	14,87%	16,82%	18,14%
Ulusal Tarife Satış Geliri	10.078.956.878	11.281.959.981	13.054.206.939
Yüzde Değişim	9,2%	11,9%	15,7%
Satışlara Oranı	45,1%	43,2%	42,3%
Perakende Satış Gelir Tavanı	1.448.957.593	1.633.687.206	1.842.116.974
Yüzde Değişim	12,7%	12,7%	12,8%
Satışlara Oranı	6,5%	6,3%	6,0%
Serbest Tüketici Satış Geliri	10.825.575.699	13.197.233.145	15.952.235.342
Yüzde Değişim	21,0%	21,9%	20,9%
Satışlara Oranı	48,4%	50,5%	51,7%
Satışların Maliyeti	**-21.502.273.198**	**-25.085.210.990**	**-29.607.067.320**
Yüzde Değişim	14,7%	16,7%	18,0%
Satışlara Oranı	-96,2%	-96,1%	-96,0%
Ulusal Tarife Enerji Alım Maliyeti	**-9.844.654.110**	**-11.019.691.327**	**-12.750.739.342**
Yüzde Değişim	9,2%	11,9%	15,7%
Satışlara Oranı	-44,0%	-42,2%	-41,3%
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	**-10.167.189.461**	**-12.381.724.432**	**-14.953.895.037**
Yüzde Değişim	20,9%	21,8%	20,8%
Satışlara Oranı	-45,5%	-47,4%	-48,5%
Gerçekleşen Ulusal Tarife Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-1.300.735.276**	**-1.467.770.119**	**-1.656.390.444**
Yüzde Değişim	12,8%	12,8%	12,9%
Satışlara Oranı	-5,8%	-5,6%	-5,4%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	**-136.114.665**	**-152.380.500**	**-170.484.637**
Yüzde Değişim	12,0%	12,0%	11,9%
Satışlara Oranı	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Gerçekleşen Serbest Tüketici Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-53.579.686**	**-63.644.612**	**-75.557.860**
Yüzde Değişim	18,9%	18,8%	18,7%
Satışlara Oranı	-0,2%	-0,2%	-0,2%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2035T	2036T	2037T
Net Satış Geliri	35.510.876.886	40.919.557.097	47.941.514.339
Yüzde Değişim	15,11%	15,23%	17,16%
Ulusal Tarife Satış Geliri	14.748.039.533	16.579.959.429	18.978.454.685
Yüzde Değişim	13,0%	12,4%	14,5%
Satışlara Oranı	41,5%	40,5%	39,6%
Perakende Satış Gelir Tavanı	2.077.307.077	2.660.461.056	2.998.032.548
Yüzde Değişim	12,8%	28,1%	12,7%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	5,8%	6,5%	6,3%
Serbest Tüketici Satış Geliri	18.685.530.276	21.679.136.611	25.965.027.106
Yüzde Değişim	17,1%	16,0%	19,8%
Satışlara Oranı	52,6%	53,0%	54,2%
Satışların Maliyeti	**-34.056.590.175**	**-39.226.504.091**	**-45.912.313.675**
Yüzde Değişim	15,0%	15,2%	17,0%
Satışlara Oranı	-95,9%	-95,9%	-95,8%
Ulusal Tarife Enerji Alım Maliyeti	**-14.405.195.871**	**-16.194.529.624**	**-18.537.267.713**
Yüzde Değişim	13,0%	12,4%	14,5%
Satışlara Oranı	-40,6%	-39,6%	-38,7%
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	**-17.501.573.496**	**-20.289.444.029**	**-24.282.681.786**
Yüzde Değişim	17,0%	15,9%	19,7%
Satışlara Oranı	-49,3%	-49,6%	-50,7%
Gerçekleşen Ulusal Tarife Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-1.869.403.394**	**-2.424.877.970**	**-2.734.311.532**
Yüzde Değişim	12,9%	29,7%	12,8%
Satışlara Oranı	-5,3%	-5,9%	-5,7%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	**-190.759.885**	**-213.409.800**	**-238.749.190**
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Gerçekleşen Serbest Tüketici Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-89.657.529**	**-104.242.669**	**-119.303.454**
Yüzde Değişim	18,7%	16,3%	14,4%
Satışlara Oranı	-0,3%	-0,3%	-0,2%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2038T	2039T	2040T
Net Satış Geliri	55.507.126.160	64.412.196.374	74.270.588.142
Yüzde Değişim	15,78%	16,04%	15,31%
Ulusal Tarife Satış Geliri	21.511.085.293	24.447.095.417	27.597.495.750
Yüzde Değişim	13,3%	13,6%	12,9%
Satışlara Oranı	38,8%	38,0%	37,2%
Perakende Satış Gelir Tavanı	3.379.524.667	3.809.797.532	4.295.120.904
Yüzde Değişim	12,7%	12,7%	12,7%
Satışlara Oranı	6,1%	5,9%	5,8%
Serbest Tüketici Satış Geliri	30.616.516.200	36.155.303.425	42.377.971.488
Yüzde Değişim	17,9%	18,1%	17,2%
Satışlara Oranı	55,2%	56,1%	57,1%
Satışların Maliyeti	**-53.110.136.326**	**-61.575.565.485**	**-70.940.100.294**
Yüzde Değişim	15,7%	15,9%	15,2%
Satışlara Oranı	-95,7%	-95,6%	-95,5%
Ulusal Tarife **Enerji Alım Maliyeti**	**-21.011.022.947**	**-23.878.780.442**	**-26.955.944.276**
Yüzde Değişim	13,3%	13,6%	12,9%
Satışlara Oranı	-37,9%	-37,1%	-36,3%
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	**-28.611.611.116**	**-33.763.382.631**	**-39.547.560.259**
Yüzde Değişim	17,8%	18,0%	17,1%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Satışlara Oranı	-51,5%	-52,4%	-53,2%
Gerçekleşen Ulusal Tarife Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-3.084.293.705**	**-3.479.287.818**	**-3.925.112.304**
Yüzde Değişim	12,8%	12,8%	12,8%
Satışlara Oranı	-5,6%	-5,4%	-5,3%
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	**-267.090.257**	**-298.807.323**	**-334.279.191**
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	11,9%
Satışlara Oranı	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Gerçekleşen Serbest Tüketici Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-136.118.301**	**-155.307.271**	**-177.204.264**
Yüzde Değişim	14,1%	14,1%	14,1%
Satışlara Oranı	-0,2%	-0,2%	-0,2%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2041T	2042T	2043T
Net Satış Geliri	84.440.591.040	99.586.093.209	0
Yüzde Değişim	13,69%	17,94%	-100,00%
Ulusal **Tarife Satış Geliri**	30.655.740.457	35.379.162.011	0
Yüzde Değişim	11,1%	15,4%	-100,0%
Satışlara Oranı	36,3%	35,5%	
Perakende Satış Gelir Tavanı	4.842.576.894	5.460.160.555	0
Yüzde Değişim	12,7%	12,8%	-100,0%
Satışlara Oranı	5,7%	5,5%	
Serbest Tüketici Satış Geliri	48.942.273.689	58.746.770.643	0
Yüzde Değişim	15,5%	20,0%	-100,0%
Satışlara Oranı	58,0%	59,0%	
Satışların Maliyeti	**-80.590.247.610**	**-94.954.849.514**	**0**
Yüzde Değişim	13,6%	17,8%	-100,0%
Satışlara Oranı	-95,4%	-95,3%	
Ulusal Tarife Enerji Alım Maliyeti	**-29.943.094.801**	**-34.556.712.259**	**0**
Yüzde Değişim	11,1%	15,4%	-100,0%
Satışlara Oranı	-35,5%	-34,7%	
Serbest Tüketici Enerji Alım Maliyeti	**-45.642.675.701**	**-54.752.716.103**	**0**
Yüzde Değişim	15,4%	20,0%	-100,0%
Satışlara Oranı	-54,1%	-55,0%	
Gerçekleşen Ulusal Tarife Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-4.428.343.804**	**-4.996.411.296**	**0**
Yüzde Değişim	12,8%	12,8%	-100,0%
Satışlara Oranı	-5,2%	-5,0%	
Gerçekleşen Kontrol Edilemeyen Maliyet (OPEX)	**-373.947.221**	**-418.319.881**	**0**
Yüzde Değişim	11,9%	11,9%	-100,0%
Satışlara Oranı	-0,4%	-0,4%	
Gerçekleşen Serbest Tüketici Müşterileri İşletme Gideri (OPEX)	**-202.186.083**	**-230.689.975**	**0**
Yüzde Değişim	14,1%	14,1%	-100,0%
Satışlara Oranı	-0,2%	-0,2%	

Kaynak : Vakıf Yatırım

VAKIFYATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F/2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

LİNA Projeksiyonlar

LİNA'nın iş modeli, Grup bünyesinde dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin belirli operasyonel bileşenlerinin (OPEX, Planlı Bakım ve belirli CAPEX kalemleri) hizmet/outsourcing yaklaşımıyla yürütülmesine dayanmakta olup; LİNA'nın gelirlerinin tamamı Grup içi hizmet alıcılarına (VEDAŞ/VEPSAŞ) sunulan hizmetlerden türemektedir. Bu kapsamda LİNA'nın ekonomik modeli; "nihai tüketiciye satış" yerine, tarife mekanizması kapsamında şekillenen bütçe ve tavanlar üzerinden tanımlanan hizmet kapsamı ve hizmet payları ile önceden belirlenen kârlılık oranları (margin/markup) ekseninde oluşmaktadır.
LİNA'nın değer sürücüleri; (i) OPEX, Planlı Bakım ve CAPEX kapsamındaki hizmet payı, (ii) bu hizmet gruplarına uygulanacak kârlılık oranları ve (iii) hizmet sunumu sırasında oluşan maliyetlerin bütçe/gerçekleşme performansı ve verimlilik düzeyi olarak özetlenebilir. Bu itibarla LİNA özelinde kârlılık, ağırlıklı olarak "hizmet ölçeği + marj" bileşenlerine bağlı olup; maliyet yönetimi (işçilik, taşeron, bakım operasyonları, tedarik maliyetleri vb.) sapmaları şirketin operasyonel performansı açısından kritik önemdedir.
LİNA'nın hasılatı ağırlıklı olarak dağıtımdan ve planlı bakımdan kaynaklanan OPEX gelirleri ile dağıtımdan kaynaklanan CAPEX gelirlerinden oluşmakta olup, LİNA için oluşturulan hasılat, maliyet ve faaliyet giderleri projeksiyonuna aşağıda yer verilmektedir:

Bin TL	2023	2024	2025
Net Satış Geliri	146.709	0	2.217.068

Kaynak : Şirket

Bin TL	2026T*	2027T	2028T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	1.777.664.216	2.241.532.390	2.712.460.934
Yüzde Değişim	15%	26%	21%
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	1.387.521.724	1.718.168.150	2.045.908.725
Yüzde Değişim	213%	24%	19%
OPEX Geliri - Perakende	220.369.100	275.064.528	330.772.424
Yüzde Değişim	271%	25%	20%
CAPEX Geliri - **Dağıtım**	1.381.000.372	1.710.092.761	2.036.292.955
Yüzde Değişim		24%	19%
Net Satış Geliri	4.766.555.412	5.944.857.829	7.125.435.037
Yüzde Değişim	132%	25%	20%
OPEX Gideri - **Dağıtım**	**-1.036.970.793**	**-1.307.560.561**	**-1.582.268.878**
Yüzde Değişim	-9%	26%	21%
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	**-925.014.482**	**-1.145.445.434**	**-1.363.939.150**
Yüzde Değişim	191%	24%	19%
OPEX Gideri - Perakende	**-176.295.280**	**-220.051.622**	**-264.617.939**
Yüzde Değişim	247%	25%	20%
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	**-292.301.626**	**-361.957.104**	**-431.000.421**
Yüzde Değişim	-176%	24%	19%
Bin TL	2029T	2030T	2031T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	3.204.496.632	3.685.239.579	4.363.230.622
Yüzde Değişim	18%	15%	18%
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	2.378.573.484	2.692.069.469	3.463.051.244
Yüzde Değişim	16%	13%	29%
OPEX Geliri - Perakende	388.349.916	443.925.501	576.400.991

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Yüzde Değişim	17%	14%	30%
CAPEX Geliri - **Dağıtım**	2.367.394.189	2.679.416.743	3.446.774.904
Yüzde Değişim	16%	13%	29%
Net Satış Geliri	8.338.814.221	9.500.651.292	11.849.457.761
Yüzde Değişim	17%	14%	25%
OPEX Gideri - **Dağıtım**	-1.869.289.702	-2.149.723.088	-2.617.938.373
Yüzde Değişim	18%	15%	22%
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	-1.585.715.656	-1.794.712.979	-2.308.700.829
Yüzde Değişim	16%	13%	29%
OPEX Gideri - Perakende	-310.679.933	-355.140.401	-461.120.792
Yüzde Değişim	17%	14%	30%
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	-501.081.090	-567.123.577	-729.542.098
Yüzde Değişim	16%	13%	29%

Kaynak : Vakıf Yatırım
2026 tüm yıl tahminini içermektedir.

