

**14 Ağustos 2020**

**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” veya “Çinigaz”) 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.

Çinigaz’ın 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 teyit edilmiştir.

Önceki Not (30 Temmuz 2019)

Uzun Vadeli: (TR) A+

Kısa Vadeli: (TR) A1

**Görünüm**

Şirket 2004 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 30 yıl süre ile Kütahya bölgesinde doğalgaz dağıtımını yapmak üzere EPDK tarafından yetkilendirilmiş tek şirkettir.

Çinigaz 2019 yılında gelirlerini bir önceki derecelendirme çalışmasına baz teşkil eden 2018 yılına göre yüzde 18,2 mertebesinde artırmıştır. Artan faaliyet giderlerinin etkisiyle FAVÖK marjı 2019 yılında görece daralmış olmakla birlikte yaratılan FAVÖK değerinin incelenen dönemler itibarıyla stabil bir trend izlediği görülmektedir. Şirket, düzenleyici otorite tarafından belirlenen ve 2018-2021 yılları arasında geçerli olacak doğalgaz satış tarifesi kapsamında öngörülebilir ve volatilitesi düşük bir nakit akışına sahiptir.

31.12.2019 itibarıyla döviz cinsinden yükümlülüğü bulunmayan Şirket net yabancı para pozisyonu taşımamaktadır. Bu anlamda gelir tablosunun olası kur hareketlerine hassasiyeti bulunmamaktadır.

2019 yılında genişleme/altyapı yatırımlarının finansmanı amaçlı kullanılan krediler sebebiyle finansal borçlarında artış görülen Çinigaz’ın borçluluk/kaldıraç rasyolarında bozulma olmaması tarafımızca olumlu değerlendirilmektedir.

Önümüzdeki dönemde, makro ekonomik aktivite seviyesi ve enerji fiyatlarının seyriyle yakından ilişkili olan sanayi sektörünün doğalgaz talebinin Şirket’in iş hacminde belirleyici etkenlerden biri olacağı düşünülmektedir. Buna karşın, yukarıda belirtilen tüm faktörlere ilave olarak artan nüfus/abone sayısı ve penetrasyon oranları, Çinigaz’ın finansmana erişim kabiliyeti ve net finansal borcunun negatif olması birlikte değerlendirildiğinde Şirket’in görünümü “**Stabil**” olarak belirlenmiştir.

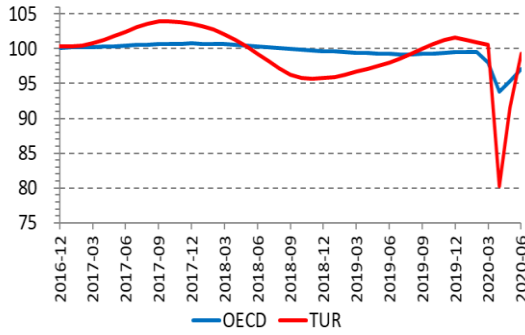
## Makro Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası ve Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD) gibi uluslararası kuruluşların 2020 ve 2021 yıllarına ait en güncel ve bir önceki küresel büyüme öngörülerine yer aşağıda yer verilmiştir:

Kurum	Kaynak	2020 (Güncel)	2020 (Önceki)	2021 (Güncel)	2021 (Önceki)
IMF	Haziran 2020 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Nisan 2020)	-4,9% ↓	3,0%	5,4% ↓	5,8%
Dünya Bankası	Haziran 2020 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Ocak 2019)	-5,2% ↓	2,5%	4,2% ↑	2,6%
OECD	Haziran 2020 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Mart 2020 Ekonomik Değerlendirme Raporu)	-6,0% ↓	2,4%	5,2% ↑	3,3% %

Uluslararası kuruluşların büyüme tahminlerinde 2018 yılı ikinci yarısından itibaren çeşitli tarihlere aşağı yönlü revizyonlara gidildiği görülmüştür. Revizyonların başlıca nedenleri olarak, ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşları, gelişmekte olan piyasalardaki olumsuz ekonomik gelişmeler; İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılması ve jeopolitik riskler olarak belirlenmiştir. 2020 yılı itibarıyla ise bahsi geçen konulara ilave olarak yeni tip korona virüsünün (Covid-19) neden olduğu pandeminin dünya ekonomisine olası etkileri, OPEC ve Rusya'nın petrol arzı üzerindeki anlaşmazlığının küresel petrol fiyatlarına etkisi gibi konular öne çıkmıştır. Haziran 2020'de yapılan güncellemelerde

