

**30 Temmuz 2019**

**Kredi Derecelendirme Notu**

**Uzun vadeli (Ulusal):**  
**(TR) A+**

**Görünüm:**  
**Stabil**

**Kısa Vadeli (Ulusal):**  
**(TR) A1**

**Görünüm:**  
**Stabil**

**Çinigaz Doğalgaz Dağıtım  
Sanayi ve Ticaret A.Ş.**

Genel Müdürlük: Nasuh Akar  
Mah., Türk Ocağı Cad., 1400.  
Sok., No: 34/3,  
Balgat, Ankara

Tel: +90 (312) 287 38 38  
Faks: +90 (312) 287 57 77

<http://www.cinigaz.com>

**Derecelendirme Notu Gerekçesi**

2003 yılında kurulan Çinigaz Doğalgaz Dağıtım ve Sanayi Ticaret A.Ş., (“Şirket”) 4646 sayılı Doğal Gaz Piyasası Kanunu çerçevesinde 2004 tarihinden itibaren 30 yıl süre ile Kütahya’da doğal gaz dağıtım ve satışı yapmak üzere Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu’ndan (EPDK) dağıtım lisansı almıştır. 2005 yılında Kütahya Bölgesi’ndeki doğal gaz dağıtım ve bağlantı sistemlerini Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş.’den (BOTAŞ) devir alarak, gaz dağıtım ve satış faaliyetlerine başlamıştır.

Şirket’in genel müdürlüğü Ankara’da olup Kütahya ve ilçelerinde büroları bulunmaktadır.

Şirket’in yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin taşıdığı finansal/operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde, uzun vadeli notu (TR) A+ ve kısa vadeli notu (TR) A1 olarak belirlenmiştir.

**Güçlü Yönler ve Riskler**

**Güçlü Yönler**

- Öngörülebilir ve volatilitesi düşük nakit akışı
- Kur ataklarına karşı dayanıklı mali yapı
- Düşük finansal yükümlülük oranı
- Yıllar itibarıyla artan abone sayısı trendi ve yatırımlara bağlı olarak artan penetrasyon oranı

**Riskler**

- Jeopolitik risklerin enerji fiyatları üzerindeki olası etkileri
- Makroekonomik daralmanın doğalgaz talebine olumsuz etkisi
- Maliyet ve harcamaların bütçelenen ve EPDK tarafından onaylanan limitler dahilinde tutulması gerekliliği
- Finansman maliyetlerinde artış trendi

**Görünüm**

Şirket önümüzdeki 15 yıl boyunca Kütahya bölgesinde doğalgaz dağıtımını yapmak üzere EPDK tarafından yetkilendirilmiş tek şirkettir. Düzenleyici otorite tarafından 2018-2021 yılları arasında geçerli olacak doğalgaz satış tarifesi kapsamında öngörülebilir bir nakit akışına sahiptir. Bunun yanı sıra genişleme bölgelerine ilişkin yatırımlar devam etmektedir. Bahsi geçen faktörler sürdürülebilir mali yapısı ile birlikte değerlendirildiğinde Şirket’in görünümü “**Stabil**” olarak belirlenmiştir.

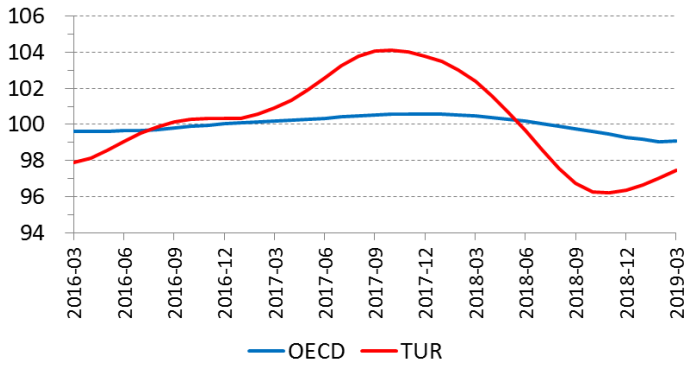
## Makro Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası ve Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD) gibi uluslararası kuruluşların 2018 yılı başlarından itibaren yapmış oldukları 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin nispeten iyimser küresel büyüme tahminlerinde çeşitli tarihlere aşağı yönlü revizyonlara gidilmiştir. Aşağıda verilen tabloda söz konusu kuruluşların en güncel ve bir önceki küresel büyüme öngörülerine yer verilmiştir.

Kurum	Kaynak	2019 (Güncel)	2019 (Önceki)	2020 (Güncel)	2020 (Önceki)
IMF	Temmuz 2019 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Nisan 2019)	3,2% ↓	3,3%	3,5% ↓	3,6%
Dünya Bankası	Haziran 2019 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Ocak 2019)	2,6% ↓	2,9%	2,7% ↓	2,8%
OECD	Mayıs 2019 Ekonomik Görünüm Tahminleri Raporu (önceki: Mart 2019)	3,2% ↓	3,3%	3,4% ↔	3,4%

Aşağı yönlü revizyonların başlıca nedenleri olarak, ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşları; gelişmekte olan piyasalarda Arjantin ve Türkiye'den başlayarak yayılabilecek bir döviz/borç krizi olasılığı; İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden anlaşmasız ayrılması ihtimali, Çin'de öngörülenden daha büyük bir yavaşlama ve jeopolitik riskler vurgulanmıştır.

### OECD - Bileşik Öncü Göstergeler



2018 yılı ortalarında gerek OECD ülkeleri gerekse Türkiye ile ilgili olarak daralma alanına girmiş olan OECD Bileşik Öncü Göstergeleri, yıl sonundan itibaren toparlanma eğilimine girmiş görünse de halen daralmanın sürmekte olduğuna işaret etmektedir.

Diğer taraftan Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülke piyasalarını 2019 yılında yönlendirecek başlıca unsurları, finansal sıkılaşma, finansal koşullar kaynaklı riskler, artan korumacılık kaynaklı riskler ve siyasi riskler olarak sıralamak mümkündür.