Bin TL	2029T	2030T	2031T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	3.204.496.632	3.685.239.579	4.363.230.622
Yüzde Değişim	18%	15%	18%
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	2.378.573.484	2.692.069.469	3.463.051.244
Yüzde Değişim	16%	13%	29%
OPEX Geliri - Perakende	388.349.916	443.925.501	576.400.991
Yüzde Değişim	17%	14%	30%
CAPEX Geliri - **Dağıtım**	2.367.394.189	2.679.416.743	3.446.774.904
Yüzde Değişim	16%	13%	29%
Net Satış Geliri	8.338.814.221	9.500.651.292	11.849.457.761
Yüzde Değişim	17%	14%	25%
OPEX Gideri - **Dağıtım**	**-1.869.289.702**	**-2.149.723.088**	**-2.617.938.373**
Yüzde Değişim	18%	15%	22%
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	**-1.585.715.656**	**-1.794.712.979**	**-2.308.700.829**
Yüzde Değişim	16%	13%	29%
OPEX Gideri - Perakende	**-310.679.933**	**-355.140.401**	**-461.120.792**
Yüzde Değişim	17%	14%	30%
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	**-501.081.090**	**-567.123.577**	**-729.542.098**
Yüzde Değişim	16%	13%	29%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2032T	2033T	2034T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	4.959.043.943	5.635.561.989	6.403.657.280
Yüzde Değişim	14%	14%	14%
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	3.873.769.122	4.333.198.140	4.847.115.439
Yüzde Değişim	12%	12%	12%
OPEX Geliri - Perakende	650.367.638	733.885.059	828.195.222
Yüzde Değişim	13%	13%	13%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

CAPEX Geliri - **Dağıtım**	3.861.220.851	4.319.161.644	4.831.414.215
Yüzde Değişim	12%	12%	12%
Net Satış Geliri	13.344.401.553	15.021.806.832	16.910.382.155
Yüzde Değişim	13%	13%	13%
OPEX Gideri - **Dağıtım**	**-2.975.426.366**	**-3.381.337.193**	**-3.842.194.368**
Yüzde Değişim	14%	14%	14%
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	**-2.582.512.748**	**-2.888.798.760**	**-3.231.410.293**
Yüzde Değişim	12%	12%	12%
OPEX Gideri - Perakende	**-520.294.110**	**-587.108.048**	**-662.556.177**
Yüzde Değişim	13%	13%	13%
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	**-851.902.595**	**-952.938.242**	**-1.065.956.718**
Yüzde Değişim	17%	12%	12%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2035T	2036T	2037T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	7.275.662.237	9.506.195.781	10.799.637.025
Yüzde Değişim	14%	31%	14%
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	5.421.983.330	6.974.785.136	7.801.994.653
Yüzde Değişim	12%	29%	12%
OPEX Geliri - Perakende	934.701.697	1.212.438.985	1.367.155.766
Yüzde Değişim	13%	30%	13%
CAPEX Geliri - **Dağıtım**	5.404.419.940	6.952.191.767	7.776.721.711
Yüzde Değişim	12%	29%	12%
Net Satış Geliri	19.036.767.204	24.645.611.669	27.745.509.155
Yüzde Değişim	13%	29%	13%
OPEX Gideri - **Dağıtım**	**-4.365.397.342**	**-5.703.717.469**	**-6.479.782.215**
Yüzde Değişim	14%	31%	14%
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	**-3.614.655.553**	**-4.649.856.757**	**-5.201.329.769**
Yüzde Değişim	12%	29%	12%
OPEX Gideri - Perakende	**-747.761.358**	**-969.951.188**	**-1.093.724.613**
Yüzde Değişim	13%	30%	13%
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	**-1.192.379.185**	**-1.533.864.659**	**-1.715.781.008**
Yüzde Değişim	12%	29%	12%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2038T	2039T	2040T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	12.267.261.058	13.932.344.530	15.821.256.967
Yüzde Değişim	14%	14%	14%
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	8.727.311.219	9.762.370.329	10.920.187.450
Yüzde Değişim	12%	12%	12%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

OPEX Geliri - Perakende	1.542.146.853	1.739.643.909	1.962.556.152
Yüzde Değişim	13%	13%	13%
CAPEX Geliri - **Dağıtım**	8.699.040.906	9.730.747.157	10.884.813.770
Yüzde Değişim	12%	12%	12%
Net Satış Geliri	31.235.760.035	35.165.105.925	39.588.814.340
Yüzde Değişim	13%	13%	13%
OPEX Gideri - **Dağıtım**	**-7.360.356.635**	**-8.359.406.718**	**-9.492.754.180**
Yüzde Değişim	14%	14%	14%
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	**-5.818.207.479**	**-6.508.246.886**	**-7.280.124.967**
Yüzde Değişim	12%	12%	12%
OPEX Gideri - Perakende	**-1.233.717.482**	**-1.391.715.127**	**-1.570.044.922**
Yüzde Değişim	13%	13%	13%
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	**-1.919.272.635**	**-2.146.898.370**	**-2.401.520.517**
Yüzde Değişim	12%	12%	12%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2041T	2042T	2043T
OPEX Geliri - **Dağıtım**	17.963.870.062	20.394.020.960	0
Yüzde Değişim	14%	14%	
OPEX Geliri - **Planlı Bakım**	12.215.321.682	13.664.058.834	0
Yüzde Değişim	12%	12%	
OPEX Geliri - Perakende	2.214.171.902	2.498.205.648	0
Yüzde Değişim	13%	13%	
CAPEX Geliri - **Dağıtım**	12.175.752.683	13.619.796.951	0
Yüzde Değişim	12%	12%	
Net Satış Geliri	44.569.116.329	50.176.082.393	0
Yüzde Değişim	13%	13%	
OPEX Gideri - **Dağıtım**	**-10.778.322.037**	**-12.236.412.576**	**0**
Yüzde Değişim	14%	14%	
OPEX Gideri - **Planlı Bakım**	**-8.143.547.788**	**-9.109.372.556**	**0**
Yüzde Değişim	12%	12%	
OPEX Gideri - Perakende	**-1.771.337.522**	**-1.998.564.518**	**0**
Yüzde Değişim	13%	13%	
CAPEX Gideri - **Dağıtım**	**-2.686.340.850**	**-3.004.940.875**	**0**
Yüzde Değişim	12%	12%	

Kaynak : Vakıf Yatırım

5.1.1.1.3. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirket'in 2022-2025 döneminde net işletme sermayesinin hasılata oranı ortalama %7,1 seviyesinde olup, Projeksiyon Dönemi'nde ortalama %4,4 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Bin TL	2026T*	2027T	2028T	2029T
Net işletme sermayesi	1.563.316	1.920.772	2.329.691	2.779.465
Satışlara oranı	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Yüzde Değişim	-9,9%	22,9%	21,3%	19,3%

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 tüm yıl tahminini içermektedir.*

Bin TL	2030T	2031T	2032T	2033T
Net işletme sermayesi	3.117.539	3.570.638	3.879.319	4.224.178
Satışlara oranı	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%
Yüzde Değişim	12,2%	14,5%	8,6%	8,9%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2034T	2035T	2036T	2037T
Net işletme sermayesi	4.600.262	4.965.953	5.683.156	6.195.135
Satışlara oranı	4,3%	4,1%	3,9%	3,7%
Yüzde Değişim	8,9%	7,9%	14,4%	9,0%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2038T	2039T	2040T	2041T
Net işletme sermayesi	6.727.794	7.302.570	7.904.377	8.518.510
Satışlara oranı	3,5%	3,3%	3,2%	3,0%
Yüzde Değişim	8,6%	8,5%	8,2%	7,8%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2042T	2043T
Net işletme sermayesi	9.268.418	1.028.339
Satışlara oranı	2,9%	
Yüzde Değişim	8,8%	-88,9%

Kaynak : Vakıf Yatırım

5.1.1.1.4. Karlılık Analizi

Şirket'in izahnamede yer alması gereken finansal tablo tarihleri itibarıyla gerçekleşmiş hasılat, FVÖK ve FAVÖK rakamları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. İlave olarak değerleme çalışması kapsamında projeksiyon dönemi için tahmin edilen değerlere aşağıda yer verilmiştir.

Bin TL	2023	2024	2025	2026/03
Hasılat	29.124.357	24.616.961	26.652.218	5.775.822
Yüzde Değişim		-15,5%	8,3%	
FVÖK	9.416.346	9.127.265	8.687.061	2.286.837
FVÖK Marjı	32,6%	37,7%	33,0%	
FAVÖK	9.487.951	9.288.842	8.805.494	2.318.634
FAVÖK Marjı	32,6%	37,7%	33,0%	

Kaynak : Bağımsız Denetim Raporu

Bin TL	2026T*	2027T	2028T	2029T
Hasılat	24.019.787	31.065.233	39.661.907	49.809.577
Yüzde Değişim		29,3%	27,7%	25,6%
FVÖK	8.178.593	10.119.088	12.689.158	15.634.866
FVÖK Marjı	34,0%	32,6%	32,0%	31,4%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F-2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

FAVÖK	8.322.712	10.305.480	12.927.129	15.933.724
FAVÖK Marjı	34,6%	33,2%	32,6%	32,0%

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 tüm yıl tahminini içermektedir.*

Bin TL	2030T	2031T	2032T	2033T
Hasılat	58.808.489	70.900.661	81.084.214	92.939.316
Yüzde Değişim	18,1%	20,6%	14,4%	14,6%
FVÖK	18.759.410	24.439.949	28.566.256	33.105.608
FVÖK Marjı	31,9%	34,5%	35,2%	35,6%
FAVÖK	19.112.261	24.865.353	29.052.761	33.663.244
FAVÖK Marjı	32,5%	35,1%	35,8%	36,2%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2034T	2035T	2036T	2037T
Hasılat	106.540.877	121.063.350	145.839.795	167.345.327
Yüzde Değişim	14,6%	13,6%	20,5%	14,7%
FVÖK	38.122.331	43.620.032	52.561.486	61.009.482
FVÖK Marjı	35,8%	36,0%	36,0%	36,5%
FAVÖK	38.761.576	44.346.412	53.436.525	62.013.554
FAVÖK Marjı	36,4%	36,6%	36,6%	37,1%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2038T	2039T	2040T
Hasılat	191.298.667	218.570.412	249.034.573
Yüzde Değişim	14,3%	14,3%	13,9%
FVÖK	70.539.329	81.312.267	93.443.392
FVÖK Marjı	36,9%	37,2%	37,5%
FAVÖK	71.687.121	82.623.690	94.937.599
FAVÖK Marjı	37,5%	37,8%	38,1%

Kaynak : Vakıf Yatırım

Bin TL	2041T	2042T	2043T
Hasılat	282.508.835	323.556.726	37.788.305
Yüzde Değişim	13,4%	14,5%	-88,3%
FVÖK	106.445.893	121.013.566	37.788.305
FVÖK Marjı	37,7%	37,4%	100,0%
FAVÖK	108.140.946	122.954.907	37.788.305
FAVÖK Marjı	38,3%	38,0%	100,0%

Kaynak : Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 39 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

5.1.1.1.5. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

- **Risksiz faiz oranı:** TL bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı olarak Türkiye 10 yıllık tahvil faizi dikkate alınmıştır. 2026 yılı için söz konusu tahvil faizinin 2026 yılının ortalaması olan %30,9 kullanılmış olup, sonraki yıllarda enflasyondaki düşüş beklentilerimiz doğrultusunda kademeli bir şekilde azalacağı varsayılmaktadır.

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

- **Borçlanma maliyeti**: İhtiyatlılık gereği Şirket'in Projeksiyon Dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 5 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.

- **Özsermaye Oranı:** Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla hesaplanan özkaynakların toplam kaynaklara oranlarının ortalaması dikkate alınarak %51,1 olarak belirlenmiş olup, söz konusu oranın projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı Projeksiyon Dönemi boyunca %25 olarak dikkate alınmıştır.

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

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2026T*	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	30,9%	25,9%	21,9%	16,9%	14,8%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	36,4%	31,4%	27,4%	22,4%	20,3%
Borçlanma Maliyeti	35,9%	30,9%	26,9%	21,9%	19,8%
Borç Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	27,0%	23,2%	20,2%	16,5%	14,9%
Özsermaye Oranı	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	31,8%	27,4%	23,9%	19,5%	17,6%

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 tüm yıl tahminini içermektedir.*

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Risksiz Faiz Oranı	14,8%	14,7%	14,5%	14,4%	14,2%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	20,3%	20,2%	20,0%	19,9%	19,7%
Borçlanma Maliyeti	19,8%	19,7%	19,5%	19,4%	19,2%
Borç Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	14,9%	14,7%	14,6%	14,5%	14,4%
Özsermaye Oranı	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	17,6%	17,5%	17,4%	17,3%	17,1%

Kaynak : Vakıf Yatırım

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T
Risksiz Faiz Oranı	14,1%	13,9%	13,8%	13,7%	13,5%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	19,6%	19,4%	19,3%	19,2%	19,0%
Borçlanma Maliyeti	19,1%	18,9%	18,8%	18,7%	18,5%
Borç Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	13,9%
Özsermaye Oranı	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%	51,1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	17,0%	16,9%	16,8%	16,6%	16,5%

Kaynak : Vakıf Yatırım

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2041T	2042T	2043T
Risksiz Faiz Oranı	13,4%	13,3%	13,1%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	18,9%	18,8%	18,6%
Borçlanma Maliyeti	18,4%	18,3%	18,1%
Borç Primi	5,0%	5,0%	5,0%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	13,8%	13,7%	13,6%
Özsermaye Oranı	51,1%	51,1%	51,1%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	16,4%	16,3%	16,2%

Kaynak : Vakıf Yatırım

5.1.2. İNA Analizi Sonucu

Türker VEYAŞ; VEDAŞ (dağıtım), VEPSAŞ (perakende satış) ve LİNA (hizmet) şirketlerinin bir araya gelmesiyle oluşan konsolide bir yapı arz etmekte olup, konsolidasyon yaklaşımı iki boyutta ele alınmaktadır; (i) finansal raporlama konsolidasyonu (TFRS/IFRS) ve (ii) değerleme konsolidasyonu (UDS/IVS 105 ilkeleri çerçevesinde). Finansal raporlama konsolidasyonu kapsamında, ana ortaklığın kontrol ettiği bağlı ortaklıkların finansalları tam konsolidasyon yöntemi ile konsolide edilmekte; bağlı ortaklıkların varlık, yükümlülük, gelir ve giderleri satır bazında birleştirilmekte; Grup içi işlemlerden kaynaklanan gelir/gider, alacak/borç ve varsa gerçekleşmemiş kârlar eliminasyona tabi tutulmaktadır.