### OECD - Bileşik Öncü Göstergeler



Dünya Bankası ve OECD'nin 1930'larda yaşanan Büyük Buhran'dan bu yana en derin resesyonun yaşandığını açıklaması dikkat çekmiştir. Ayrıca OECD pandemide 2.dalganın görülmesi halinde 2020 yılında küresel ekonomide daralmanın yüzde 7,6 seviyesinde gerçekleşebileceğini belirtmiştir.

2018 yılı ortalarında gerek OECD ülkeleri gerekse Türkiye ile ilgili olarak 100,00 eşik değerinin altındaki daralma alanına giren OECD Bileşik Öncü Göstergeleri, 2020 ilk çeyrek sonu itibarıyla Covid-19 salgınının etkileri sonucunda yönünü sert bir şekilde aşağı çevirmiştir. Mayıs ayı itibarıyla toparlanmaya başladığı görülen endeks Haziran sonu itibarıyla hem OECD ülkeleri hem de Türkiye için halen eşik değerinin altında seyretmektedir.

FED, geçtiğimiz yıl Temmuz ayından itibaren çeşitli tarihlere faiz indirimine giderek 2020 Mart başına kadar politika faizini 1,50-1,75 aralığına çekmiş, Eylül ayından itibaren de bilanço küçültme operasyonunu durdurarak repo operasyonlarıyla bilançosunu %5 oranında, yaklaşık 200 milyar dolar hacminde genişletmiştir. Buna ek olarak, piyasada belirginleşen nakit darlığını aşmak üzere 2020 yılının ikinci yarısına kadar ayda 60 milyar dolarlık repo işlemiyle parasal genişlemeyi sürdüreceğini duyurmuştur. 2020 Mart başında FED, Covid-19 salgınının ekonomik etkilerine ilişkin endişelerinin artmasıyla birlikte iki acil toplantı ile faizleri toplamda 150 bps indirerek politika faizini yüzde 0,00-0,25 aralığına çekmiştir. Mart başında tahvil alımı yoluyla 700 milyar dolarlık parasal genişlemeye gideceğini açıklayan FED, Mart ayının ortasında tahvil alımlarının sınırsız yapılacağını duyurmuştur. Nitekim, Şubat ayının son haftası ABD hisse senedi piyasalarında gözlenen yoğun satış hareketiyle birlikte 2008 küresel krizinden bu yana kısa sürede en sert düşüş yaşanmış, öte yandan verim eğrisinin de terse döndüğü ve 10 yıl vadeli getirinin 3 aylık getirinin altına düştüğü gözlenmiştir. Ayrıca Nisan itibarıyla ABD'de işsizlik sigortası başvuruları rekor artışla 2008 finansal krizi seviyesinin de üzerine çıkmıştır. Bu dramatik gelişmeler ışığında Nisan ayında FED ek olarak Covid-19 salgını nedeniyle güç duruma düşen küçük ve orta boy işletmelere ve yerel yönetimlere destek amaçlı olarak 2,3 trilyon dolarlık ek bir parasal programın duyurusunu yapmıştır. Haziran ayına gelindiğinde FED yetkililerinin faiz seviyesinde 2022 yılına kadar artış olmayacağı yönündeki açıklaması öne çıkmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Temmuz 2019'dan itibaren toplam 1200 bps indirimine giderek politika faizini yüzde 12,00 seviyesine çektikten sonra, 2020 Mayıs ayı itibarıyla da toplam 375 bps indirimine giderek politika faizini yüzde 8,25'e çekmiştir. Buna paralel olarak, kur volatilitésinin de yukarı yönlü hareketlenmesi dikkate değer bir gelişme olmuştur.