Geçtiğimiz yıl içinde ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz politikasının yanı sıra, bilanço küçültmeye yönelik politikaları, dolar endeksinde güçlenmeye neden olmuş, artan borçlanma maliyetlerinin etkisiyle bozulan risk algısı ise gelişmekte olan piyasalarda sermaye çıkışları ile volatilitenin belirgin şekilde artmasına neden olmuştur. Bahsi geçen global etkilerin yanı sıra gerek uluslararası gerekse iç siyasi dinamiklerin etkisiyle Türkiye ekonomisinde özellikle kur ve faiz volatilitesinde kayda değer artış gözlenmiştir. Merkez Bankası (TCMB) yaşanan gelişmeler ışığında 2018 yılı Eylül ayı toplantısında politika faizi olan haftalık repo faizini yüzde 17,75'den yüzde 24,00 seviyesine çıkartarak müdahalede bulunmuştur. Bu faiz seviyesi dokuz ay boyunca korunduktan sonra Temmuz 2019 para politikası toplantısında 425 bps indirime gidilmiş ve politika faizi yüzde 19,75 seviyesine getirilmiştir. Aşağıdaki tablo IMF, OECD ve Dünya Bankasının Türkiye'ye yönelik 2019-2020 yıllarına ait büyüme tahminlerini vermektedir.

Kurum	Kaynak	2019 (Güncel)	2019 (Önceki)	2020 (Güncel)	2020 (Önceki)
IMF	Nisan 2019 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Ekim 2018)	-2,5% ↓	0,4%	2,5% ↓	2,6%
Dünya Bankası	Haziran 2019 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Ocak 2019)	-1,0% ↓	1,6%	3,0% ↔	3,0%
OECD	Mayıs 2019 Ekonomik Görünüm Tahminleri Raporu (önceki: Mart 2019)	-2,6% ↓	-1,8%	1,6% ↓	3,2%

FED, 2018 boyunca politika faizini Mart, Haziran, Eylül ve son olarak Aralık aylarındaki kararlarla toplamda 100 bps artırarak yüzde 2,25- yüzde 2,50 bandına çekmiştir. Bu trendin temelinde işgücü piyasasındaki güçlenme ve yüzde 2'lik "simetrik" enflasyon hedefine uyum kriterleri yer almıştır. 2019 yılının ilk toplantısı ise Ocak ayında yapılmıştır. Politika faizini değiştirmeyerek yüzde 2,25- yüzde 2,50 bandında tutan FED, faiz artırımı konusunda sabırlı olacağı ve verilere dayalı bir politika izleyeceği mesajını vermiştir. FED'in Ocak 2019 toplantısında "Bilanço küçültme planının

piyasada türbülansa yol açmasını istemiyoruz” açıklaması, öne çıkarılan bir başka not olmuştur. FED, Mart 2019 Para Politikası toplantısında da faiz seviyesinde bir değişikliğe gitmeyerek, Ocak ayında verdiği faiz artırımında sabırlı olma mesajını güçlendirince, politika yapıcılar 2019 yılı için faiz artırım sayısı tahminlerini ikiden sifıra düşürmüştür. FED toplantısıyla ilgili dikkatlerin yoğunlaştığı diğer bir konu ise FED’in bilanço küçültülme operasyonu olmuştur. FED’in bilanço küçültülme operasyonunun 2019 yılı içinde sona ermesi öngörülmekte olup, Mayıs'tan itibaren de yavaşlatılacağı belirtilmiştir. FED’in Mayıs 2019 toplantısında da sabırlı duruşun korunması vurgusu yapılmış olup politika faizi mevcut seviyesinde bırakılmıştır. Haziran toplantısında bir kez daha faizlerde değişikliğe gitmeyen FED’in “sabırlı duruş” vurgusundan vazgeçmesi 2019 yılında faizlerde indirim gidileceği beklentisini güçlendirmiştir.

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
<b>Büyüme</b> (TÜİK)	<u>2018-Q4</u> <b>-3,0%</b>	<u>2019-Q1</u> <b>-2,6%</b>	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla birinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak (2009=100), 2019 yılının birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 2,6 azalmıştır. (2018 Q4: yüzde 3 küçülme) Diğer yandan, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,3 artmıştır.
<b>İşsizlik</b> (TÜİK)	<u>2019/03</u> <b>14,1%</b>	<u>2019/04</u> <b>13,0%</b>	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaştakilerde işsiz sayısı 2019 yılı Nisan döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 1 milyon 116 bin kişi artarak 4 milyon 202 bin kişi oldu. İşsizlik oranı 3,4 puanlık artış ile %13,0 seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde; tarım dışı işsizlik oranı 3,6 puanlık artış ile %15,0 olarak tahmin edildi. Genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı 6,3 puanlık artış ile %23,2 olurken, 15-64 yaş grubunda bu oran 3,5 puanlık artış ile %13,3 olarak gerçekleşti.
<b>Enflasyon</b> - TÜFE - ÜFE (TÜİK)	<u>2019/05</u> <b>18,71%</b> <b>28,71%</b>	<u>2019/06</u> <b>15,72%</b> <b>25,04%</b>	TÜFE'de (2003=100) 2019 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre %0,03, bir önceki yılın Aralık ayına göre %5,01, bir önceki yılın aynı ayına göre %15,72 (Mayıs: % 18,71) ve on iki aylık ortalamalara göre %19,88 artış gerçekleşmiştir. Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE) ise 2019 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre % 0,09, bir önceki yılın Aralık ayına göre %8,09, bir önceki yılın aynı ayına göre %25,04 (Mayıs: %28,71) ve on iki aylık ortalamalara göre %32,81 artış göstermiştir.
<b>Bütçe Dengesi</b> (Milyar TL) (Hazine ve Maliye Bak.)	<u>2019/05</u> <b>-12,1</b>	<u>2019/06</u> <b>-12,1</b>	Haziran 2019 bütçe uygulama sonuçlarına göre Merkezi Yönetim Bütçesi Haziran ayında 12,1 Milyar TL, Ocak- Haziran döneminde ise toplam 78,6 Milyar TL açık vermiştir.
<b>Cari Denge</b> (Mio USD) (TCMB)	<u>2019/04</u> <b>-1.334</b>	<u>2019/05</u> <b>151</b>	Cari işlemler fazlası Mayıs ayında 151 mio USD olarak gerçekleşmiştir. Geçen yılın aynı ayında cari işlemler dengesi 6.172 mio usd açık vermişti. Bu sonuçla 12 aylık cari işlemler açığı 2.370 mio USD olmuştur.
<b>Sanayi Üretim Endeksi</b> (TÜİK)	<u>2019/04</u> <b>-4,0%</b>	<u>2019/05</u> <b>-1,3%</b>	Takvim etkisinden arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi 2019 Mayıs döneminde bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 1,3 düşüş göstermiştir. (Nisan 2019: yüzde 4,0 düşüş) Bu dönemde bir önceki aya göre ise yüzde 1,3 artış gerçekleşmiştir.
<b>Türkiye PMI</b> (İSO-IHS Markit)	<u>2019/05</u> <b>45,3</b>	<u>2019/06</u> <b>47,9</b>	Eşik değer olan 50'nin üzerinde ölçülen tüm rakamların sektörde iyileşmeye işaret ettiği anket sonuçlarına göre, Mayıs'ta 45,3 olarak kaydedilen İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI endeksi Haziran ayında 47,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu sonuçla endeks değeri art arda 15. kez eşik değerinin altında sonuçlanmış olmakla birlikte son 11 ayın en yüksek değeri olarak dikkat çekmiştir.
<b>Tüketici Güven Endeksi</b> (TÜİK, TCMB)	<u>2019/06</u> <b>57,6</b>	<u>2019/07</u> <b>56,5</b>	Tüketici eğilim anketi sonuçlarından hesaplanan mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven endeksi, Temmuz ayında bir önceki aya göre yüzde 2,0 oranında azalmıştır. Haziran ayında 57,6 olan endeks değeri Temmuz ayında 56,5 olarak açıklanmıştır.