Değerleme konsolidasyonu açısından ise, UDS/IVS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri sistematiğinin öngördüğü temel ilkeler doğrultusunda hareket edilmektedir. Bu çerçevede, gelir yaklaşımı (İNA/DCF) kurgulanırken; aynı ekonomik faydanın birden fazla kez değerlenmesi riskinin (double counting) ortadan kaldırılması esastır. Özellikle LİNA'nın Grup içi hizmet faturaları, bağlı ortaklıklar nezdinde gider, LİNA nezdinde gelir olarak görünmekte olduğundan; konsolide değerlemede bu tutarların eliminasyonu, ekonomik gerçekliğin doğru yansıtılması bakımından zorunludur. Eliminasyon yaklaşımı, Grup dışından nakit yaratmayan iç transferlerin konsolide hasılatı şişirmesini engellemekte; buna karşılık hizmetin sunulması için katlanılan gerçek dış maliyetlerin Grup

VAKIFYATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

düzeyinde kalmasını sağlayarak konsolide FAVÖK ve serbest nakit akımının doğru ölçümünü temin etmektedir.
Bu doğrultuda konsolide İNA/DCF kurgusunda; Grup'un dış dünyadan elde ettiği regüle gelirler (tarife gelirleri) ve varsa Grup dışı hizmet gelirleri esas alınmakta; Grup içi hizmet gelir/gider kalemleri elimine edilmekte; ardından vergi, işletme sermayesi ihtiyacı ve gerçek yatırım harcamaları dikkate alınarak konsolide serbest nakit akımı hesaplanmaktadır. Böylelikle değer, Grup'un regüle faaliyet yapısından kaynaklanan öngörülebilir nakit üretim kapasitesi üzerinden, UDS/IVS 105'in "tutarlılık" ve "çifte sayımın önlenmesi" ilkeleriyle uyumlu biçimde ölçülmektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde bir şirketin sonsuza kadar nakit akımlarını tahmin etmek mümkün değildir. Bu neden nakit akımları tahminlerine şirketin olgunlaşma dönemi geldiğinde son verilir ve şirketin o noktadaki değerini yansıtan bir son değerin hesaplanması yoluna gidilir. Nihayetinde her şirketin durağan bir büyüme oranına sahip olacağı ve bu büyüme oranının sonsuz olarak kabul edilen şirketin ömrü boyunca devam edeceği varsayılmaktadır. Türker VEYAŞ (Türker Vangölü Enerji Yatırım A.Ş.), VEPSAŞ (Türkerler Vangölü Elektrik Perakende Satış Anonim Şirketi), LİNA (Lina Kara ve Hava Taşımacılık Kiralama Sanayi ve Ticaret A.Ş.) ve VEDAŞ (Vangölü Elektrik Dağıtım Anonim Şirketi) şirketlerinin bir araya gelmesiyle oluşmaktadır. Türker VEYAŞ'ın en büyük gelir kalemleri imtiyaz sözleşmesi 2042 yılında bitecek VEDAŞ'tan gelmektedir. Her ne kadar söz konusu imtiyazın devam etmesi veya yeni yatırım imkanları olsa da değerleme çalışmasında projeksiyonlar 2042 yılına kadar oluşturulmuş ve Şirket'in henüz itfası gelmeyen imtiyaz sözleşmesi alacakları dışında bir varlığı kalmayacağı varsayılmıştır. Şirket'in faaliyetleri 2042 yılında sona ermekle birlikte, TFRS 12 kapsamında muhasebeleştirilen finansal varlıklar (yatırım kaynaklı alacaklar) söz konusu tarihten sonra da tahsil edilmeye devam etmektedir. Bu nedenle değerleme çalışmasında klasik anlamda bir terminal değer hesaplanmamış, ancak 2042 yılı itibarıyla birikmiş ve henüz tahsil edilmemiş itfa alacaklarının tamamının tahsil edileceği varsayılmıştır.

Elektrik dağıtım şirketlerinde TFRS Yorum 12 (IFRIC 12) kapsamında uygulanan finansal varlık modeli nedeniyle, düzenlemeye tabi şebeke yatırımlarının muhasebeleştirilmesi klasik üretim veya hizmet şirketlerinden farklılık göstermektedir. Bu model kapsamında dağıtım şirketi tarafından gerçekleştirilen düzenlemeye tabi şebeke yatırımları, maddi duran varlık olarak aktifleştirilmek yerine, kamu otoritesinden veya ilgili düzenleyici mekanizmadan tahsil edilecek tutarları temsil eden "Hizmet İmtiyaz Sözleşmelerinden Alacaklar" hesabı altında finansal varlık olarak muhasebeleştirilmektedir.

Finansal varlık modeli çerçevesinde, Şirket tarafından gerçekleştirilen şebeke yatırımlarının tarife mekanizması kapsamında geri kazanımı iki temel ekonomik bileşenden oluşmaktadır:

Yatırım anapara geri ödemesi (itfa): Geçmiş dönemlerde gerçekleştirilen ve finansal varlık olarak muhasebeleştirilen yatırımların düzenlemeye tabi tarife mekanizması yoluyla geri tahsil edilen anapara kısmını ifade etmektedir.

Yatırım makul getiri tutarı: Düzenlemeye esas yatırım bakiyesi üzerinden hesaplanan ve yatırımın finansman maliyeti ile sermaye getirisini karşılamayı amaçlayan getiri bileşenidir.

TFRS Yorum 12 finansal varlık modelinde bu iki ekonomik bileşen finansal tablolara aynı şekilde yansımamaktadır. Yatırım makul getiri tutarı, etkin faiz yöntemi çerçevesinde finansal varlık geliri veya faiz geliri niteliğinde gelir tablosunda muhasebeleştirilirken, yatırım anapara geri ödemesi gelir tablosunda hasılat veya faaliyet geliri olarak gösterilmemekte; finansal varlık bakiyesinin tahsil edilmesi ve dolayısıyla azalması şeklinde bilanço ve nakit akış tablosu üzerinden izlenmektedir.

Bu nedenle, gelir tablosunda muhasebeleştirilen finansal varlık geliri ile tarife mekanizması kapsamında fiilen tahsil edilen yatırım kaynaklı nakit girişleri birebir örtüşmemektedir. Gelir tablosunda raporlanan finansal varlık geliri, finansal varlık bakiyesi üzerinden etkin faiz yöntemiyle hesaplanan muhasebesel getiri tutarını ifade ederken, fiili nakit tahsilat yatırım anapara geri ödemesi ile yatırım makul getiri tutarının toplamından oluşmaktadır.

Başka bir ifadeyle, IFRIC 12 finansal varlık modelinde gelir tablosunda yer alan finansal varlık geliri muhasebesel bir tahakkuk ve getiri ölçümünü, finansal varlık bakiyesindeki azalış yatırım anapara geri ödemesini, tarife mekanizması kapsamında tahsil edilen toplam yatırım bileşeni ise Şirket'in fiili nakit girişini temsil etmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Bu ayrım, nakit akışı esaslı bir değerleme yöntemi olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi bakımından önem taşımaktadır. İNA analizinin amacı, finansal tablolardaki muhasebe sınıflandırmalarını mekanik olarak projekte etmekten ziyade, Şirket'in faaliyetleri sonucunda gelecekte yaratacağı ve yatırımcılara aktarılabilir nitelikteki ekonomik nakit akımlarını belirlemektir.

Bu kapsamda, İNA analizinde gelir tablosunda FAVÖK içerisinde yer alan IFRIC 12 kaynaklı finansal varlık geliri, tek başına nakit girişi olarak kabul edilmemiştir. Söz konusu gelir, muhasebe standardı kapsamında finansal varlık bakiyesi üzerinden etkin faiz yöntemiyle hesaplanan bir tahakkuk niteliğinde olduğundan, nakit akımı projeksiyonlarında öncelikle ayrıştırılmıştır.

Bunun yerine, Şirket'in ilgili tarife dönemi içerisinde gelir gereksinimi mekanizması kapsamında fiilen tahsil etmesi öngörülen yatırım bileşenleri esas alınmıştır. Bu bileşenler yatırım anapara geri ödemesi, yatırım makul getiri tutarı olarak projeksiyonlara dâhil edilmiştir.

Dolayısıyla İNA analizinde kullanılan yaklaşım aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Raporlanan FAVÖK
(-) IFRIC 12 kapsamında muhasebeleştirilen finansal varlık geliri
(+) Tarife kapsamında fiilen tahsil edilecek yatırım anapara geri ödemesi
(+) Tarife kapsamında fiilen tahsil edilecek yatırım makul getiri tutarı
= Nakit akışı analizinde esas alınan düzeltilmiş operasyonel nakit yaratma kapasitesi

Bu düzeltmenin amacı, finansal varlık gelirini Şirket'in ekonomik performansından tamamen çıkarmak değildir. Amaç, söz konusu gelirin muhasebe standardından kaynaklanan tahakkuk esaslı sunumunu, tarife mekanizması kapsamında gerçekleşecek fiili nakit tahsilatlarla uyumlu hâle getirmektir.

Bu çerçevede, yatırım makul getiri tutarının hem gelir tablosundaki finansal varlık geliri içerisinde hem de nakit tahsilat bileşeni olarak mükerrer şekilde değerlemeye alınmamasına dikkat edilmiştir. Gelir tablosunda muhasebeleştirilen finansal varlık geliri projeksiyondan çıkarıldıktan sonra, tarife mekanizması kapsamında fiilen tahsil edilmesi beklenen yatırım anapara geri ödemesi ve yatırım makul getiri tutarı nakit akımlarına dâhil edilmiştir.

Bu yaklaşım sayesinde muhasebe gelirleri ile nakit tahsilatlar arasındaki zamanlama ve sınıflandırma farklılıkları giderilmiş, yatırım anapara geri ödemesinin gelir tablosunda yer almamasından kaynaklanabilecek nakit akışı eksikliği önlenmiş, finansal varlık gelirinin nakit akışında mükerrer şekilde dikkate alınmasının önüne geçilmiş, Şirket'in düzenlemeye tabi yatırımlarından kaynaklanan fiili ekonomik nakit yaratma kapasitesi değerlemeye yansıtılmıştır.

Ayrıca, finansal varlık bakiyesinin gelecekteki seyri de yatırım harcamaları, anapara geri ödemeleri, makul getiri tahakkukları ve tarife mekanizması kapsamında gerçekleşecek tahsilatlar dikkate alınarak modellenmiştir. Böylece gelir tablosu, bilanço ve nakit akış tablosu arasında tutarlı bir finansal varlık köprüsü oluşturulmuştur.

Finansal varlık bakiyesinin dönemsel değişimi kavramsal olarak aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

Dönem Başı Finansal Varlık Bakiyesi
(+) Dönem İçinde Gerçekleştirilen Düzenlemeye Tabi Yatırımlar
(+) Muhasebeleştirilen Finansal Varlık Getirisi
(-) Tarife Kapsamında Gerçekleşen Anapara Tahsilatları
= Dönem Sonu Finansal Varlık Bakiyesi

Nakit akışı analizinde ise muhasebeleştirilen finansal varlık getirisinden ziyade, ilgili dönemde fiilen tahsil edilen yatırım anapara geri ödemesi ile yatırım makul getiri tutarı esas alınmaktadır.

Bu yaklaşım, FAVÖK ile serbest nakit akışı arasındaki geçişin daha sağlıklı kurulmasını sağlamaktadır. Zira IFRIC 12 finansal varlık modelinde FAVÖK, tek başına Şirket'in ilgili dönemde yarattığı nakit akımını temsil etmemekte; yatırım geri kazanımının bir bölümü gelir tablosunda, bir bölümü ise finansal varlık bakiyesindeki değişim üzerinden izlenmektedir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Sonuç olarak, İNA analizinde IFRIC 12 kapsamında uygulanan finansal varlık modelinin muhasebe sunumundan kaynaklanan farklılıklar elimine edilmiş; Şirket'in düzenleyici tarife mekanizması çerçevesinde tahsil edeceği yatırım anapara geri ödemesi ve yatırım makul getiri tutarları esas alınarak ekonomik gerçekliği yansıtan nakit akımları oluşturulmuştur. Bu yöntemle Şirket'in değeri, muhasebesel sınıflandırmalardan ziyade, düzenlemeye tabi faaliyetlerinden gelecekte elde etmesi beklenen fiili nakit girişleri üzerinden hesaplanmıştır.