Aşağıdaki tablo 2019 yılında yüzde 0,9 oranında büyüyen Türkiye'ye ilişkin IMF, OECD ve Dünya Bankasının 2020-2021 son resmi büyüme tahminlerini vermektedir. Tahminler pandeminin ilk etkilerini yansıtmakta olup salgının yılın ikinci yarısında devam etmesi halinde aşağıda verilen tahminlerin büyük ölçüde aşağı yönlü revize edileceği beklenmelidir. Ayrıca OECD, Haziran 2020 güncellemesinde iki senaryo açıklamıştır. Aşağıda gösterimi yapılan

öngörü, pandemide yeni bir dalga yaşanmaması durumunu ifade etmekte olup 2. dalga yaşanması durumunda ise 2020 yılında Türkiye ekonomisinin yüzde 8,1 daralacağını öngörmüştür. OECD iki senaryonun gerçekleşme olasılığını eşit olarak gördüğünü de açıklamıştır.

Kurum	Kaynak	2020 (Güncel)	2020 (Önceki)	2021 (Güncel)	2021 (Önceki)
IMF	Haziran 2020 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Nisan 2020)	-5,0% ↔	5,0%	5,0% ↔	5,0%
Dünya Bankası	Haziran 2020 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Nisan 2020 Bölgesel Ekonomik Güncelleme Raporu)	-3,8% ↓	0,5%	5,0% ↑	4,0%
OECD	Haziran 2020 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Mart 2020 Ekonomik Değerlendirme Raporu)	-4,8% ↓	2,7%	4,3% ↑	3,3%

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
<b>Büyüme</b> (TÜİK)	<u>2019-Q4</u> <b>6,0%</b>	<u>2020-Q1</u> <b>4,5%</b>	GSYH 2020 yılı birinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %4,5 arttı. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2020 yılı birinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; diğer hizmet faaliyetleri %12,1, bilgi ve iletişim faaliyetleri %10,7, sanayi %6,2, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %4,6, hizmetler %3,4, tarım %3,0, gayrimenkul faaliyetleri %2,4, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %1,9 ve finans ve sigorta faaliyetleri %1,6 arttı. İnşaat sektörü ise %1,5 azaldı.
<b>İşsizlik</b> (TÜİK)	<u>2020/03</u> <b>13,2%</b>	<u>2020/04</u> <b>12,8%</b>	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaşta kişilerde işsiz sayısı 2020 yılı Nisan döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 427 bin kişi azalarak 3 milyon 775 bin kişi oldu. İşsizlik oranı 0,2 puanlık azalış ile %12,8 seviyesinde gerçekleşti. Tarım dışı işsizlik oranı 0,1 puanlık azalış ile %14,9 oldu. Genç nüfusta işsizlik ise %24,4 oldu.
<b>Enflasyon</b> - TÜFE - ÜFE (TÜİK)	<u>2020/05</u> <b>11,39%</b> <b>5,53%</b>	<u>2020/06</u> <b>12,62%</b> <b>6,17%</b>	TÜFE'de (2003=100) 2020 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre %1,13, bir önceki yılın Aralık ayına göre %5,75, bir önceki yılın aynı ayına göre %12,62 ve on iki aylık ortalamalara göre %11,88 artış gerçekleşti. Yi-ÜFE (2003=100) 2020 yılı Haziran ayında bir önceki aya göre %0,69, bir önceki yılın Aralık ayına göre %6,89, bir önceki yılın aynı ayına göre %6,17 ve on iki aylık ortalamalara göre %7,74 artış gösterdi.
<b>Bütçe Dengesi</b> (Milyar TL) (Hazine ve Maliye Bak.)	<u>2020/05</u> <b>-17,3</b>	<u>2020/06</u> <b>-19,4</b>	Haziran 2020 bütçe uygulama sonuçlarına göre Merkezi Yönetim Bütçesi, Haziran ayında 19,4 Milyar TL açık vermiştir. Bu sonuçla 2020 yılı Ocak-Haziran döneminde bütçe dengesi (-) 109,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. (2020 yılı bütçe hedef: 138,9 milyar TL açık)
<b>Cari Denge</b> (Mio USD) (TCMB)	<u>2020/04</u> <b>-5,062</b>	<u>2020/05</u> <b>-3,764</b>	Bir önceki yılın Mayıs ayında 1.071 milyon ABD doları fazla veren cari işlemler hesabında, bu yılın aynı ayında 3.764 milyon ABD doları açık gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 8.244 milyon ABD doları olmuştur.
<b>Sanayi Üretim Endeksi</b> (TÜİK)	<u>2020/04</u> <b>-31,4%</b>	<u>2020/05</u> <b>-19,9%</b>	Sanayinin alt sektörleri (2015=100 referans yılı) incelendiğinde, 2020 yılı Mayıs ayında madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %14,2, imalat sanayi sektörü endeksi %20,6 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %13,3 azalmıştır.
<b>Türkiye PMI</b> (ISO-IHS Markit)	<u>2020/05</u> <b>40,9</b>	<u>2020/06</u> <b>53,9</b>	Mayıs'ta 40,9 olarak ölçülen manşet PMI, Haziran'da 53,9'a yükseldi ve Şubat ayından beri ilk kez eşik değeri 50,0'nin üzerinde gerçekleşti. 50,0 değerinin üzerinde ölçülen rakamların sektörde genel anlamda iyileşmeye işaret etmektedir.