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
<b>Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2019/04</u> <b>4,05%</b>	<u>2019/05</u> <b>4,18%</b>	Mayıs 2019 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü 4.269.772 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Sektörün aktif toplamı 2018 yılsonuna göre 402.346 milyon TL (%10,4) artmıştır. Mayıs 2019 döneminde en büyük aktif kalemi olan krediler 2.548.020 milyon TL, menkul değerler 576.964 milyon TL'dir. 2018 yılsonuna göre sektörün aktif büyüklüğü %10,4, krediler toplamı %6,4, menkul değerler toplamı ise %20,7, oranında artmıştır. Mevduat ise 2018 yılsonuna göre %11,4 artışla 2.268.835 milyon TL olmuştur.
<b>Bankacılık Sermaye Yeterlilik Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2019/04</u> <b>16,89%</b>	<u>2019/05</u> <b>17,07%</b>	Mayıs 2019 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün özkaynak toplamı 2018 yılsonuna göre yüzde 4,0 artışla 439.111 mio TL olmuştur.
<b>Konut Satışları</b> (TÜİK)	<u>2019/05</u> <b>82.252</b>	<u>2019/06</u> <b>61.355</b>	Türkiye genelinde Haziran ayında 61.355 konut satışı gerçekleştirilmiştir. Bu sonuçla Haziran ayında satılan konut sayısı geçen yılın aynı ayına göre yüzde 48,6 gerilemiştir. İpotekli konut satışları ise bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 84,6 oranında azalarak 7.319 olmuştur.
<b>Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları</b> (ODD)	<u>2019/05</u> <b>33.016</b>	<u>2019/06</u> <b>42.688</b>	Türkiye'de otomobil ve hafif ticari araç satışları Haziran ayında bir önceki yıla göre yüzde 16,36 azalarak 42.688 birime gerilemiştir. Bu sonuçla otomobil ve hafif ticari araç toplam satışları Ocak - Haziran döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 44,77 azalarak 195.144 birime gerilemiştir.
<b>Euro Bölgesi İmalat PMI</b> (IHS Markit)	<u>2019/06</u> <b>47,6</b>	<u>2019/07</u> <b>46,4</b>	İmalat sektörü göstergesi 2019 Temmuz ayında 46,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçla PMI verisi art arda altıncı ayda da daralmayı işaret etmiştir. PMI göstergesinde 50 seviyesinin altı sektörde daralma sinyali verirken, 50 ve üzeri büyümeyi işaret etmektedir.
<b>Euro Bölgesi Büyüme</b> (Eurostat)	<u>2018-Q4</u> <b>1,1%</b>	<u>2019-Q1</u> <b>1,2%</b>	Euro Bölgesi'nde GSYİH yılın ilk üç aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 1,2 büyümüştür. (2018 Q4: yüzde 1,1) Bu dönemde bir önceki çeyreğe göre ise yüzde 0,4 büyümüştür. Beklenti yüzde 0,3 idi.

EPDK verilerine göre Türkiye'de 81 ilde toplam 510 yerleşim yerinde 72 doğal gaz dağıtıcısı firma faaliyet göstermektedir. TÜİK tarafından açıklanan verilere göre 2018 yıl sonu itibarıyla Türkiye Nüfusu 2017 yılına kıyasla %1 artarak 82 milyona ulaşmıştır. Türkiye Doğal Gaz Dağıtıcıları Birliği'nin (GAZBİR) 2018 sektör raporundan temin edilen verilere göre toplam nüfus açısından bakıldığında 2018 yılında bir önceki yıla göre doğalgazın ulaştığı nüfus 4,1 milyon artarak 66 milyonun üzerine çıkmıştır. Bu anlamda penetrasyon oranı yüzde 80'e yükselmiştir. Diğer yandan 2018 yıl sonu itibarıyla Türkiye'deki doğal gaz abone sayısı 2017 yılına kıyasla %9 artarak 15,4 milyona ulaşmıştır. Abone sayısı gelişimi son 5 yılın ortalama büyüme oranı olan yüzde 9'luk trende uygun seyretmiştir.