Şirket'in dağıtım, satış ve hizmet operasyonlarına yönelik ayrı ayrı gerçekleştirdiğimiz projeksiyonları konsolide ederek konsollide finansallar üzerinden değer tespiti yapılmıştır. Anılan çalışma sonucunda Şirket için 89.009.731 bin TL firma değerine ulaşılmış olup, 31.03.2026 tarihi itibarıyla 8.870.091 bin TL seviyesinde olan net finansal borcun düşülmesiyle 80.139.640 bin TL özsermaye değeri hesaplanmaktadır.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Bin TL	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış gelirleri (net)	24.019.787	31.065.233	39.661.907	49.809.577
Büyüme	-9,9%	29,3%	27,7%	25,6%
FVÖK	8.178.593	10.119.088	12.689.158	15.634.866
Operasyonel Kâr Marjı	%34,0	%32,6	%32,0	%31,4
Efektif Vergi	-1.798.410	-2.511.840	-2.803.650	-3.449.925
Efektif Vergi Oranı	-22,0%	-24,8%	-22,1%	-22,1%
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	6.380.183	7.607.248	9.885.508	12.184.941
+ Amortisman	144.119	186.391	237.971	298.857
FAVÖK	8.322.712	10.305.480	12.927.129	15.933.724
FAVÖK Marjı	%34,6	%33,2	%32,6	%32,0
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	-171.330	357.456	408.919	449.774
Yatırım Harcamaları	-5.524.001	-6.840.371	-8.145.172	-9.469.577
Satışlara oranı	-%23,0	-%22,0	-%20,5	-%19,0
IFRIC 12 & Enf. Muh. Düzeltmeler	-86.119	1.521.708	1.493.395	2.271.054
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	814.134	2.117.521	3.062.783	4.835.501
Projeksiyon Dönemi	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029
İskonto Faktörü	0,90	0,74	0,62	0,56
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	734.048*	1.564.250	1.890.948	2.709.061

Kaynak : Vakıf Yatırım
**2026 yılı son 9 ay tahminini içermektedir.*

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Bin TL	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış gelirleri (net)	58.808.489	70.900.661	81.084.214	92.939.316
Büyüme	18,1%	20,6%	14,4%	14,6%
FVÖK	18.759.410	24.439.949	28.566.256	33.105.608
Operasyonel Kâr Marjı	%31,9	%34,5	%35,2	%35,6
Efektif Vergi	-4.202.224	-6.109.987	-7.141.564	-8.276.402
Efektif Vergi Oranı	-22,4%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	14.557.186	18.329.961	21.424.692	24.829.206

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

+ Amortisman	352.851	425.404	486.505	557.636
FAVÖK	19.112.261	24.865.353	29.052.761	33.663.244
FAVÖK Marjı	%32,5	%35,1	%35,8	%36,2
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	338.075	453.099	308.681	344.859
Yatırım Harcamaları	-10.717.667	-13.787.100	-15.444.883	-17.276.647
Satışlara oranı	-%18,2	-%19,4	-%19,0	-%18,6
IFRIC 12 & Enf. Muh. Düzeltmeler	2.956.950	4.793.742	5.840.981	6.932.010
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	6.811.246	9.308.910	11.998.615	14.697.346
Projeksiyon Dönemi	31.12.2030	31.12.2031	31.12.2032	31.12.2033
İskonto Faktörü	0,50	0,43	0,36	0,31
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	3.414.987	3.967.449	4.377.173	4.599.182

Kaynak : Vakıf Yatırım

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Bin TL	2034T	2035T	2036T	2037T
Satış gelirleri (net)	106.540.877	121.063.350	145.839.795	167.345.327
Büyüme	14,6%	13,6%	20,5%	14,7%
FVÖK	38.122.331	43.620.032	52.561.486	61.009.482
Operasyonel Kâr Marjı	%35,8	%36,0	%36,0	%36,5
Efektif Vergi	-9.530.583	-10.905.008	-13.140.371	-15.252.371
Efektif Vergi Oranı	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	28.591.748	32.715.024	39.421.114	45.757.112
+ Amortisman	639.245	726.380	875.039	1.004.072
FAVÖK	38.761.576	44.346.412	53.436.525	62.013.554
FAVÖK Marjı	%36,4	%36,6	%36,6	%37,1
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	376.084	365.691	717.203	511.978
Yatırım Harcamaları	-19.325.657	-21.617.680	-27.808.767	-31.106.887
Satışlara oranı	-%18,1	-%17,9	-%19,1	-%18,6
IFRIC 12 & Enf. Muh. Düzeltmeler	8.133.283	9.637.253	10.389.909	11.540.641
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	17.662.535	21.095.287	22.160.092	26.682.960
Projeksiyon Dönemi	31.12.2034	31.12.2035	31.12.2036	31.12.2037
İskonto Faktörü	0,27	0,23	0,20	0,17
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	4.751.057	4.887.899	4.431.999	4.615.652

Kaynak : Vakıf Yatırım

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Bin TL	2038T	2039T	2040T	2041T
Satış gelirleri (net)	191.298.667	218.570.412	249.034.573	282.508.835
Büyüme	14,3%	14,3%	13,9%	13,4%
FVÖK	70.539.329	81.312.267	93.443.392	106.445.893
Operasyonel Kâr Marjı	%36,9	%37,2	%37,5	%37,7
Efektif Vergi	-17.634.832	-20.328.067	-23.360.848	-26.611.473
Efektif Vergi Oranı	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	52.904.497	60.984.200	70.082.544	79.834.420

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

+ Amortisman	1.147.792	1.311.422	1.494.207	1.695.053
FAVÖK	71.687.121	82.623.690	94.937.599	108.140.946
FAVÖK Marjı	%37,5	%37,8	%38,1	%38,3
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	532.660	574.776	601.806	614.133
Yatırım Harcamaları	-34.796.164	-38.922.989	-43.539.255	-48.703.011
Satışlara oranı	-%18,2	-%17,8	-%17,5	-%17,2
IFRIC 12 & Enf. Muh. Düzeltmeler	12.868.806	14.398.466	16.154.164	17.474.620
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	31.592.272	37.196.325	43.589.854	49.686.949
Projeksiyon Dönemi	31.12.2038	31.12.2039	31.12.2040	31.12.2041
İskonto Faktörü	0,15	0,13	0,11	0,10
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	4.736.072	4.842.076	4.936.907	4.905.486

Kaynak : Vakıf Yatırım

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - Bin TL	2042T	2043T
Satış gelirleri (net)	323.556.726	37.788.305
Büyüme	14,5%	
FVÖK	121.013.566	37.788.305
Operasyonel Kâr Marjı	%37,4	
Efektif Vergi	-30.253.392	-9.447.076
Efektif Vergi Oranı	-25,0%	
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	90.760.175	28.341.229
+ Amortisman	1.941.340	0
FAVÖK	122.954.907	37.788.305
FAVÖK Marjı	%38,0	
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	749.909	0
Yatırım Harcamaları	-54.479.188	0
Satışlara oranı	-%16,8	
IFRIC 12 & Enf. Muh. Düzeltmeler	18.794.529	273.784.489
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	56.266.948	302.125.718
Projeksiyon Dönemi	31.12.2042	31.12.2043
İskonto Faktörü	0,09	0,08
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	4.851.589	22.793.894
Projeksiyon Dönemi Firma Değeri		89.009.731
Net Borç (31.03.2026 itibarıyla)		8.870.091
Özsermaye Değeri		80.139.640

Kaynak : Vakıf Yatırım

5.1.3. Çarpan Analizi

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

- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun (Net

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Pax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

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. Elektrik dağıtım/perakende satışta ciro, önemli ölçüde enerji bedeli gibi "pas-through" niteliği taşıyan kalemlerden şişebilir. Satışlar artarken ekonomik katma değer (izin verilen gelir, regüle marj) aynı ölçüde artmayabilir. Bu nedenle satış, "değerin taşıyıcısı" olmaktan uzaktır. Sistem kullanım geliri aynı zamanda TEİAŞ'a aktarılan maliyetle eşlenir. Bu tür brütleştirmeler, satışları büyütür; ancak değer yaratımına katkısı sınırlıdır. FD/Satış bu nedenle yapay olarak "düşük" çıkabilir ve yanlış ucuzluk sinyali verebilir. TFRS 12 kapsamında yatırımların hasılat/maliyet olarak brüt gösterimi, satış rakamını artırır; ancak bu artışın ekonomik anlamı, klasik ürün/hizmet satışı artışıyla aynı değildir. Bu da FD/Satış'ı karşılaştırılabilirlik açısından zayıflatır. Bahse konu sebepler dikkate alınarak Türker Veyaş için yapılan çalışmada FD/Satış çarpanına yer verilmemiştir.

- **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. US GAAP ve IFRS gibi muhasebe yöntemlerindeki farklılıklar, farklı varlık değeri hesaplamalarına neden olarak ülkeden ülkeye defter değeri karşılaştırması hesabını zorlaştırmaktadır. Enflasyon ve teknolojik değişimler de varlıkların defter ve piyasa değerlerinin önemli ölçüde farklılık göstermesine neden olabilmektedir. Bu nedenle defter değerinin, hissedarların yatırımlarının değerinin doğru bir ölçüsü olmadığı, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanının daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırmasına uygun olduğu değerlendirilmiş ve PD/DD çarpanına çalışmada yer verilmemiştir. Ayrıca dağıtım şirketleri kamu adına yatırım yaptıkları için kendi üzerlerinde önemli bir maddi duran varlık bulunmamaktadır. Bu nedenlerden dolayı Türker Veyaş'ın benzer şirketler çarpanlarına göre yapılan değerlemesinde PD/DD çarpanı kullanılmamıştır.

- **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. Söz konusu çarpan, şirketlerin dışsal etkenlerden arındırılmış, büyümenin finansmanı için gerekli yatırım harcamalarına ve borçların geri ödenebilmesi için lazım olacak nakit akımlarını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle dünyada en çok kullanılan değerleme parametrelerinden birisidir. Paydasında yer alan FAVÖK aynı zamanda şirket nakit akımlarına yönelik bir gösterge sağlamakta bu sayede bir nevi nakit akımı bazlı yapılan değerleme çalışmalarının sağlaması olarak kullanılmaktadır. Bu nedenle benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

- **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. F/K oranı şirketin her 1 TL'lik hisse adedine düşen net karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bir rasyodur. F/K çarpanı operasyonel karlılığı göz önünde bulundurmadığından ve tek seferlik gelir ve giderlerin yanıltıcı olabileceği dikkate alındığından Türker Veyaş'ın benzer şirketler çarpanlarına göre yapılan değerlemesinde F/K çarpanı kullanılmamıştır.

Piyasa (Karşılaştırmalı) Yaklaşımı, değer göstergesinin halka açık benzer şirketler üzerinden, karşılaştırılabilir metrikler (çarpanlar) aracılığıyla türetilmesine dayanır. Bu yaklaşımın güvenilirliği; (i) benzerlerin gerçekten benzer olması, (ii) seçilen çarpanın değer sürücülerini doğru temsil etmesi, (iii) finansal verilerin tutarlı ve karşılaştırılabilir olması ve (iv) uç değerlerin istatistiki olarak yönetilmesi koşullarına bağlıdır. Bu çerçevede, elektrik dağıtım şirketleri gibi düzenlemeye tabi, gelirleri önemli ölçüde tarife mekanizması ile şekillenen ve bilanço yapısı hizmet imtiyaz/IFRIC 12 – finansal varlık modeli nedeniyle "klasik sanayi şirketlerinden" ayrışan yapılarda, "çarpan seçimi" sadece yaygınlıkla değil ekonomik anlamlılıkla da gerekçelendirilmelidir.

Türker Veyaş'ın faaliyetleri EPDK regülasyonuna tabi elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinden oluşmakta; ayrıca Şirket, TFRS Yorum 12 kapsamında hizmet imtiyaz anlaşmalarını finansal varlık modeli ile muhasebeleştirmektedir. Bu yapı; bilanço kompozisyonunu, gelir

VAKIFYATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah/Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

tablosundaki kalemlerin ekonomik anlamını ve geleneksel oran analizlerinin yorumunu serbest piyasa üretim şirketlerinden önemli ölçüde ayrıştırmaktadır. Şirket'in ana faaliyet konusu elektrik dağıtım ve perakende satış hizmetleri olmakla birlikte, Borsa İstanbul'da doğrudan bu alanda faaliyet gösteren halka açık şirket sayısı oldukça sınırlıdır. Faaliyet modeli bakımından Şirket'e en yakın şirketler Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. ve Enerjisa Enerji A.Ş. olmakla birlikte, yalnızca bu şirketlerden oluşan bir benzer şirket setinin değerleme açısından yeterli ve güvenilir bir örneklem oluşturmadığı değerlendirilmiştir.