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
<b>Ekonomik Güven Endeksi</b> (TÜİK, TCMB)	<u>2020/05</u> <b>61,7</b>	<u>2020/06</u> <b>73,5</b>	Ekonomik güven endeksi Mayıs ayında 61,7 iken, Haziran ayında %19,1 oranında artarak 73,5 değerine yükseldi. Ekonomik güven endeksindeki artış, tüketici, reel kesim (imalat sanayi), hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörü güven endekslerindeki artışlardan kaynaklandı. Tüketici güven endeksi bir önceki aya göre Haziran ayında %5,2 oranında artarak 62,6 değerini, reel kesim güven endeksi bir önceki aya göre %22,2 oranında artarak 89,8 değerini, hizmet sektörü güven endeksi %8,5 oranında artarak 55,5 değerini, perakende ticaret sektörü güven endeksi %9,3 oranında artarak 86,4 değerini, inşaat sektörü güven endeksi %33,1 oranında artarak 78,0 değerini aldı.
<b>Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2020/04</u> <b>4,64%</b>	<u>2020/05</u> <b>4,54%</b>	Mayıs 2020 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü 5.282.890 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. (Nisan 2020: 5.226.788 milyon TL) Bu dönemde krediler 3.161.718 milyon TL (Nisan 2020: 3.104.368 milyon TL) mevduat ise 2.974.200 milyon TL olarak sonuçlanmıştır. (Nisan 2020: 2.986.592 milyon TL)
<b>Bankacılık Sermaye Yeterlilik Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2020/04</u> <b>18,65%</b>	<u>2020/05</u> <b>19,44%</b>	Mayıs 2020 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün özkaynak toplamı 546.248 milyon TL olmuştur. (Nisan 2020: 511.049 milyon TL)
<b>Konut Satışları</b> (TÜİK)	<u>2020/05</u> <b>50.936</b>	<u>2020/06</u> <b>190.012</b>	Türkiye genelinde konut satışları 2020 Haziran ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %209,7 artarak 190 bin 12 oldu. İpotekli konut satışları ise bir önceki yılın aynı ayına göre %1286,9 artış göstererek 101 bin 504 oldu.
<b>Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları</b> (ODD)	<u>2020/05</u> <b>32.235</b>	<u>2020/06</u> <b>70.973</b>	2020 yılı Haziran ayı otomobil ve hafif ticari araç pazarı 2019 yılı Haziran ayına göre %66,3 artarak 70.973 adet oldu. Bu sonuçla Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2020 yılı Haziran sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre %30,2 artarak 254.068 adet olarak gerçekleşti.
<b>Euro Bölgesi İmalat PMI</b> (IHS Markit)	<u>2020/05</u> <b>39,4</b>	<u>2020/06</u> <b>47,4</b>	IHS Markit verilerine göre Euro Bölgesinde imalat sektörü PMI endeksi 2020 yılı Haziran ayında 47,4 seviyesine yükselmiştir. Bu sonuçla PMI verisi art arda on yedinci ayda daralmayı işaret etmiştir. PMI göstergesinde 50 seviyesinin altı sektörde daralma sinyali verirken, 50 ve üzeri büyümeyi işaret etmektedir.