m3	2015	2016	2017	2018	% Değişim
<b>İthalat</b>	48.427,08	46.352,17	55.249,95	50.360,58	-8,85
<b>Üretim</b>	381,37	367,28	354,15	428,17	20,9
<b>İhracat</b>	623,94	674,68	630,67	673,29	6,76
<b>Tüketim</b>	47.999,26	46.395,06	53.857,14	49.328,93	-8,41
<b>Dönem Sonu Stok</b>	2.126,76	1.700,25	2.948,37	3.167,23	7,42

Kaynak: EPDK

EPDK verilerine göre 2018 yılında Türkiye'de toplam doğal gaz tüketimi 2017 yılına kıyasla yüzde 8,8 azalarak 50,4 Milyar m<sup>3</sup> olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de son 5 yılda toplam doğal gaz tüketimi ise ortalama 48,5 milyar m<sup>3</sup> seviyesindedir. 2018 yılında sektörel bazda en fazla tüketim %37 pay ile elektrik santrallerinde olurken, konutlarda toplam tüketimin %26'sı, sanayide %25'i ve hizmet sektöründe yüzde 8'i gerçekleşmiştir. 2018 yılında konutlarda doğal gaz tüketimi 2017 yılına kıyasla %6 düşerek 12,7 milyar m<sup>3</sup> olarak gerçekleşmiştir. Son 10 yılda konut tüketimi

her yıl artış göstermesine rağmen, 2018 yılında toplam konut doğal gaz tüketimi, hava sıcaklıklarının mevsim ortalamasının çok üzerinde seyretmesi sebebiyle azalmıştır. Konutlardaki tüketim hacmi mevsimsel bir döngü izlemektedir. Doğal gaz dağıtıcısı firmalar kışın daha yüksek bir nakit akışına sahipken yazın daha düşük nakit yaratmaktadırlar. Diğer yandan, elektrik üretiminde kullanılan doğal gaz miktarı, doğal gaz fiyatlarındaki artışın etkisiyle 2017 yılına göre %12 azalarak 18 milyar m<sup>3</sup> olarak gerçekleşmiştir. EPDK 2019 yılı toplam doğalgaz tüketim miktarı tahminini ise 52,1 milyar m<sup>3</sup> olarak duymuştur.

Türkiye doğal gaz ihtiyacının yaklaşık yüzde 1'lik kısmı yurt içinden temin edilmekte kalan yüzde 99'luk kısmı ithal edilmektedir. Bu ithalatın çok büyük kısmını BOTAŞ gerçekleştirmektedir. BOTAŞ'ın satış fiyatlarına bakıldığında ise Brent petrol fiyatları ile yüksek bir korelasyonu olduğu görülmektedir. Öte yandan kurlarda yükseliş 2018 yılında doğal gaz fiyatlarındaki artışta belirleyici olmuştur.

Doğal gaz talebinde kurların seyri, hava sıcaklıkları gibi değişkenlerin yanı sıra jeopolitik risklerin genel olarak enerji fiyatlarına yansımaları gibi öngörülmesi zor riskler belirleyici olarak öne çıkmaktadır. Buna mukabil, artan nüfus ve penetrasyon oranları, şehirleşme ve sanayileşmenin önümüzdeki yıllarda toplam doğal gaz talebini artıracığı öngörülmektedir.

## Şirket Hakkında

2003 yılında kurulan Şirket, doğal gaz dağıtım ve satış faaliyeti yürütmektedir. Şirket, 4646 sayılı Doğal Gaz Piyasası Kanunu çerçevesinde 13/01/2004 tarihinden itibaren 30 yıl süre ile Kütahya'da doğal gaz dağıtım ve satışı yapmak üzere EPDK'dan dağıtım lisansı almıştır. 04/01/2005 tarihinde de Kütahya Bölgesi'ndeki doğal gaz dağıtım ve bağlantı sistemlerini BOTAŞ'tan devir alarak, gaz dağıtım ve satış faaliyetlerine başlayan Şirket, daha sonraki yıllarda Kütahya il merkezine ilave olarak Kütahya'nın Tavşanlı, Emet, Gediz, Tepecik ve Çavdarhisar ilçelerinin doğalgaz dağıtım ve satış haklarını da bünyesine katmıştır.

Şirket, lisans haklarını elinde bulundurduğu bölgede tek dağıtım şirkettir. Bu anlamda tekel piyasası koşulları söz konusu olmakla birlikte, piyasa düzenlemeleri doğrultusunda söz konusu bölgede doğalgaz dağıtım altyapısına yatırım yapmak suretiyle genişletme ve işletme yükümlükleri bulunmaktadır. Buna paralel olarak Şirket'in stratejisi bu yatırımlarla faaliyet alanını genişletmek ve abone sayısını artırmaktır.

2018 yıl sonu itibarıyla 60 çalışanı (2017: 48) bulunan Şirket'in güncel sermaye yapısı aşağıda verilmiştir:

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Abdullah Rasim Akdoğan	46.170.000	81,00
Kütahya Belediye Başkanlığı (*)	5.700.000	10,00
Gülten Sevin Akdoğan	2.850.000	5,00
Mehmet Yılmaz Akdoğan	1.140.000	2,00
Akın Can Akdoğan	1.140.000	2,00
<b>Toplam</b>	<b>57.000.000</b>	<b>100,00</b>

(\*) 4646 sayılı Doğal Gaz Piyasası Kanunu uyarınca doğal gaz dağıtım şirketleri sermayesinin yüzde 10'unu temsil eden payları faaliyet gösterdiği bölgedeki yerel yönetimlere devretmek zorundadır.