Sadece iki veya üç şirketten oluşan bir örneklem istatistiksel açıdan yeterli gözlem sayısını sağlamamakta, medyan ve ortalama gibi merkezi eğilim ölçülerinin tekil şirketlere aşırı duyarlı hale gelmesine neden olmakta, şirketlere özgü dönemsel fiyat hareketleri, yatırımcı algısı veya likidite farklılıklarının hesaplanan çarpanları orantısız şekilde etkilemesine yol açabilmektedir.

Nitekim gözlem sayısının oldukça sınırlı olduğu örneklemlerde, tek bir şirketin piyasa değerinde meydana gelebilecek geçici değişimler dahi hesaplanan çarpanların önemli ölçüde farklılaşmasına neden olabilmektedir. Bu durum, değerleme sonuçlarının güvenilirliğini ve temsil kabiliyetini zayıflatmaktadır.

Bu çerçevede, yalnızca elektrik dağıtım şirketlerinden oluşan dar kapsamlı bir benzer şirket seti kullanılarak hesaplanacak medyan çarpanların metodolojik açıdan yeterli derecede sağlam sonuç üretmeyeceği değerlendirilmiştir.

Buna bağlı olarak, Şirket'in FAVÖK'ünün hesaplanmasında imtiyaz sözleşmelerinden kaynaklanan tahsilatlar ilave edilmek suretiyle oluşturulan düzeltilmiş FAVÖK yaklaşımı benimsenmemiş, bunun yerine finansal tablolarda raporlanan faaliyet performansını yansıtan standart FAVÖK esas alınmıştır. Zira düzeltilmiş FAVÖK yaklaşımının kullanılabilmesi için, aynı muhasebe uygulamasına tabi ve benzer faaliyet yapısına sahip yeterli sayıda karşılaştırılabilir şirketten oluşan homojen bir örneklem bulunması gerekmektedir.

Değerleme çalışmasında kullanılan yurt dışı benzer şirketler açısından ise, imtiyaz sözleşmelerinden kaynaklanan tahsilatların FAVÖK'e ilave edilmesi suretiyle düzeltilmiş FAVÖK hesaplanması mümkün görülmemiştir. Bunun temel nedeni, söz konusu şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkelerde uygulanan düzenleyici çerçevelerin, muhasebe standartlarının ve finansal raporlama uygulamalarının farklılık göstermesi ile imtiyaz sözleşmelerine ilişkin tahsilatların finansal tablolarda ve dipnotlarda aynı kapsam ve ayrıntı düzeyinde kamuya açıklanmamasıdır. Bu nedenle, yurt dışı benzer şirketler açısından düzeltilmiş FAVÖK'ün güvenilir ve tutarlı şekilde yeniden hesaplanmasına imkân verecek yeterli ve karşılaştırılabilir veri setine ulaşılamamıştır.

Bu çerçevede, yalnızca Şirket için düzeltilmiş FAVÖK kullanılması, buna karşın yurt dışı benzer şirketler için raporlanan FAVÖK'lerin esas alınması, değerleme çalışmasının temelini oluşturan karşılaştırılabilirlik ilkesini zayıflatacaktır. Bu nedenle, çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin tamamı bakımından aynı metodolojinin uygulanabilmesini teminen, kamuya açıklanan finansal tablolar esas alınarak hesaplanan raporlanmış (standart) FAVÖK kullanılmış ve tüm şirketler ortak bir finansal gösterge üzerinden karşılaştırılmıştır.

Elektrik dağıtım şirketlerinde TFRS Yorum 12 (IFRIC 12) kapsamında uygulanan finansal varlık modeli nedeniyle, düzenlemeye tabi şebeke yatırımlarının muhasebeleştirilmesi klasik üretim veya hizmet şirketlerinden farklılık göstermektedir. Bu kapsamda, düzenlemeye tabi yatırımlar maddi duran varlık olarak muhasebeleştirilmemekte, "Hizmet İmtiyaz Sözleşmelerinden Alacaklar" hesabı altında finansal varlık olarak izlenmektedir. Söz konusu model kapsamında yatırım bakiyesi üzerinden hesaplanan makul getiri tutarı gelir tablosunda faiz geliri niteliğinde muhasebeleştirilirken, yatırım anapara geri ödemesi ise gelir tablosundan ziyade finansal varlık bakiyesindeki azalış olarak bilançoda takip edilmektedir. Bu nedenle IFRIC 12 finansal varlık modelinde gelir tablosunda yer alan kalemler ile tarife mekanizması kapsamında fiilen tahsil edilen nakit akımları birebir örtüşmemektedir.

Bu farklılığa rağmen, çarpan analizinde Şirket'in raporlanan FAVÖK'ü esas alınmış; FAVÖK içerisinde yer alan IFRIC 12 kaynaklı finansal varlık gelirleri korunurken, hizmet imtiyaz sözleşmelerinden kaynaklanan tahsilatlar ayrıca FAVÖK'e ilave edilmemiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Değerleme çalışmasında kullanılan yurt dışı benzer şirketlerin faaliyetlerinin önemli bir bölümü regülasyona tabi elektrik dağıtım faaliyetlerinden oluşmakla birlikte, söz konusu şirketlerin IFRIC 12 (TFRS Yorum 12) finansal varlık modeline ilişkin muhasebe uygulamalarının detayları ile yatırım anapara geri ödemesi (itfa), yatırım makul getiri tutarı ve finansal varlık gelirlerine ilişkin ayrıştırılmış bilgiler kamuya açıklanan finansal raporlarda yeterli ayrıntı düzeyinde yer almamaktadır. Bu nedenle, yurt dışı benzer şirketler açısından IFRIC 12 kapsamında düzeltilmiş FAVÖK'ün güvenilir ve tutarlı şekilde yeniden hesaplanması mümkün olmamaktadır.

Her ne kadar yurt içindeki halka açık emsal şirketlerden Enerjisa Enerji A.Ş. ve Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. bakımından IFRIC 12 finansal varlık modeline ilişkin kamuya açık finansal bilgiler bulunmakta ise de, değerleme çalışmasının önemli bir kısmını oluşturan yurt dışı benzer şirketler bakımından aynı düzeyde veri elde edilememektedir. Dolayısıyla yalnızca yurt içi şirketler için düzeltilmiş FAVÖK hesaplanması, yurt dışı benzer şirketler için ise raporlanan FAVÖK'lerin kullanılması, benzer şirket analizinde metodolojik bütünlüğü ve karşılaştırılabilirliği bozacaktır.

Bu çerçevede, benzer şirket analizinde yer alan tüm yurt içi ve yurt dışı şirketler bakımından aynı hesaplama metodolojisinin uygulanabilmesini teminen, kamuya açıklanan finansal tablolar üzerinden hesaplanabilen raporlanmış (standart) FAVÖK esas alınmıştır. Bu kapsamda, Şirket'in FAVÖK'ü içerisinde yer alan IFRIC 12 kaynaklı finansal varlık gelirleri korunmuş; buna karşılık hizmet imtiyaz sözleşmelerinden kaynaklanan tahsilatlar ayrıca FAVÖK'e ilave edilmemiştir. Böylece tüm benzer şirketler aynı finansal gösterge üzerinden değerlendirilmiş ve çarpan analizinde metodolojik tutarlılık ile karşılaştırılabilirlik ilkesi korunmuştur.

Mevcut piyasa koşullarında böyle bir örneklemin oluşturulamaması nedeniyle, değerleme çalışmasında farklı iş modellerine sahip şirketlerin de yer aldığı daha geniş bir benzer şirket evreni kullanılmış; karşılaştırılabilirliğin korunması amacıyla tüm şirketler açısından ortak olarak raporlanan standart FAVÖK esas alınmıştır. Bu yaklaşımın, değerleme sonuçlarının istatistiksel güvenilirliğini artırdığı ve şirketler arasında muhasebe uygulamalarından kaynaklanabilecek farklılıkların etkisini sınırladığı değerlendirilmektedir.

Borsa İstanbul'da doğrudan elektrik dağıtımı ağırlıklı halka açık şirket sayısının sınırlı olması nedeniyle, yalnızca "dağıtım şirketleri" ile sınırlı bir evren oluşturmak istatistiksel olarak güvenilir bir medyan üretemeyeceği ve tekil şirketlere aşırı duyarlı sonuç doğuracağı değerlendirilmiştir.

Bu nedenle yurt içi benzer şirket seçiminde, (i) enerji ekosisteminde faaliyet gösteren, (ii) yatırımcı kitlesi ve piyasa fiyatlama dinamikleri itibarıyla "enerji" temasını temsil eden, (iii) veri erişimi ve güncelliği yüksek halka açık şirketleri kapsayan BIST Elektrik Endeksi kullanılmıştır. Bu tercih, temsil kabiliyeti–örneklem büyüklüğü dengesi açısından makul değerlendirilmiş, sonuçların "piyasa karşılaştırması" amacıyla kullanılmasına imkân verdiği düşünülmüştür. Bununla birlikte, Türkiye'deki regülasyon rejimi ve muhasebe uygulamaları ile tamamen karşılaştırılabilir "dağıtım/utility" benzerlerinin daha sağlıklı yakalanabilmesi için ayrıca yurt dışı utility/dağıtım ağırlıklı şirketlerden oluşan ikinci bir gözlem serisi kurulmuş; böylece yerel piyasa fiyatlaması ile uluslararası utility fiyatlaması birlikte gözlemlenmiştir. Bu iki evrenin %50-%50 ağırlıklandırılması, tek bir piyasanın risk primi, enflasyon, kur ve regülasyon farklılıkları nedeniyle oluşabilecek sapmayı dengelemeyi hedeflemektedir.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiş olup, Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in operasyonel kâr performansını yansıtması sebebiyle sadece "FD/FAVÖK" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir. FD/FAVÖK (EV/EBITDA), ulusal ve uluslararası değerleme pratiğinde en yaygın kullanılan çarpanlardan biridir. Firma değeri (FD), özsermaye + net borç bileşenleriyle şirketin "toplam işletme değerini" yakalar. Bu sayede iki şirketin borç/özkaynak kompozisyonu farklı olsa bile, operasyonun yarattığı kârlılık ile daha tutarlı karşılaştırma yapılabilmektedir. FAVÖK, faiz ve vergi öncesi bir gösterge olduğu için farklı vergi oranlarının, farklı finansman stratejilerinin, dönemsel kur/finansman gideri oynaklığının, karşılaştırmayı bozma etkisini azaltmaktadır. Her ne kadar EBITDA "serbest nakit akımı" olmasa da operasyonun nakit yaratma kapasitesi için pratik ve hızlı bir gösterge sağlar. Piyasa pratiğinde EV/EBITDA, çoğu zaman İNA/DCF'nin bir "piyasa sağlaması" olarak kullanılmaktadır.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Türker Veyaş çarpan analizinde tarafımızca ihtiyatlılık gereği çarpan analizinde kullanılan uç değerler 0x-20x olarak belirlenmiştir. FD/FAVÖK çarpanı için 0x'ın altı ve 20x'in üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde uç değerler hesaplama dışında tutulsa da ihtiyatlılık gereği ortalama yerine medyan değerler kullanılmıştır.

Çarpan Analizi kapsamında kullanılan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere aşağıda yer verilmektedir.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet Faaliyet Konusu	FD/FAVÖK
A1 Yenilenebilir Enerji Üretim A.S.	A1YEN	Türkiye	A1 Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. Türkiye'de güneş enerjisi santralleri aracılığıyla elektrik üretimi yapmaktadır. 53.414,33 kWp kurulu güce sahiptir. Şirketin eski adı Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'dir.	6,9x
Ahlatci Dogal Gaz Dagitim Enerji ve Yatirim A.S.	AHGAZ	Türkiye	Ahlatçı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. Türkiye'de doğal gazın toptan, perakende dağıtımı ve satışı ile uğraşmaktadır.Firma Aksaray, Antalya, Aydın, Denizli, Ereğli, Erzincan, Karaman, Konya ve Kapadokya isimleri altında hizmet vermektedir. Şirket 2003 yılında kurulmuş olup merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	7,5x
Akenerji Elektrik Üretim A.S.	AKENR	Türkiye	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.,1989 yılında kurulmuş olup iştirakleriyle birlikte Türkiye'de elektrik üretimi, iletimi ve ticareti yapmaktadır.Şirket'in, toplam kurulum kapasitesi 1.224 megawatt'tır. Merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	~~41,3x~~
Akfen Yenilenebilir Enerji A.S.	AKFYE	Türkiye	Akfen Yenilenebilir Enerji, Türkiye'de yenilenebilir enerji üretimiyle ilgilenmektedir. Toplam kurulu gücü 228,7 megawatt'tır. Şirket, 2009 yılında kurulmuş olup, Ankara şehrinde bulunmaktadır.	10,7x
Aksa Enerji Üretim A.S.	AKSEN	Türkiye	Aksa Enerji Üretim A.Ş., Türkiye, Asya ve Afrika'da elektrik üretir ve satmaktadır. Şirket, kömür, yakıt yağı, biyogaz, doğal gaz, rüzgar, güneş ve hidroelektrikten enerji üretmektedir. Şirket 1997 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	12,4x
Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Sirketi	AKSUE	Türkiye	Aksu Enerji ve Ticaret Anonim Sirketi, Türkiye'de elektrik üretimi, dağıtımı ve ticareti yapmaktadır. Hidroelektrik ve güneş enerjisi santrallerini işletmektedir. Şirket 1985 yılında kurulmuştur.	~~113,7x~~
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.S.	ALFAS	Türkiye	Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., güneş panellerinin üretimi ve satışıyla ilgilenmektedir. Şirket 2011 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	~~34,5x~~
Dogu Aras Enerji Yatirimlari AS	ARASE	Türkiye	Doğu Aras Enerji Yatirimleri A.Ş., iştirakleri aracılığıyla Türkiye'de elektrik perakende satışı ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Şirket, 2013 yılında kurulmuş olup Türkiye'nin Erzurum şehrinde bulunmaktadır.	3,4x
ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.S.	ARFYE	Türkiye	ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş., hayvansal ve tarımsal organik atıklardan elektrik ve gübre üretimiyle uğraşan, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirket, katı organomineral gübre, katı organik gübre, sıvı organomineral gübre, sıvı organik gübre ve klasik gübreler de dahil olmak üzere organomineral gübre üretimi yapmaktadır. Ayrıca biyogaz enerjisi üretimi için Ödemiş Biyogaz Tesisi'ni işletmektedir. ARF Bio Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş., 2015 yılında kurulmuş olup merkezi Ankara, Türkiye'dedir.	~~50,6x~~
Aydem Yenilenebilir Enerji A.S.	AYDEM	Türkiye	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. Türkiye'de yenilenebilir enerji üretimiyle uğraşmaktadır. Şirket 1995 yılında kurulmuştur. Merkezi Merkezefendi'de bulunmaktadır.	8,0x
Ayen Enerji A.S.	AYEN	Türkiye	Ayen Enerji A.Ş., iştirakleriyle birlikte Türkiye'de ve uluslararası alanda elektrik üretimi, dağıtımı ve ticareti yapmaktadır. Ayen Enerji A.Ş. 1990 yılında kurulmuş olup Ankara'da bulunmaktadır.	7,1x