EPDK verilerine göre; 31.12.2019 itibarıyla Türkiye’de 81 ilde toplam 72 doğal gaz dağıtıcısı firma (31.12.2018: 72) faaliyet göstermektedir. 2019 sonu itibarıyla inşa edilen toplam çelik boru hattı uzunluğu bir önceki yıla göre yüzde 4,92 artarak yaklaşık 14.149 km’ye ayrıca polietilen boru hatlarının uzunluğu (servis hattı uzunluğu hariç) bir önceki yıla göre yüzde 5,59 artarak yaklaşık 95.180 km’ye ulaşmıştır.

2019 yılı sonu itibarıyla doğal gaz dağıtım lisansı sahibi şirketlerin doğal gaz hizmeti götürdüğü toplam abone sayısı bir önceki yıla göre yüzde 7,53 artarak 15,9 milyona, serbest tüketici sayısı ise yüzde 3,75 artarak 623,9 bine ulaşmıştır. 2019 yılı doğal gaz dağıtım lisansı sahibi şirketlerin abone statüsündeki müşterilerinin doğal gaz tüketimi bir önceki yıla göre yüzde 15,87 artarak 13.950 milyon Sm<sup>3</sup>’e; serbest tüketici statüsündeki müşterilerinin doğal gaz tüketimi ise bir önceki yıla oranla yüzde 3,24 artarak 10.098 milyon Sm<sup>3</sup>’e ulaşmıştır.

Milyon Sm <sup>3</sup>	2016	2017	2018	2019	Değişim % (2018-2019)
<b>İthalat</b>	46.352,17	55.249,95	50.282,05	45.211,47	<b>-10,08</b>
<b>Üretim</b>	367,28	354,15	428,17	473,87	10,67
<b>İhracat</b>	674,68	630,67	673,29	762,68	13,28
<b>Tüketim</b>	46.395,06	53.857,14	49.204,14	45.285,50	<b>-7,96</b>
<b>Dönem Sonu Stok</b>	1.700,25	2.948,37	3.167,23	3.095,44	<b>-2,27</b>

Kaynak: EPDK

Yukarıda gösterimi yapılan tablo yıllara göre doğalgaz piyasasının genel görünümünü vermektedir. EPDK Kurul Kararı ile 52.133.229.503 Sm<sup>3</sup> olarak tahmin edilen 2019 yılı ulusal doğal gaz tüketim miktarı yüzde 13,92 sapmayla, 45.285.498.424,37 Sm<sup>3</sup> olarak gerçekleşmiştir. Doğal gaz tüketimi 2018 yılına kıyasla yüzde 7,96

oranında azalmıştır. EPDK, 23.01.2020 tarihli Kurul kararıyla 2020 yılı ulusal doğalgaz tüketimi tahminini 52.019.230.516 Sm3 olarak açıklamıştır.

2019 yılında Türkiye doğal gaz ihtiyacının yaklaşık yüzde 1'lik kısmı yurt içinde üretilmekte kalan kısım ithal edilmektedir. 2019 yılında en fazla ithalat yüzde 33,61'lik payla Rusya'dan yapılmıştır. İthalatın çok büyük kısmını BOTAŞ gerçekleştirmektedir. BOTAŞ'ın satış fiyatlarına bakıldığında ise Brent petrol fiyatları ile yüksek bir korelasyonu olduğu görülmektedir. Doğal gaz talebinde, genel ekonomik konjonktür, kurların seyri, hava sıcaklıkları gibi değişkenlerin yanı sıra jeopolitik riskler 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 işleriyle iştigal etmektedir. 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 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.

2019 yıl sonu itibarıyla 86 çalışanı (2018: 60) bulunan Şirket'in güncel sermaye yapısı aşağıda verilmiştir:

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Abdullah Rasim Akdoğan	40.470.000	71
Akın Can Akdoğan	6.840.000	12
Kütahya Belediye Başkanlığı (*)	5.700.000	10
Gülten Sevin Akdoğan	2.850.000	5
Mehmet Yılmaz Akdoğan	1.140.000	2
<b>Toplam</b>	<b>57.000.000</b>	<b>100</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 ve sermaye kontrolünü Abdullah Rasim Akdoğan elinde tutmaktadır. 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)	2017/12	2018/12	2019/12	Δ 2018		Δ 2019	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>50.746</b>	<b>62.706</b>	<b>66.410</b>	23,6%	▲	5,9%	▲
Nakit ve nakit benzeri	31.577	30.013	30.966	(5,0%)	▼	3,2%	▲
Ticari alacaklar	17.844	27.846	29.776	56,1%	▲	6,9%	▲
Diğer Alacaklar	190	172	311	(9,5%)	▼	80,8%	▲
Stoklar	73	118	135	61,2%	▲	15,0%	▲
Diğer Dönen Varlıklar	1.062	4.558	5.222	329,2%	▲	14,6%	▲
<b>Duran varlıklar</b>	<b>145.669</b>	<b>172.917</b>	<b>198.629</b>	18,7%	▲	14,9%	▲
Maddi Duran Varlıklar	138.007	165.487	190.259	19,9%	▲	15,0%	▲
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	556	595	1.399	7,1%	▲	135,0%	▲
Diğer	7.106	6.835	6.970	(3,8%)	▼	2,0%	▲
<b>Toplam Aktif</b>	<b>196.415</b>	<b>235.623</b>	<b>265.039</b>	20,0%	▲	12,5%	▲
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>96.364</b>	<b>112.084</b>	<b>130.330</b>	16,3%	▲	16,3%	▲
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	13.234	109	6.205	(99,2%)	▼	5.567,5%	▲
Ticari borçlar	65.343	102.709	107.588	57,2%	▲	4,8%	▲
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17.788	9.265	16.536	(47,9%)	▼	78,5%	▲
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>66.982</b>	<b>85.198</b>	<b>88.918</b>	27,2%	▲	4,4%	▲
Finansal Borçlar	-	5.000	10.000	-	—	100,0%	▲
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	66.982	80.198	78.918	19,7%	▲	(1,6%)	▼
<b>Özkaynaklar</b>	<b>33.069</b>	<b>38.342</b>	<b>45.791</b>	15,9%	▲	19,4%	▲
Ödenmiş Sermaye	48.000	57.000	57.000	18,8%	▲	0,0%	—
Diğer	(51)	10	77	119,7%	▲	662,7%	▲
Kardan kısıtlanmış yedek	2.539	3.064	3.064	20,7%	▲	0,0%	—
Geçmiş Yıl Karları	(24.966)	(26.944)	(21.732)	(7,9%)	▼	19,3%	▲
Dönem Karı	7.547	5.212	7.382	(30,9%)	▼	41,7%	▲
<b>Toplam Pasif</b>	<b>196.415</b>	<b>235.623</b>	<b>265.039</b>	20,0%	▲	12,5%	▲

Gelir Tablosu (000 TL)	2017/12	2018/12	2019/12	Δ 2018		Δ 2019	
Satışlar	230.514	293.085	346.336	27,1%	▲	18,2%	▲
SMM	212.689	277.889	327.654	30,7%	▲	17,9%	▲
<b>Brüt Kar</b>	<b>17.825</b>	<b>15.196</b>	<b>18.682</b>	(14,8%)	▼	22,9%	▲
Faaliyet Giderleri (Arge+Pazarlama+Genel Gider)	4.078	3.882	9.492	(4,8%)	▼	144,5%	▲
<b>Net Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>13.747</b>	<b>11.314</b>	<b>9.190</b>	(17,7%)	▼	(18,8%)	▼
Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider	321	1.761	3.949	448,5%	▲	124,3%	▲
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>14.068</b>	<b>13.074</b>	<b>13.139</b>	(7,1%)	▼	0,5%	▲
Yatırımlardan net gelir gider	83	309	300	271,8%	▲	(2,7%)	▼
<b>Finansman Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>14.151</b>	<b>13.383</b>	<b>13.439</b>	(5,4%)	▼	0,4%	▲
Finansman gideri	4.637	6.633	5.306	43,0%	▲	(20,0%)	▼
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>9.514</b>	<b>6.750</b>	<b>8.134</b>	(29,0%)	▼	20,5%	▲
Vergi	1.967	1.539	751	(21,8%)	▼	(51,2%)	▼
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kâr/Zararı</b>	<b>7.547</b>	<b>5.212</b>	<b>7.382</b>	(30,9%)	▼	41,7%	▲
<b>Net Kar</b>	<b>7.547</b>	<b>5.212</b>	<b>7.382</b>	(30,9%)	▼	41,7%	▲