Şirket'in yönetim kontrolü hâkim ortak olan Abdullah Rasim Akdoğan'dadır. Abdullah Rasim Akdoğan ve Akdoğan Ailesi'nin kontrolünde olan, aynı risk grubuna dahil diğer şirketler aşağıda verilmiştir:

Şirket	Faaliyet konusu
Setaş İnşaat Ticaret ve San. A.Ş.	1975 yılında kurulan şirket ağırlıklı olarak altyapı taahhüt işleri yapmaktadır. Kuruluşundan bu yana Devlet Su İşleri, Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü ve Millî Savunma Bakanlığı gibi kurumların birçok projesinde yer almıştır. Firma aynı zamanda Çinigaz'ın Kütahya'daki doğalgaz altyapı projelerini üstlenmiştir.
Binatom Elektrik Üretim A.Ş.	2002 yılında kurulan şirket, EPDK'dan almış olduğu üretim lisansları kapsamında Kütahya'nın Gediz ve Emet ilçelerinde doğalgazdan elektrik üretim yapmaktadır. Şirket doğalgaz alımlarını Çinigaz'dan yapılmaktadır.
Setel Elektrik İhr. İth. ve Toptan Satış A.Ş.	2008 yılında kurulan şirket EPDK lisansları kapsamında elektrik enerjisi satışı yapmaktadır. Şirket alımlarını piyasa koşullarına bağlı olarak, başta Enerji Piyasaları İşletmesi A.Ş. ve Binatom Elektrik Üretim A.Ş. olmak üzere çeşitli tedarikçilerden sağlamakta satışlarını ise çeşitli kurumsal firmaların yanı sıra aynı gruba dahil olduğu şirketlere yapmaktadır.
Setgaz Doğalgaz İth. İhr. ve Toptan Satış A.Ş.	Şirket, EPDK lisansı kapsamında doğal gaz ihracatı-ithalatı yapmak üzere 2008 yılında kurulmuştur. Rapor tarihimiz itibarıyla gayri faal olan şirketin önümüzdeki yıllarda faaliyete geçmesi beklenmektedir.
Set Varlık Kiralama A.Ş.	Şirket, SPK'nın 07.06.2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1) çerçevesinde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek amacıyla kurulmuştur. Şirketin yüzde 100 pay sahibi Setaş İnşaat. A.Ş'dir.

## Başlıca Finansal Göstergeler

Bilanço (000 TL)	2016	2017	2018	Δ 2017		Δ 2018	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>52.745</b>	<b>50.746</b>	<b>62.705</b>	<b>(3,8%)</b>	▼	<b>23,6%</b>	▲
Nakit ve nakit benzeri	26.623	31.577	30.669	18,6%	▲	<b>(2,9%)</b>	▼
Ticari alacaklar	19.949	17.844	27.189	<b>(10,6%)</b>	▼	<b>52,4%</b>	▲
Diğer Alacaklar	721	190	172	<b>(73,6%)</b>	▼	<b>(9,5%)</b>	▼
Stoklar	71	73	118	2,8%	▲	<b>61,6%</b>	▲
Diğer Dönen Varlıklar	5.381	1.062	4.557	<b>(80,3%)</b>	▼	<b>329,1%</b>	▲
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	-	-	-	-	—	-	—
<b>Duran varlıklar</b>	<b>133.496</b>	<b>145.669</b>	<b>172.918</b>	<b>9,1%</b>	▲	<b>18,7%</b>	▲
Maddi Duran Varlıklar	126.836	138.007	165.487	8,8%	▲	<b>19,9%</b>	▲
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	58	556	595	858,6%	▲	<b>7,0%</b>	▲
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-	—	-	—
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	-	-	—	-	—
Ertelenmiş Vergi Varlığı	6.602	7.106	6.836	7,6%	▲	<b>(3,8%)</b>	▼
Diğer	-	-	-	-	—	-	—
<b>Toplam Aktif</b>	<b>186.241</b>	<b>196.415</b>	<b>235.623</b>	<b>5,5%</b>	▲	<b>20,0%</b>	▲
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>92.012</b>	<b>96.363</b>	<b>112.083</b>	<b>4,7%</b>	▲	<b>16,3%</b>	▲
Finansal borçlar	-	-	-	-	—	-	—
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	2.897	13.234	109	356,8%	▲	<b>(99,2%)</b>	▼
Ticari borçlar	71.173	65.343	102.708	<b>(8,2%)</b>	▼	<b>57,2%</b>	▲
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17.942	17.786	9.266	<b>(0,9%)</b>	▼	<b>(47,9%)</b>	▼
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>68.666</b>	<b>66.983</b>	<b>85.198</b>	<b>(2,5%)</b>	▼	<b>27,2%</b>	▲
Finansal Borçlar	12.317	-	5.000	<b>(100,0%)</b>	▼	-	—
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	56.349	66.983	80.198	18,9%	▲	<b>19,7%</b>	▲
<b>Özkaynaklar</b>	<b>25.563</b>	<b>33.069</b>	<b>38.342</b>	<b>29,4%</b>	▲	<b>15,9%</b>	▲
Ödenmiş Sermaye	40.000	48.000	57.000	20,0%	▲	<b>18,8%</b>	▲
Diğer	<b>(9)</b>	<b>(51)</b>	10	466,7%	▲	<b>(119,6%)</b>	▼
Kardan kısıtlanmış yedek	1.830	2.539	3.064	38,7%	▲	<b>20,7%</b>	▲
Geçmiş Yıl Karları	<b>(26.234)</b>	<b>(24.966)</b>	<b>(26.944)</b>	<b>(4,8%)</b>	▼	<b>7,9%</b>	▲
Dönem Karı	9.976	7.547	5.212	<b>(24,3%)</b>	▼	<b>(30,9%)</b>	▼
<b>Toplam Pasif</b>	<b>186.241</b>	<b>196.415</b>	<b>235.623</b>	<b>5,5%</b>	▲	<b>20,0%</b>	▲