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Eğulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Birlesim Grup Enerji Yatirimlari A.S.	BIGEN	Türkiye	Birlesim Grup Enerji Yatirimlari A.Ş. yenilenebilir enerji yatırımı, üretimi ve satışıyla ilgilenmektedir. Şirket 1978 yılında kurulmuş olup İstanbul'da bulunmaktadır.	~~31,2x~~
Biotrend Cevre ve Enerji Yatirimlari A.S.	BIOEN	Türkiye	Biotrend Cevre ve Enerji Yatirimlari A.Ş., Türkiye'de katı atık yönetimi ve enerji üretimi faaliyetlerini yürütmektedir. Kurulu kapasitesi 99,2MWe olan 19 santral işletmektedir. Şirket, 2017 yılında kurulmuş olup İstanbul'da bulunmaktadır.	~~39,0x~~
Çan2 Termik A.S.	CANTE	Türkiye	Çan2 Termik A.Ş. Türkiye'de bir termik santrali işletmektedir. Şirketin kurulu kapasitesi 340 MWm/330 Mwe'dir. Şirket 2003 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	10,9x
Çates Elektrik Üretim Anonim Sirketi	CATES	Türkiye	Çates Elektrik Üretim Anonim Sirketi, termik santrali aracılığıyla elektrik üretimi ve satışıyla ilgilenmektedir. Şirket, 2014 yılında kurulmuş olup merkezi Çoğla'da bulunmaktadır.	13,8x
Consus Enerji Isletmeciligi ve Hizmetleri A.S.	CONSE	Türkiye	Consus Enerji İsletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş. Türkiye'de enerji hizmetleri şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Toplam kurulu kapasitesi 29,2 MW olan biyokütle enerji santralleri işletmektedir. Şirket 2014 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	15,3x
CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Sirketi	CWENE	Türkiye	CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi, Türkiye'de fotovoltaik enerji üretim sektöründe faaliyet göstermektedir. CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi Anonim Sirketi 2010 yılında kurulmuş olup, merkezi Antalya'da bulunmaktadır.	12,4x
Ecogreen Enerji Holding Anonim Sirketi	ECOGR	Türkiye	Ecogreen Enerji Holding A.Ş. Türkiye'de Güneş, Biyokütle ve Biyogaz gibi yenilenebilir kaynaklardan elektirik enerjisi üretmek, satmak gibi faaliyetler göstermektedir. Şirket'in kurulu gücü 179.586 MW'dir. Şirket Mayıs 2021'de adını Ecogreen Enerji Holding Anonim Şirketi olarak değiştirmiştir. Şirket 2020 yılında kurulmuş olup, merkezi Denizli'de bulunmaktadır.	16,9x
Enda Enerji Holding A.S.	ENDAE	Türkiye	Enda Enerji Holding A.S., yenilenebilir enerji projelerine sahip olmak, işletmek, geliştirmek, yatırım yapmak, üretmek, satmak ve ticarette bulunmaktadır. Toplam 10 enerji santralinin sahiptir. Şirket 1993 yılında kurulmuş olup merkezi İzmir'de bulunmaktadır.	16,0x
Enerya Enerji Anonim Sirketi	ENERY	Türkiye	Enerya Enerji Anonim Sirketi, iştirakleriyle birlikte Türkiye'de doğal gaz dağıtım işleriyle uğraşmaktadır. Şirket, 2006 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	12,2x
Enerjisa Enerji A.S.	ENJSA	Türkiye	Enerjisa Enerji A.Ş., iştirakleriyle birlikte Türkiye'de elektrik dağıtımı, perakende satış ve müşteri çözümleri sunmaktadır. Enerjisa Enerji A.Ş. 1996 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	5,0x
Entra ASA	ENTRA	Türkiye	Entra ASA, Oslo, Bergen, Drammen, Sandvika ve Stavanger'de gayrimenkul projeleri geliştirmektedir. Ofis ve ticari mülklere sahip ve işletmektedir. Şirket 2000 yılında kurulmuş olup, merkezi Norveç'in Oslo şehrindedir.	18,5x
Esenboga Elektrik Üretim A.S.	ESEN	Türkiye	Esenboga Elektrik Üretim A.Ş., Türkiye'de elektriğin kurulması, hizmete alınması, üretimi ve satışıyla ilgilenmektedir. Esenboga Elektrik Üretim A.Ş. 2009 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	~~33,6x~~
Galata Wind Enerji A.S.	GWIND	Türkiye	Galata Rüzgar Enerjisi A.Ş., iştirakleriyle birlikte Türkiye'de yenilenebilir enerjiden elektrik üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket, toplam kapasitesi yaklaşık 297,2 MW olan üç rüzgar santrali ve üç güneş enerjisi santrali işletmektedir. Şirket 2006 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	7,9x
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.S.	HUNER	Türkiye	Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş., Türkiye ve uluslararası alanda iletim ve dağıtım şirketlerine elektrik enerjisi ve/veya kapasitenin kurulması, inşası, devreye alınması, kiralaması, üretimi ve satışı ile ilgilenmektedir. Kurulu kapasitesi Hun	7,9x

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

			Yenilenebilir Enerji Üretim A.S. 2014 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	
IZDEMIR Enerji Elektrik Uretim A.S.	IZENR	Türkiye	IZDEMIR Enerji Elektrik Uretim A.S. kömür yoluyla elektrik üretir ve satmaktadır. Şirket 2007 yılında kurulmuş olup, merkezi İzmir'de bulunmaktadır.	15,6x
Kalyon Günes Teknolojileri Üretim A.S.	KLYPV	Türkiye	Kalyon Günes Teknolojileri Üretim A.Ş., Türkiye'de ve uluslararası alanda güneş enerjisi santrallerine güneş panelleri üretir ve satmaktadır. Şirket, 2020 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	18,0x
Lydia Yesil Enerji Kaynaklari A.S.	LYDYE	Türkiye	Lydia Yesil Enerji Kaynaklari A.S., elektrik ve ısı enerjisi üretimi ve satışıyla ilgilenmektedir. Şirket Eylül 2024'te adını Lydia Yesil Enerji Kaynaklari A.S. olarak değiştirdi. Lydia Yesil Enerji Kaynaklari A.S. 2009 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	~~NM~~
Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.S.	MAGEN	Türkiye	Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Türkiye'de ve uluslararası alanda yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretmek için güneş enerjisi santrallerinin kurulması ve hizmete alınmasıyla ilgilenmektedir. Şirket 2014 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	~~NM~~
Mogan Enerji Yatirim Holding Anonim Sirketi	MOGAN	Türkiye	Mogan Enerji Yatirim Holding Anonim Sirketi, Türkiye'de yenilenebilir enerji işleriyle ilgilenmektedir. Jeotermal, hidroelektrik ve rüzgar enerji santralleri aracılığıyla enerji üretir. Şirket 1980 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	10,2x
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret Anonim Sirketi	NATEN	Türkiye	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret Anonim Sirketi, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi yapmaktadır. Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret Anonim Sirketi 2009 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	~~82,2x~~
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.S.	NTGAZ	Türkiye	Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş., Türkiye'de doğal gazın alımı, sıkıştırılması, taşınması ve teslimatı ile ilgilenmektedir. Şirket, sıkıştırılmış doğal gaz (CNG) ve sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ürünleri tedarik etmektedir. Şirket 2004 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	4,6x
Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.S.	ODAS	Türkiye	Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş., iştirakleriyle birlikte, Türkiye'de ve uluslararası alanda doğal gazın kombine döngüleriyle elektrik üretip satmaktadır. Şirket, 140 MW kurulum güce sahiptir. Odas Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. 2010 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	~~15,2x~~
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Uretim A.S.	PAMEL	Türkiye	Pamukova Yenilenebilir Elektrik Uretim A.S. Türkiye'de yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket 2007 yılında kurulmuş olup merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	~~91,6x~~
Smart Günes Enerjisi Teknolojileri Arastirma ve Gelistirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.S.	SMRTG	Türkiye	Smart Günes Enerjisi Teknolojileri Arastirma ve Gelistirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.S., entegre bir güneş enerjisi teknolojisi şirketi, Türkiye'de güneş fotovoltaik modülleri üretmektedir. Şirket 2014 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	13,3x
Tatlipinar Enerji Uretim A.S.	TATEN	Türkiye	Tatlıpınar Enerji Uretim A.Ş. Türkiye'de yenilenebilir enerji üretim işinde yer almaktadır. Güneş ve rüzgar enerjisi gibi yenilenebilir enerji üretimi için tesislerin kurulması ve devreye alınmasıyla ilgilenmektedir. Şirket 2011 yılında kurulmuş olup merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	15,9x
Zedur Enerji Elektrik Üretim Anonim Sirketi	ZEDUR	Türkiye	Zedur Enerji Elektrik Üretim Anonim Sirketi, öncelikle Türkiye'de elektrik üretimi, dağıtımı ve satışıyla ilgilenmektedir. Şirket Eylül 2022'de adını Zedur Enerji Elektrik Üretim Anonim Şirketi olarak değiştirmiştir. Zedur Enerji Elektrik Üretim Anonim Şirketi 1980 yılında kurulmuş olup, merkezi Ankara'da bulunmaktadır.	~~92,5x~~
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.S.	ZOREN	Türkiye	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş., iştirakleriyle birlikte, Türkiye'de ve uluslararası alanda elektrik ve doğal gazın üretimi, üretimi, iletimi, dağıtımı ve ticareti ile ilgilenmektedir. Zorlu Enerji Elektrik	14,0x

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

			Üretim A.Ş. 1993 yılında kurulmuş olup merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.	
Yurt İçi Şirketler Medyan				12,3x

Not: Söz konusu çarpan değerleri 21.05.2026 tarihi itibarıyladır.
Kaynak: Capital IQ