Şirket'in gelirleri ana kalemler itibarıyla üyelerine yapılan doğalgaz satışları, Şirket'in boru hatları vasıtasıyla elde edilen taşıma gelirleri ve bağlantı gelirlerinden oluşmaktadır. Altyapı yatırımlarıyla penetrasyon oranını ve abone sayısını artırmayı hedefleyen Şirket'in 2019 itibarıyla toplam abone sayısı 2018 yılına kıyasla yüzde 6,7 oranında artarak 127.000 olmuştur. (2018 artış oranı: yüzde 11,2)

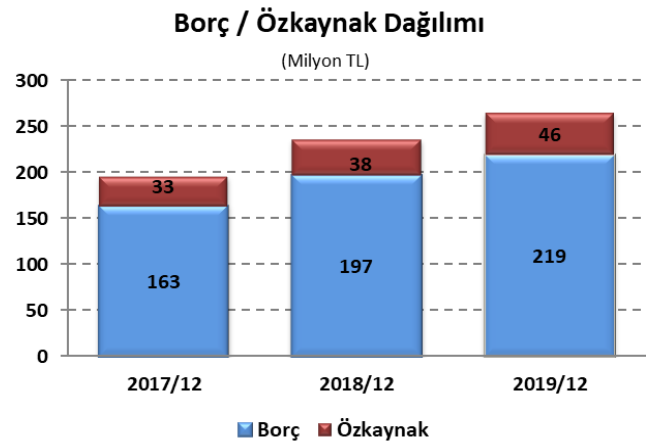
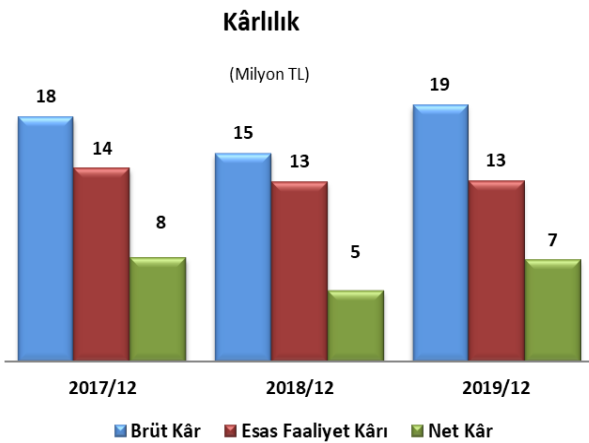
Şirket, EPDK tarafından 2004 yılından başlamak üzere 30 yıl süre ile Kütahya bölgesinde doğalgaz dağıtımında yetkilendirilmiş tek firmadır. Fiyat rekabeti söz konusu değildir. Doğal Gaz Piyasası Tarifeler Yönetmeliği'ne göre; dağıtım şirketinin uygulayacağı perakende satış fiyatı, birim doğal gaz alım 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.

Doğalgaz fiyatlarının seyrine de bağlı olarak 2018 yılında satışlarını yüzde 27,1 oranında artıran Çinigaz, 2019 yılında gelirlerini bir önceki yıla göre yüzde 18,2 mertebesinde artırmıştır. 2019 mali dönemine ait faaliyet giderlerinin önceki döneme kıyasla yüzde 144,5 oranında artışına rağmen, azalan net finansman gideri ve esas faaliyetlerden diğer gelirlerin olumlu katkısıyla Şirket'in 2019 net karı önceki yıla kıyasla yüzde 42 artışla 7,4 mio TL olarak sonuçlanmıştır. Bununla beraber, 2019 yılına ait yatırım/sermaye harcamaları, operasyonel giderler ve işletme sermayesi gerçekleştirmelerinin düzenleyici otoriteye sunulan bütçe rakamları dahilinde sonuçlandığı Şirket yetkilileri tarafından beyan edilmiştir.

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 beklenmekte olup bu durum incelenen dönemler itibarıyla da teyit edilebilmektedir. 2019 yılı FAVÖK marjı, faaliyet giderlerinin artışı paralelinde 2018 yılına göre daralmasına rağmen yaratılan FAVÖK değeri 2018 seviyesine yakın sonuçlanmıştır.