Gelir tablosu	2016	2017	2018	Δ 2017		Δ 2018	
Satışlar	230.228	230.514	293.264	0,1%	▲	<b>27,2%</b>	▲
SMM	214.335	212.689	277.889	<b>(0,8%)</b>	▼	<b>30,7%</b>	▲
<b>Brüt Kar</b>	<b>15.893</b>	<b>17.825</b>	<b>15.375</b>	<b>12,2%</b>	▲	<b>(13,7%)</b>	▼
Faaliyet Giderleri (Arge+Pazarlama+Genel Gider)	2.589	4.078	3.882	57,5%	▲	<b>(4,8%)</b>	▼
<b>Net Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>13.304</b>	<b>13.747</b>	<b>11.493</b>	<b>3,3%</b>	▲	<b>(16,4%)</b>	▼
Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider	469	321	216	<b>(31,6%)</b>	▼	<b>(32,7%)</b>	▼
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>12.835</b>	<b>14.068</b>	<b>11.709</b>	<b>9,6%</b>	▲	<b>(16,8%)</b>	▼
Yatırımlardan net gelir gider	152	83	309	<b>(45,4%)</b>	▼	<b>272,3%</b>	▲
Öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen net	-	-	-	-	—	-	—
<b>Finansman Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>12.987</b>	<b>14.151</b>	<b>12.018</b>	<b>9,0%</b>	▲	<b>(15,1%)</b>	▼
Finansman geliri	2.408	3.704	6.957	53,8%	▲	<b>87,8%</b>	▲
Finansman gideri	2.916	8.341	12.224	186,0%	▲	<b>46,6%</b>	▲
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>12.479</b>	<b>9.514</b>	<b>6.751</b>	<b>(23,8%)</b>	▼	<b>(29,0%)</b>	▼
Vergi	2.503	1.967	1.539	<b>(21,4%)</b>	▼	<b>(21,8%)</b>	▼
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kâr/Zararı</b>	<b>9.976</b>	<b>7.547</b>	<b>5.212</b>	<b>(24,3%)</b>	▼	<b>(30,9%)</b>	▼
Durdurulan Faaliyetler İle İlgili Net Dönem Karı	<b>9.976</b>	<b>7.547</b>	<b>5.212</b>	<b>(24,3%)</b>	▼	<b>(30,9%)</b>	▼
<b>Net Kar</b>	<b>9.976</b>	<b>7.547</b>	<b>5.212</b>	<b>(24,3%)</b>	▼	<b>(30,9%)</b>	▼
Amortisman	7.550	7.471	8.605	<b>(1,0%)</b>	▼	<b>15,2%</b>	▲



Şirket'in gelirleri ana kalemler itibarıyla üyelerine yapılan doğalgaz satışları, Şirket'in boru hatları vasıtasıyla elde edilen taşıma gelirleri ve bağlantı gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket abone sayısını artırmanın yanı sıra altyapı yatırımlarıyla penetrasyon oranını artırarak büyüme hedeflemektedir. 2018 yılında bir önceki yıla göre abone sayısını yüzde 11 artırmıştır. (2017: yüzde 8)

2018 yıl sonunda abone sayısındaki artışın yanı sıra özellikle doğalgaz fiyatlarındaki artış sebebiyle gelirlerde bir önceki yıla göre yüzde 27'lik bir büyüme kaydetmiştir. Diğer yandan ciro gelişimi sıcaklıkların mevsimsel ortalamalardan sapmasıyla da ilişkilidir. GAZBİR tarafından açıklanan, tüketicilerin ortalama hane başı tüketimlerinin sıcaklık değişimine olan tepkilerini ölçmek için kullanılan "tüketim hassasiyeti endeksi" ne göre Şirket'in faaliyet gösterdiği Kütahya bölgesinin hassasiyeti "orta" seviye olarak belirlenmiştir. (skala: yüksek-orta-düşük). Şirket'in önümüzdeki dönemde hacmini etkileyecek bir diğer husus da yıllık hacminde en yüksek payı oluşturan sanayi sektörünün doğalgaz talebinin seyri olacaktır. Söz konusu talep doğalgaz fiyatındaki değişimlerle yakından alakalıdır. Bahsedilen tüm faktörler ışığında, artan nüfus/abone sayısı ve penetrasyon oranları, Kütahya ili'ndeki sanayileşmedeki son dönemdeki gelişmeler dikkate alınarak Şirket'in gelirlerinin önümüzdeki dönemlerde artacağı öngörülmektedir.

2017 yılında bir önceki yıla göre karlılık oranlarını genel olarak artıran Şirket'in 2018 yılı karlılık rasyolarında görece bir düşüş gözlenmiştir. Şirket, EPDK tarafından 2004 yılından başlamak üzere 30 yıl süre ile Kütahya bölgesinde doğalgaz dağıtımında yetkilendirilmiş tek firmadır. Fiyat rekabeti söz konusu değildir. Doğal Gaz Piyasası Tarifeler Yönetmeliği'ne göre; dağıtım şirketinin uygulayacağı perakende satış fiyatı, birim doğal gaz alım fiyatı, sistem kullanım bedeli ile vergi ve vergi benzeri mali yükümlülüklerden oluşur. Bu fiyat, dağıtım şirketinin uygulayacağı perakende satış fiyatının üst sınırını oluşturur. Doğal gaz birim satış fiyatı BOTAŞ tarafından belirlenmekte olup Şirket'in kar marjları üzerinde direkt etkisi yoktur. Diğer taraftan "sistem kullanım bedeli" Şirket'in sabit ve değişken maliyetlerin karşılanması ve yatırımların sürdürülmesi için makul bir getiri elde edilmesine izin verilecek şekilde düzenleyici otorite tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde tespit edilir. Bu anlamda Şirket'in yatırım/sermaye harcamaları, operasyonel giderler ve işletme sermayesi maliyetlerinin verimli şekilde yönetilmesi ve düzenleyici otoritenin onayladığı bütçe sınırları dahilinde kalması gelir tablosu kalemleri açısından önem arz etmektedir.

EPDK 2012 yılından bu yana uyguladığı tarifeyi (makul getiri oranı) 2018-2021 yılları arasında geçerli olmak üzere yüzde 11,83'ten yüzde 12,85' çıkarmıştır. Bu anlamda, Şirket'in 2021 yılına kadar öngörülebilir, volatilitesi düşük bir nakit akışına sahip olması tarafımızca olumlu değerlendirilmektedir.