Yurt **Dışı Benzer Şirketler**

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet Faaliyet Konusu	FD/FAVÖK
Energisa S.A.	BOVESPA:ENGI3	Brezilya	Energisa S.A., iştirakleri aracılığıyla Brezilya'da elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımı faaliyetlerinde bulunmaktadır. Brezilya eyaletlerinde yaklaşık 20 milyon tüketiciye hizmet vermektedir. Şirket 1905 yılında kurulmuş olup merkezi Brezilya'nın Cataguases şehrindedir.	6,5x
OGE Energy Corp.	NYSE:OGE	Amerika Birleşik Devletleri	OGE Energy Corp., yan kuruluşu aracılığıyla Amerika Birleşik Devletleri'nde enerji hizmetleri sağlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, elektrik enerjisi üretiyor, ileti, dağıtıyor ve satıyor. Şirket, yaklaşık 30.000 mil karelik hizmet alanını kapsayan yaklaşık 709.000 müşteriye perakende elektrik hizmeti sunmaktadır. OGE Energy Corp. 1902 yılında kurulmuş olup, Oklahoma City, Oklahoma'da bulunmaktadır.	12,2x
Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A.	BOVESPA:EQPA3	Brezilya	Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Brezilya'nın Pará eyaletinde elektrik dağıtımı ile ilgilenmektedir.Şirket daha önce Centrais Elétricas do Pará S.A. olarak biliniyordu ve Aralık 2019'da adını Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A. olarak değiştirdi. Şirket 1962 yılında kurulmuş olup, merkezi Brezilya'nın Belém şehrindedir.	5,9x
Terna S.p.A.	BIT:TRN	İtalya	Terna S.p.A., bağlı kuruluşlarıyla birlikte, İtalya, diğer Avrupa bölgesi ülkeleri ve uluslararası alanda elektrik iletimi ve sevk hizmetleri sunmaktadır. Terna S.p.A. 1962 yılında kurulmuş olup, merkezi İtalya'nın Roma şehrindedir.	11,5x
National Grid plc	LSE:NG.	İngiltere	National Grid plc, elektrik ve gazın iletimi ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Birleşik Krallık Elektrik İletim segmenti, İngiltere ve Galler'de elektrik iletim ağları sağlamaktadır. Şirket 1990 yılında kurulmuş olup, merkezi Birleşik Krallık'ın Londra şehrindedir.	14,3x
Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A	BOVESPA:ENMT4	Brezilya	Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A, Mato Grosso'da elektrik dağıtıcısı olarak faaliyet göstermektedir. Şirket daha önce Centrais Elétricas Matogrossenses olarak biliniyordu ve Şubat 2015'te adını Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A olarak değiştirdi. Şirketin merkezi Brezilya'nın Cuiabá kentinde bulunmaktadır.	7,8x
The Southern Company	NYSE:SO	Amerika Birleşik Devleri	Southern Company, bağlı kuruluşları aracılığıyla elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımıyla ilgilenmektedir. Şirket, yenilenebilir enerji projeleri dahil olmak üzere elektrik üretim varlıklarını geliştirir,inşa eder, satın alır, sahiplenir ve yönetir.Southern Company 1946 yılında kurulmuş olup, merkezi Atlanta, Georgia'dadır.	12,7x
Ampla Energia e Serviços S.A.	BOVESPA:CBEE3	Brezilya	Ampla Energia e Serviços S.A., Brezilya'da elektrik dağıtımında yer almaktadır. Şirket eskiden Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro olarak biliniyordu. Şirket 1908 yılında kurulmuş olup, merkezi Brezilya'nın Rio de Janeiro şehrindedir. Ampla Energia e Serviços S.A., Enel Brasil S.A.'nın bir yan kuruluşudur.	4,8x
Duke Energy Corporation	NYSE:DUK	Amerika Birleşik Devletleri	Duke Energy Corporation, bağlı kuruluşları aracılığıyla Amerika Birleşik Devletleri'nde enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. İki segment üzerinden faaliyet göstermektedir: Elektrik Hizmetleri ve Altyapı (EU&I); ve Gaz Hizmetleri ve Altyapı (GU&I) bölümlerinde yer alır. EU&I segmenti, Güneydoğu ve Orta Batı bölgelerinde	11,2x

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

			yaklaşık 8,6 milyon müşteriye elektrik üretir, iletir, dağıtır ve satar. Duke Energy Corporation, 1904 yılında kurulmuş olup, merkezi Charlotte, Kuzey Karolina'dadır.	
Elektro Redes S.A.	BOVESPA:EKTR4	Brezilya	Elektro Redes S.A. Brezilya'da elektrik dağıtımı ile ilgilenmektedir.Elektro Redes S.A. 1998 yılında kurulmuş olup merkezi Brezilya'nın Campinas şehrindedir.	6,2x
CenterPoint Energy, Inc.	NYSE:CNP	Amerika Birleşik Devletleri	CenterPoint Energy, Inc., Amerika Birleşik Devletleri'nde kamu hizmeti holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Elektrik ve Doğal Gaz segmentlerinde faaliyet göstermektedir. CenterPoint Energy, Inc., Amerika Birleşik Devletleri'nde kamu hizmeti holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Elektrik ve Doğal Gaz segmentlerinde faaliyet göstermektedir.	13,8x
Companhia Energética do Ceará - COELCE	BOVESPA:COCE5	Brezilya	Companhia Energética do Ceará - COELCE Brezilya'da elektrik dağıtmaktadır. Brezilya'nın Ceará eyaletinde 184 belediyede faaliyet göstermektedir. Companhia Energética do Ceará'nın merkezi Brezilya'nın Fortaleza kentinde bulunmaktadır.	4,1x
Saudi Electricity Company	SASE:5110	Sudi Arabistan	Saudi Electricity Company, bağlı kuruluşlarıyla birlikte Suudi Arabistan Krallığı'nda elektrik üretir, iletir ve dağıtır. Üretim, Iletim, Dağıtım ve Abone Hizmetleri ile diğer segmentler üzerinden faaliyet göstermektedir.Şirket 2000 yılında kurulmuş olup, Suudi Arabistan Krallığı'nın Riyad şehrinde bulunmaktadır.	6,5x
SSE plc	LSE:SSE	İngiltere	SSE plc, elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve tedarikiyle ilgilenmektedir. Şirket, güney orta İngiltere'de ve İskoçya'nın kuzeyinde yaklaşık 3,9 milyon ev ve işletmeye elektrik dağıtmaktadır; ve İskoçya'nın kuzeyinde ve diğer bölgelerde yüksek voltajlı elektrik iletim sistemini sahip, geliştirir ve işletmektedir. 1989 yılında kurulmuş olup, Birleşik Krallık'ın Perth şehrinde bulunmaktadır.	13,7x
Edison International	NYSE:EIX	Amerika Birleşik Devletleri	Edison International, bağlı kuruluşları aracılığıyla elektrik enerjisinin üretimi ve dağıtımıyla ilgilenmektedir. Şirketin dağıtım ağı, 55 kV'dan 500 kV'a kadar değişen yaklaşık 13.000 mil uzunluğunda hat ve yaklaşık 80 aktarım trafo merkezinden oluşmaktadır; ve yaklaşık 38.000 devre mili havalı hatlar, yaklaşık 32.000 devre mili yeraltı hattı ve yaklaşık 730 dağıtım trafo merkezi bulunmaktadır. Edison International, 1886 yılında kurulmuş olup, Rosemead, Kaliforniya'da bulunmaktadır.	6,8x
CEZ, a. s.	SEP:CEZ	Çekya	CEZ, A. S. Batı, Orta ve Güneydoğu Avrupa'da elektrik ve ısı üretimi, dağıtımı, ticareti ve satışıyla ilgilenmektedir.Şirket dört segmentte faaliyet göstermektedir: Üretim, Dağıtım, Satış ve Madencilik. Hidro, rüzgar, güneş, nükleer, kömür, doğal gaz, biyogaz ve biyokütle enerji santrallerini işletmektedir; ve kombine çevrimli gaz türbini santrali ile kombine ısı ve enerji üniteleridir.	7,1x
Tenaga Nasional Berhad	KLSE:TENAGA	Malezya	Tenaga Nasional Berhad, Malezya, Birleşik Krallık, Kuveyt, İrlanda Cumhuriyeti, Avustralya ve uluslararası alanda elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve satışıyla ilgilenmektedir. Termik ve hidroelektrik santrallerini işletiyor ve bakımını yapmaktadır.Öncelikle ticari, endüstriyel ve konut müşterilerine hizmet vermektedir. Şirket 1949 yılında kurulmuş olup, merkezi Kuala Lumpur, Malezya'dadır.	8,1x
Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A.	BOVESPA:EQPA3	Brezilya	Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Brezilya'nın Pará eyaletinde elektrik dağıtımı ile ilgilenmektedir. Konut, sanayi, ticari, tarım, kamu otoritesi, kamu aydınlatma hizmeti ve kamu hizmeti müşterilerine hizmet vermektedir. Şirket 1962 yılında kurulmuş olup, merkezi Brezilya'nın Belém şehrindedir.	5,9x
CPFL Energia S.A.	BOVESPA:CPFE3	Brezilya	CPFL Energia S.A., bağlı kuruluşları aracılığıyla Brezilya'da enerji şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Dağıtım, Üretim, Iletim,	

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edebiyat Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 39 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

			Ticarileştirme ve Hizmetler segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Şirketin dağıtım ağı 345.785 kilometre dağıtım hattı, bunların 530.081'i dağıtım trafosu ve 12.174 kilometre yüksek voltajlı dağıtım hattı içeriyordu; ve toplam dönüşüm kapasitesi 20.363 MVA olan 594 yüksek gerilimli ve orta gerilimli trafo trafo merkezi. 687 belediyede konut, ticari ve sanayi sektörlerinden 10,7 milyon müşteriye hizmet vermiştir. Şirket 1912 yılında kurulmuştur.	6,0x
Aboitiz Power Corporation	PSE:AP	Filipinler	Aboitiz Power Corporation, iştirakleri aracılığıyla Filipinler'de elektrik üretimi ve dağıtımı ile elektrik perakende işleriyle ilgilenmektedir. Enerji üretimi, Elektrik dağıtımı ve Perakende Elektrik Tedariki ile Ana ve Diğer segmentler aracılığıyla faaliyet göstermektedir	8,2x
Portland General Electric Company	NYSE:POR	Amerika Birleşik Devletleri	Portland General Electric Company, entegre bir elektrik şirketi olup, Oregon eyaletinde elektrik üretimi, toptan alım, iletim, dağıtım ve perakende satış ile ilgilenmektedir. Altı termik santral, dört rüzgar çiftliği ve yedi hidroelektrik tesisi işletmektedir. Şirketin 1.269 devre milinden oluşan bir elektrik iletim sistemi vardır; bunların arasında 500 kilovolt hattın 287 mili, 230 kilovoltluk hattın 418 mili ve 115 kilovoltluk hattın 564 mili yer almaktadır; ve 51 şehirde 950 bin perakelle müşteriye hizmet verdi. Ayrıca 29.398 mil uzunluğunda dağıtım hattı bulunmaktadır.Şirket 1889 yılında kurulmuştur.	9,8x
Rede Energia Participações S.A.	BOVESPA:REDE3	Brezilya	Rede Energia Participações S.A., Brezilya'da elektrik üretimi, dağıtımı ve ticarileştirilmesiyle ilgilenmektedir. Elektriğini konut, sanayi, ticari, kırsal, devlet ve kamu sektörü müşterilerine sunmaktadır.	6,5x
Colbún S.A.	SNSE:COLBUN	Şili	Colbún S.A., bağlı kuruluşlarıyla birlikte elektrik enerjisi üreten bir şirket olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, enerji, elektrik ve doğal gazın üretimi, taşınması, dönüşümü, dağıtımı ve tedarikiyle ilgilenmektedir. Şirket 1986 yılında kurulmuş olup, merkezi Şili, Santiago'da bulunmaktadır.	8,2x
Luz del Sur S.A.A.	BVL:LUSURC1	Peru	Luz del Sur S.A.A., Peru'da elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Yaklaşık 5 milyon nüfusa hizmet vermektedir. Luz del Sur S.A.A. 1994 yılında kurulmuş olup Peru'nun San Isidro şehrinde bulunmaktadır.	6,6x
American Electric Power Company, Inc.	NASDAQGS:AEP	Amerika Birleşik Devletleri	American Electric Power Company, Inc., bir elektrik kamu hizmeti holding şirketi olup, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki perakende ve toptan müşterilere satılmak üzere elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımı ile ilgilenmektedir.	13,1x
Societatea Energetica Electrica S.A.	BVB:EL	Romanya	Societatea Energetica Electrica S.A., bağlı kuruluşlarıyla birlikte Romanya'da elektrik dağıtım ağlarının işletilmesi, inşası ve bakımıyla ilgilenmektedir. Elektrik ve Doğal Gaz Tedamini, Elektrik Dağıtımı, Elektrik Üretimi ve Dış Elektrik Ağı Bakımı segmentleri üzerinden faaliyet göstermektedir.Societatea Energetica Electrica S.A. 1898 yılında kurulmuş olup, merkezi Romanya'nın Bükreş kentinde bulunmaktadır.	7,0x
DTE Energy Company	NYSE:DTE	Amerika Birleşik Devletleri	DTE Energy Company, enerji ile ilgili iş ve hizmetlerle ilgilenmektedir. Şirketin Elektrik segmenti, Michigan'ın güneydoğusunda yaklaşık 2,3 milyon ticari ve endüstriyel müşteriye elektrik üretiyor, satın alıyor, dağıtıyor ve satıyordur. Yaklaşık 37.710.000 kilovolt-amper (kVA) kapasiteli 702 dağıtım trafo istasyonuna ve yaklaşık 33.570.000 kVA kapasiteye sahip yaklaşık 4.55.300 hat trafosuna sahiptir. Yaklaşık 20.500 mil uzunluğunda dağıtım şebekesi bulunmaktadır; 1.238.000 hizmet hattı; ve 1.352.000 aktif metre ile yaklaşık 2.000 mil uzunluğunda iletim boru hattına sahiptir. Şirket 1849 yılında kurulmuş olup Detroit, Michigan'da bulunmaktadır.	15,5x