31.12.2019 itibarıyla döviz cinsinden yükümlülüğü bulunmayan Şirket'in net yabancı para pozisyonu (+) 197 TL olarak hesaplanmıştır. (31.12.2018: + 1,6 mio TL) Bu anlamda gelir tablosunun yukarı ya da aşağı yönlü olası kur hareketlerine hassasiyeti bulunmamaktadır.

Ticari borçların ağırlıklı kısmı BOTAŞ'tan yapılan doğalgaz alımlarından ve Şirket'in altyapı inşaat işlerini üstlenen Çinigaz'la aynı risk grubuna bağlı Setaş İnşaat firmasına olan borçlardan ileri gelmektedir. 2019 yılında genişleme/altyapı yatırımlarının finansmanı amaçlı kullanılan krediler sebebiyle finansal borçlarında artış görülen Şirket'in borçluluk/kaldıraç rasyolarında bozulma olmaması tarafımızca olumlu değerlendirilmektedir.



## Mali Rasyolar

Başlıca Finansal Rasyolar	2017/12	2018/12	2019/12
<b>Likidite</b>			
Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar	-0,23	-0,21	-0,24
Cari Oran - Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,53	0,56	0,51
Asit Test Oranı - (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,53	0,56	0,51
Nakit Oran – Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,33	0,27	0,24
<b>Finansal Yapı</b>			
Kaldıraç Oranı - Toplam Borçlar / Özkaynaklar	4,94	5,15	4,79
Borçluluk Oranı - Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	0,83	0,84	0,83
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Borç	0,59	0,57	0,59
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,49	0,48	0,49
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,14	0,001	0,05
Finansal Borç / Toplam Varlıklar	0,07	0,02	0,06
<b>Faaliyet Oranları</b>			
Alacak Devir Hızı - Satışlar / Kısa Ticari Alacaklar	12,92	10,53	11,63
Ticari Borç Devir Hızı - SMM / Kısa Ticari Borçlar	3,25	2,71	3,05
Dönen Varlık Devir Hızı - Satışlar / Dönen Varlıklar	4,54	4,67	5,22
İşletme Sermayesi Devir Hızı - Satışlar / Net İşletme Sermayesi	-5,05	-5,94	-5,42
Maddi Duran Varlık Devir Hızı - Satışlar / Maddi Duran Varlıklar	1,67	1,77	1,82
Özkaynak Devir Hızı - Satışlar / Özkaynaklar	6,97	7,64	7,56
Aktif Devir Hızı - Satışlar / Toplam Varlıklar	1,17	1,24	1,31
<b>Kârlılık</b>			
Brüt Kârlılık - Brüt Kâr / Satışlar	7,7%	5,2%	5,4%
FAVÖK 1 Marjı - (Esas Faaliyet Kârı + Amortisman) / Satışlar	9,3%	7,4%	6,3%
FAVÖK 2 Marjı - (Brüt Kâr -Faal.Giderleri + Amortisman) / Satışlar	9,2%	6,8%	5,2%
Faaliyet Kârlılığı - Esas Faaliyet Kârı / Satışlar	6,1%	4,5%	3,8%
Net Kârlılık - Dönem Kârı / Satışlar	3,3%	1,8%	2,1%
SMM / Satış	92,3%	94,8%	94,6%
Faaliyet Giderleri / Satış	1,8%	1,3%	2,7%
Varlık Karlılığı - Dönem Kârı / Toplam Varlıklar	3,8%	2,2%	2,8%
Özkaynak Karlılığı - Dönem Kârı / Özkaynaklar	22,8%	13,6%	16,1%

## 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. Mukayeseli sektör analizi, Şirketin sektörde yer alan diğer firmaların finansal performanslarına ve sektör ortalamalarına kıyasla görece konumunu belirler. Metodolojimizdeki finansal risklerin analizi bölümü ise, 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 projeksiyonları ışığında Şirketin 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; Şirketin pazar payı ve etkinliği, kritik performans parametreleri bazında trendleri ve volatilitesi, maliyet yapısı, hizmet kalitesi, organizasyonel istikrarı, yerli ve yabancı finansman kaynaklarına ulaşımı, bilanço dışı yükümlülükleri, muhasebe uygulamaları ve var ise ana/yavru şirket ilişkileri 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 etkilene riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihracçının 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, ihracçının 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 ihracçının 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)).

© 2020, 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)