Şirket'in döviz cinsinden yükümlülüğü bulunmamakta olup 2018 yılı gelir tablosuna yansıyan kambiyo zararı daha önceki yıllarda kullanılan USD cinsinden kredinin dönem içinde kapatılması sonucunda kur zararının realize olmasından kaynaklanmaktadır. 2018 yıl sonu itibarıyla net yabancı para pozisyonu (+) 1,6 mio TL olup gelir tablosunun olası kur ataklarına negatif bir hassasiyeti yoktur.

2018 yıl sonu itibarıyla Şirket'in kısa vadeli finansal borcu bulunmamaktadır. Ticari borçların ağırlıklı kısmı ise BOTAŞ'tan yapılan doğalgaz alımlarından ve Şirket'in altyapı inşaat işlerini üstlenen Şirket'le aynı risk grubuna bağlı Setaş İnşaat firmasından ileri gelmektedir. Uzun vadeli borç yapısında ise yatırım amaçlı kullanılan banka kredisinin yanı sıra önümüzdeki yıllara ait ertelenmiş bağlantı gelirleri ve abonelerden alınan güvence bedelleri yer almaktadır.

Şirket işletme sermayesindeki değişimin etkisiyle operasyonel nakit yaratma kabiliyetini artırmış ve finansal yükümlülüklerini azaltmıştır. Şirketin finansmana erişim açısından bir kısıtı bulunmamaktadır. Şirket yetkililerinin beyanına göre rapor tarihimiz itibarıyla bankalardaki kullanılabilir limit boşluğu (kullanılabilir limit/toplam limit) yüzde 95 seviyesindedir.

## Mali Rasyolar

Başlıca Finansal Rasyolar	2016	2017	2018
<b>Likidite</b>			
Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar	-0,21	-0,23	-0,21
Cari Oran - Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,57	0,53	0,56
Asit Test Oranı - (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,57	0,53	0,56
Nakit Oran – Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,29	0,33	0,27
<b>Finansal Yapı</b>			
Kaldıraç Oranı - Toplam Borçlar / Özkaynaklar	6,29	4,94	5,15
Borçluluk Oranı - Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	0,86	0,83	0,84
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Borç	0,57	0,59	0,57
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,49	0,49	0,48
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,03	0,14	0,00
Finansal Borç / Toplam Varlıklar	0,08	0,07	0,02
<b>Faaliyet Oranları</b>			
Alacak Devir Hızı - Satışlar / Kısa Ticari Alacaklar	11,54	12,92	10,79
Ticari Borç Devir Hızı - SMM / Kısa Ticari Borçlar	3,01	3,25	2,71
Dönen Varlık Devir Hızı - Satışlar / Dönen Varlıklar	4,36	4,54	4,68
İşletme Sermayesi Devir Hızı - Satışlar / Net İşletme Sermayesi	-5,86	-5,05	-5,94
Maddi Duran Varlık Devir Hızı - Satışlar / Maddi Duran Varlıklar	1,82	1,67	1,77
Özkaynak Devir Hızı - Satışlar / Özkaynaklar	9,01	6,97	7,65
Aktif Devir Hızı - Satışlar / Toplam Varlıklar	1,24	1,17	1,24
<b>Kârlılık</b>			
Brüt Kârlılık - Brüt Kâr / Satışlar	6,9%	7,7%	5,2%
FAVÖK 1 Marjı - (Esas Faaliyet Kârı + Amortisman) / Satışlar	8,9%	9,3%	6,9%
FAVÖK 2 Marjı - (Brüt Kâr - Faal.Giderleri + Amortisman) / Satışlar	9,1%	9,2%	3,4%
Faaliyet Kârlılığı - Esas Faaliyet Kârı / Satışlar	5,6%	6,1%	4,0%
Net Kârlılık - Dönem Kârı / Satışlar	4,3%	3,3%	1,8%
SMM / Satış	93,1%	92,3%	94,8%
Faaliyet Giderleri / Satış	1,1%	1,8%	1,3%
Varlık Karlılığı - Dönem Kârı / Toplam Varlıklar	5,4%	3,8%	2,2%
Özkaynak Karlılığı - Dönem Kârı / Özkaynaklar	39,0%	22,8%	13,6%

## Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim uygulamaları yönünden yapılan incelemede Şirket'in SPK hükümlerine tabi olmaması nedeni ile Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne tam uyum sağlamamış olduğu, çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya henüz sokmamış olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmekte olduğu kanaati oluşmuştur. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri Şirket'in halka arz edilmiş olmaması göz önüne alınarak yeterli seviyede bulunmuştur. Genel olarak Kurumsal Yönetim uygulamaları açısından geliştirmeye açık alanlar olduğu gözlemlenmiştir.



## Metodoloji

---

SAHA'nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analizin bileşenleri, sektör mukayeseli performansı, finansal risklerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Temerrüt noktası analizi; ilgili sektör firmalarının geçmiş yıllar mali performans ve temerrüt istatistiklerinden türetilmiş olan ayırt edici rasyolara ve istatistiksel katsayılarına dayandırılarak firmanın temerrüt noktasına olan uzaklığını ölçer. Bu analiz, SAHA'nın Türkiye'deki şirketleri kapsayan özgün istatistiksel çalışmasına dayandırılmaktadır. Sektör mukayeseli performans analizi ise, sektör firmalarının son dönem mali performansları ile mukayeseli olarak ilgili firmanın konumunu belirler. Finansal risklerin analizi, firmanın mali rasyolarının objektif kriterler bazında değerlendirilmesini kapsar. Bu analizde; likidite, kaldıraç, varlık kalitesi, kârlılık, volatilité ve yoğunlaşma gibi alt başlıklar ele alınır. Son olarak senaryo analizi, geleceğe yönelik baz ve stres senaryo projeksiyonlarını ele alır, yükümlülüklerin yerine getirilme risklerini değerlendirir.