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 35 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Enel SpA	BIT:ENEL	İtalya	Enel SpA, dünya genelinde elektrik ve gaz endüstrilerinde entegre bir operatör olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, yenilenebilir, nükleer, rüzgar, hidroelektrik, termik, güneş ve jeotermal enerji santralleri işletmektedir. Ayrıca elektrik üretir, dağıtır, iletir ve satar. Şirket 1962 yılında kurulmuş olup, merkezi İtalya'nın Roma şehrindedir.	8,6x
CLP Holdings Limited	SEHK:2	Hong Kong	CLP Holdings Limited, bir yatırım holding şirketi olup, Hong Kong, Çin Anakarası, Hindistan, Tayland, Tayvan ve Avustralya'da elektrik üretimi, perakende, iletim ve dağıtım işleriyle ilgilenmektedir. CLP Holdings Limited, 1901 yılında kurulmuş olup Hong Kong'un Kowloon şehrinde bulunmaktadır.	10,1x
Caribbean Utilities Company, Ltd.	TSX:CUP.U	Cayman Adaları	Caribbean Utilities Company, Ltd., Grand Cayman'da elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Şirket, toplam 166 megavat kurulum gücüne sahip dizel kullanarak elektrik üretmektedir. Ayrıca yaklaşık 475 mil kara tabanlı yüksek voltajlı iletim ve dağıtım hattı ile 15 mil yüksek voltajlı denizaltı kabloları bulunan dokuz trafo trafo istasyonu işletmektedir. Şirket 1966 yılında kurulmuş olup, Grand Cayman, Cayman Adaları'nda bulunmaktadır.	10,6x
Endesa, S.A.	BME:ELE	İspanya	Endesa, S.A. İspanya, Portekiz, Fransa, Almanya, Birleşik Krallık, İsviçre, Lüksemburg, Hollanda, Singapur, İtalya, Fas ve uluslararası alanda elektrik üretimi, dağıtımı ve satışı ile ilgilenmektedir. Kurulum kapasitesi 21.449 MW'tı; 320.329 km dağıtım ve ulaşım ağları işletti; ve 10.217 bin müşteriye elektrik, 1.777 bin müşteriye gaz dağıttı. Şirket 1944 yılında kurulmuş olup, merkezi Madrid, İspanya'da bulunmaktadır.	9,0x
Eversource Energy	NYSE:ES	Amerika Birleşik Devletleri	Eversource Energy, kamu hizmeti holding şirketi olarak enerji dağıtımı işiyle ilgilenmektedir. 1927 yılında kurulmuş olup, merkezi Springfield, Massachusetts'tedir.	11,4x
Societatea Energetica Electrica S.A.	BVB:EL	Romanya	Societatea Energetica Electrica S.A., bağlı kuruluşlarıyla birlikte Romanya'da elektrik dağıtım ağlarının işletilmesi, inşası ve bakımıyla ilgilenmektedir. Elektrik ve Doğal Gaz Tedamini, Elektrik Dağıtımı, Elektrik Üretimi ve Dış Elektrik Ağı Bakımı segmentleri üzerinden faaliyet göstermektedir. 1898 yılında kurulmuş olup, merkezi Romanya'nın Bükreş kentinde bulunmaktadır.	7,0x
Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A.	BOVESPA:EQPA3	Brezilya	Equatorial Pará Distribuidora de Energia S.A., Brezilya'nın Pará eyaletinde elektrik dağıtımı ile ilgilenmektedir. Konut, sanayi, ticari, tarım, kamu otoritesi, kamu aydınlatma hizmeti ve kamu hizmeti müşterilerine hizmet vermektedir. Şirket 1962 yılında kurulmuş olup, merkezi Brezilya'nın Belém şehrindedir.	5,9x
Fortis Inc.	TSX:FTS	Kanada	Fortis Inc., Kanada, Amerika Birleşik Devletleri ve Karayip ülkelerinde elektrik ve gaz hizmeti şirketi olarak faaliyet göstermektedir.Fortis Inc. 1885 yılında kurulmuş olup, merkezi Saint John's, Kanada'dadır.	13,6x
Engie Energia Chile S.A.	SNSE:ECL	Şili	Engie Energia Chile S.A., öncelikle Şili ve Arjantin'de elektrik üretimi, iletimi ve tedarikiyle ilgilenmektedir. 2.691 MW kurulum gücüne sahip güneş, rüzgar, termik ve hidroelektrik santralleri işletmektedir. Şirket 1981 yılında kurulmuş olup, Şili'nin Las Condes şehrinde bulunmaktadır.	6,3x
Adani Energy Solutions Limited	NSEI:ADANIENSOL	Hindistan	Adani Energy Solutions Limited, iştirakleriyle birlikte Hindistan'da elektrik üretir, iletir ve dağıtmaktadır. İletim, Dağıtım İşi, Ticaret ve Diğer bölümler üzerinden faaliyet göstermektedir.Şirket 2013 yılında kurulmuş olup, merkezi Hindistan'ın Ahmedabad şehrindedir.	~~22,9x~~
PPL Corporation	NYSE:PPL	Amerika Birleşik Devletleri	PPL Corporation, Amerika Birleşik Devletleri'nde yaklaşık 3,5 milyon müşteriye elektrik ve doğal gaz sağlamaktadır. PPL Corporation, 1920 yılında	12,5x

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0 (212) 352 35 77 Faks: 0 (212) 352 36 20
0 (212) 352 39 77 Fax: 0 (212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

			kurulmuş olup, merkezi Allentown, Pennsylvania'da bulunmaktadır.	
Alliant Energy Corporation	NASDAQGS:LNT	Amerika Birleşik Devletleri	Alliant Energy Corporation, Amerika Birleşik Devletleri'nde düzenlenmiş elektrik ve doğal gaz hizmetleri sunan bir kamu hizmeti holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir.IPL ve WPL segmentleri üzerinden faaliyet göstermektedir.. Alliant Energy Corporation'ın merkezi Madison, Wisconsin'de bulunmaktadır.	15,8x
Hydro One Limited	TSX:H	Kanada	Hydro One Limited, bağlı kuruluşları aracılığıyla Ontario'da bir elektrik iletim ve dağıtım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Yaklaşık 30.000 devre kilometresi yüksek voltajlı iletim hattına ve yaklaşık 125.000 devre kilometresine sahip ve işletmekte olmaktadır. Şirket 2015 yılında kurulmuş olup, merkezi Toronto, Kanada'dadır.	16,7x
Emera Incorporated	TSX:EMA	Kanada	Enerji ve hizmet şirketi olan Emera Incorporated, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Barbados ve Bahamalar'da elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımına yatırım yapmaktadır. Şirket 1998 yılında kurulmuş olup, merkezi Halifax, Kanada'dadır.	12,9x
Evergy, Inc.	NASDAQGS:EVRG	Amerika Birleşik Devletleri	Evergy, Inc., bağlı kuruluşlarıyla birlikte, Amerika Birleşik Devletleri'nde elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve satışıyla ilgilenmektedir. Kömür, çöp gazı, uranyum ve doğal gaz ile petrol kaynaklarının yanı sıra güneş, rüzgar ve diğer yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretir. Şirket 2017 yılında kurulmuş olup, merkezi Kansas City, Missouri'de bulunmaktadır.	11,6x
Sichuan Xichang Electric Power Co.,Ltd.	SHSE:600505	Çin	Sichuan Xichang Elektrik Gücü Ltd., Çin'in Sichuan eyaletindeki Liangshan eyaletinde hidroelektrik enerjisinin üretimi, tedarik, dağıtımı ve satışıyla ilgilenmektedir. Tesis, 548.500 kilovatlık kurulum kapasitesine sahip 82 şebekeye bağlı hidroelektrik santralini işletmektedir; ve 245.500 kilowatt kurulum gücüne sahip 8 hidroelektrik santralinin sahibi ve kontrolündedir. Şirket 2017 yılında kurulmuş olup, merkezi Kansas City, Missouri'de bulunmaktadır.	18,0x
China Southern .Power Grid Energy Storage Co., Ltd.	SHSE:600995	Çin	Southern Power Grid Energy Storage Co., Ltd., pompalı depolama, hidroenerji ve enerji depolama faaliyetleri geliştirir, yatırım yapar, inşa eder ve işletmektedir.1997 yılında kurulmuş olup Çin'in Guangzhou şehrinde bulunmaktadır.	15,0x
Yurt Dışı Şirketler Medyan				9,0x

Not: Söz konusu çarpan değerleri 21.05.2026 tarihi itibarıyladır.
Kaynak: Capital IQ, Şirketlerin internet siteleri

5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan Analizi kapsamında yurt içinde ve yurt dışında Türker Veyaş ile benzer alanda faaliyet gösteren şirketler araştırılmıştır. FD/FAVÖK (Son 12 Aylık) çarpanı itibarıyla 0x'ın altı ve 20x'in üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dahil edilmemiştir. Ayrıca uç değerler hesaplama dışında tutulsa da ihtiyatlılık gereği ortalama yerine medyan değerler kullanılmıştır. Çarpan analizi kapsamında yurt içi ve yurt dışına eşit ağırlık verilmiş olup, bu doğrultuda 99.852.771 bin TL özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme (Bin TL)	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	12,3x	50%
Yurt dışı	9,0x	50%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	10,6x	100%
FAVÖK (Son 12 Aylık)	10.233.195	
Firma Değeri	108.722.862	

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Edula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Net borç (31.03.2026 itibarıyla)	8.870.091	
Özsermaye Değeri	99.852.771	

Kaynak : Vakıf Yatırım

5.2. 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. Temkinli olmak adına her iki yönteme eşit ağırlık verilmiştir. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 89.996.205 bin TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi tespit edilen 170,01 TL tutarındaki pay başına değere yatırımcıların halka arza katılımını teşvik etmek ve halka arz sonrasında oluşabilecek piyasa dalgalanmalarına karşı yatırımcılara uygun bir fiyat avantajı sağlamak amacıyla %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır.

Sonuç olarak, %20 oranında halka arz iskontosu uygulanması sonrasında ulaşılan 71.996.964 bin TL tutarındaki halka arz iskontolu özsermaye değeri esas alınmış; Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla 529.355 bin TL seviyesindeki ödenmiş sermayesi dikkate alınarak 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatı 136,00 TL olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak 1 TL nominal değerli **pay başına halka arz fiyatı** 136,00 TL **olarak hesaplanmaktadır**.

VEYAS - **Değerleme Özeti**	**Özsermaye Değeri** (Bin TL)	**Ağırlık**
İNA Yöntemi	80.139.640	50%
Çarpan Analizi	99.852.771	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	89.996.205	100%

Kaynak : Vakıf Yatırım

VEYAS - **Değerleme Sonucu**	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (Bin TL)	89.996.205
Ödenmiş Sermaye (Bin TL) (31.03.2026 itibarıyla)	529.355
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (Bin TL)	170,01
Halka Arz İskonto Oranı	20,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (Bin TL)	71.996.964
Halka Arz Fiyatı (TL)	136,00

Kaynak : Vakıf Yatırım

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebululа Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

6. Ekler

6.1. EK - 1 - **Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

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

21.05.2026

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 21.05.2026 tarihli 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.

Uğur FİDAN
Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

6.2. EK - 2 – **Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı**

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

21.05.2026

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 21.05.2026 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.

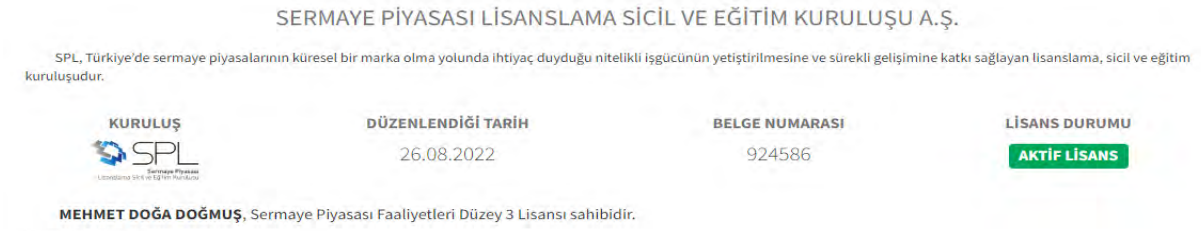
Uğur FİDAN
Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah/Ecululu Mardin Cad./Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335/İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Faks: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

Mehmet Doğa DOĞMUŞ
Müdür

Mehmet Doğa Doğmuş

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:



SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

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

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	26.08.2022	924586	AKTİF LİSANS

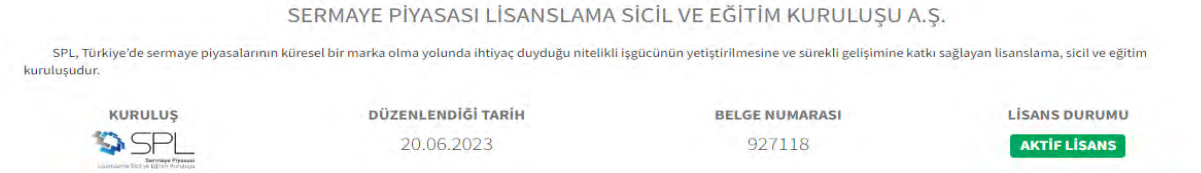
MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini 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/5963633D-5D5B-436D-A0E2-62C0C97CAA99



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	20.06.2023	927118	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Kredi Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/35DFF5A2-51FF-4594-8F09-E6009E9EA2A7

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	7.07.2023	927244	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Kredi Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 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 Kredi Derecelendirme Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CC4A4AA-89B6-4D10-BD9E-CF31F2FA6041

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017

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	29.08.2023	927542	AKTİF LİSANS

MEHMET DOĞA DOĞMUŞ, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 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 Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Deniz Demir

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/BDFD46C7-B0A8-4D6E-BB13-E1A73CA4630A

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	11.12.2025	939456	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/26C0A9C1-B2FA-40DD-A55C-EDF4FCE29B40

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	11.12.2025	939461	AKTİF LİSANS

DENİZ DEMİR, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

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

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etiulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
F2/A Blok No:18 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 36 20
0(212) 352 35 77 Fax: 0(212) 352 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No 0-9220-0883-5900017