Kalitatif analiz; sektör riski ve firma riski gibi operasyonel nitelikli konuların yanı sıra, kurumsal yönetim uygulamaları bağlamında yönetsel riskleri de kapsar. Sektör analizinde; sektörün niteliği ve büyüme hızı, sektördeki rekabet yapısı, müşterilerin ve kreditorlerin yapısal analizi, sektörün yurtiçi ve yurtdışı risklere duyarlılığı değerlendirilir. Firma analizinde; pazar payı ve etkinliği, büyüme trendi, maliyet yapısı, hizmet kalitesi, organizasyonel istikrarı, yerli ve yabancı finansman kaynaklarına ulaşımı, bilanço dışı yükümlülükleri, muhasebe uygulamaları ve ana ortakların itibarı ele alınır.

Kurumsal yönetim, metodolojimizde önemli bir yer tutmaktadır. Metodolojimiz pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 ana başlığı içermektedir. SAHA'nın kurumsal yönetim metodolojisi [www.saharating.com](http://www.saharating.com) adresinde yayınlanmaktadır.

## Notların Anlamı

Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız bir yıl üzeri orta ve uzun vadeye ilişkin mevcut görüşümüzü yansıtmakta, kısa vadeli kredi derecelendirme notumuz ise bir yıla kadar olan süreye ilişkin görüşümüzü ifade etmektedir. Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız, en yüksek kaliteyi gösteren AAA' dan başlayıp en düşük kalite (temerrüt) olan D'ye kadar verilmektedir. AA ve CCC kategorileri arasında nispi ayrımı daha ayrıntılı yapabilmek için artı (+) ve eksi (-) işaretleri kullanılır.

Uzun vadeli AAA, AA, A, BBB ve kısa vadeli A1+, A1, A2, A3 kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "yatırım yapılabilir" olarak değerlendirilmelidir.

Kısa Dönem	Uzun Dönem	Notların Anlamı
(TR) A1+	(TR) AAA (TR) AA+ (TR) AA (TR) AA-	En yüksek kredi kalitesi. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti son derece yüksek. Menkul kıymet ise, risksiz hükümet tahvilinden biraz daha fazla riske sahip.
(TR) A1	(TR) A+ (TR) A	Kredi kalitesi çok yüksek. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti çok yüksek. İşletmedeki ani değişiklikler, ekonomik ve finansal koşullar yatırım riskini önemli sayılmayacak bir miktarda arttırabilir.
(TR) A2	(TR) A- (TR) BBB+	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir.
(TR) A3	(TR) BBB (TR) BBB-	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yeterli ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

Uzun vadeli BB, B, CCC ve kısa vadeli B1, B2, C kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "spekülatif" olarak değerlendirilmelidir.

(TR) B1	(TR) BB+ (TR) BB (TR) BB-	Asgari seviyede spekülatif özelliklere sahip. Kısa vadede tehlikede değil ama olumsuz finansal ve ekonomik koşulların yarattığı belirsizliklerle yüz yüze. Menkul kıymet ise, yatırım yapılabilir seviyenin altında ama zamanında ödeme mevcut veya diğer spekülatif kıymetlerden daha az tehlikede. Ne var ki, ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflarsa ciddi belirsizlikler ortaya çıkabilir.
(TR) B2	(TR) B+ (TR) B (TR) B-	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesine şu anda sahip ancak olumsuz ekonomik ve finansal koşullara karşı hayli hassas. Menkul kıymet ise, zamanında ödenmeme riski var. Finansal korunma faktörleri, ekonominin, sektörün ve ihraççının durumuna göre yüksek dalgalanmalar gösterebilir.
(TR) C	(TR) CCC+ (TR) CCC (TR) CCC-	Yatırım yapılabilir kategorisinin oldukça altında. Tehlikede ve finansal yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için ekonomik, sektörel ve finansal koşulların olumlu gelişmesi gerek. Menkul kıymet ise, anapara ve faizin zamanında ödenmesi hakkında ciddi belirsizlikler var.
(TR) D	(TR) D	Temerrüt. Şirket finansal yükümlülüklerini yerine getiremiyor veya söz konusu menkul kıymetin anapara ve/veya faizi ödenmiyor.

## Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, Çinigaz Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin iş birliğiyle sağlanan ve hem de Çinigaz Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin kamunun kullanımına açık olarak yayınladığı bilgilere dayanılarak Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bu rapor Saha A.Ş. analistleri tarafından eldeki bilgi ve verilerin iyi niyet, bilgi birikimi ve deneyim ile çözümlenmesinden sonra ortaya çıkmış olup, kurumların ve/veya ihraç ettikleri borçlanma araçlarının genel kredibilitesi hakkında bir görüştür. Derecelendirme notu ise, derecelendirilen şirketin menkul kıymetleri için asla bir al/sat önerisi olamayacağı gibi, belli bir yatırımcı için o yatırım aracının uygun olup olmadığı hakkında bir yorum da değildir. Bu sonuçlar esas alınarak doğrudan veya dolaylı olarak uğranabilecek her türlü maddi/manevi zararlardan ve masraflardan Saha A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yorumların üçüncü şahıslara yanlış veya eksik aksettirilmesinden veya her ne şekilde olursa olsun doğacak ihtilâflar da Saha A.Ş. analistlerinin sorumluluğu altında değildir.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. bağımsızlık, tarafsızlık, şeffaflık ve analitik doğruluk ilkeleriyle hareket eder ve davranış kuralları olarak IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasaları Komisyonu)'nun kurallarını aynen benimsemiş ve web sitesinde yayınlamıştır ([www.saharating.com](http://www.saharating.com)).

© 2019, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha A.Ş.'nin ve Çinigaz Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

### **İrtibat:**

S.Suhan Seçkin  
[suhan@saharating.com](mailto:suhan@saharating.com)

S.Mehmet İnhan  
[minhan@saharating.com](mailto:minhan@saharating.com)

Oğuzhan Güner  
[oguner@saharating.com](mailto:oguner@saharating.com)

### **Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş**

Valikonağı Cad., Hacı Mansur Sok., Konak Apt. 3/1, Nişantaşı, İstanbul

Tel: (0212) 291 97 91, Faks: (0212) 291 97 92 • [info@saharating.com](mailto:info@saharating.com) • [www.saharating.com](http://www.saharating.com)