

PALGAZ DOĞALGAZ DAĞITIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR A+**
Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR A1**
Görünüm: **Durağan**

Önceki Not:

UVUKD Notu: **TR A+** KVUKD Notu: **TR A1** Görünüm: **Durağan** Tarih: 23.03.2022

İstanbul, 23 Mart 2023 – Palgaz Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (kısaca Palgaz veya Şirket) Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR A+, Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu ise TR A1 olarak teyit edilmiştir. Şirketin regüle bir sektörde faaliyet göstermesi nedeniyle öngörülebilirliğinin yüksek olması, faaliyet gösterdiği bölgenin yüksek gaz talebi, artan abone sayısı ve oldukça sınırlı tahsilat riski notu destekleyen ana faktörlerdir. Sektöre özgü yoğun yatırımlar dolayısıyla sürekli dış kaynak ve işletme sermayesi ihtiyacı notu baskılayan unsurlardır. Şirketin mevcut performansını koruyacağı beklentisiyle görünümü Durağan olarak teyit edilmiştir.

2022 Yılında Yaşanan Büyüme: Palgaz’ın toplam varlıkları 2022 yılında 1,2 kat artarak 4,4 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Bu büyümede, enflasyonist ortam nedeniyle maddi duran varlıkların yeniden değerlendirme etkisi başta olmak üzere ticari alacaklarda yaşanan artış ve yeni yatırımlar etkili olmuştur. Şirketin, dağıtım şebeke altyapılarından oluşan maddi duran varlıkları 2022 yılında %93,1 artarak, 2,7 milyar TL’ye yükselmiştir. Diğer yandan, ticari alacakların 2,4 kat artış ile 1,3 milyar TL’ye yükselmesi, bilanço büyümesindeki ana faktörlerdir. Palgaz, yatırımlarla Şirketin değerini maksimize etme stratejisiyle 2022 yılında 240,6 milyon TL’lik şebeke yatırımı yapmıştır. 2022 yılında gaz fiyatlarında yaşanan artışın etkisiyle Palgaz’ın net satışları 3,8 kat artarak şimdiye kadar ki en yüksek seviye olan 8,2 milyar TL’ye yükselmiştir. 2022 yılında Palgaz’ın satışı ve dağıtımını yapmış olduğu toplam gaz hacmi %6,6 azalarak 1,5 milyar metre küp olarak gerçekleşmiştir. Şirketin abone sayısı 2022 yılında %4,4 artarak, 287.528’e yükselmiştir.

Özkaynaklar Değerleme Kazançlarıyla Artmaya Devam Ediyor: Şirketin toplam özkaynakları 2022 yılında 1,6 kat artarak 1,3 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Söz konusu özkaynak artışında değerlendirme artışları etkili olmuştur. Yeniden değerlendirme kazançlarının özkaynaklara olan etkisi 2022 yılında 1,6 milyar TL olup, dönem ve birikmiş zararlar etkisiyle toplam özkaynaklar 1,3 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin özkaynak oranı 2022 yılında %28,9 olarak gerçekleşmiştir. Palgaz’ın finansal kaldıraç oranı (Toplam Finansal Yükümlülükler/Özkaynaklar) yalnızca 0,4 kat olup, düşük seviyede seyretmeye devam etmektedir.

Bağımsız Denetçi Değişikliği Sonrası Yeniden Düzenlenen Finansallar: 2022 yılında, bağımsız denetçi firmanın değişmesi sonrasında, Şirketin finansal verileri geriye dönük olarak yeniden düzenlenmiştir. Bu yeniden düzenlemeye konu olan temel hususlar; abonelerden alınan güvence bedellerinin yeniden değerlendirilmesi sonucu yükümlülüğün güncel değerine getirilmesi, güvence bedellerinin uzun vadeli yükümlülükler yerine kısa vadeli yükümlülüklerde takip edilmesi, duran varlık amortisman ve itfa paylarının ve faturalandırılmamış gaz tahakkuklarının hesaplanması yeniden değerlendirilmesidir. Mevcut abonelerin güvence bedellerinin, TÜİK enflasyon oranları ile yeniden değerlendirme sonucu oluşan nakit çıkışı yaratmayan giderler, finansman giderleri altında muhasebeleştirilmiştir. Artan finansman giderlerinin etkisiyle net kar ve buna bağlı olarak bir takım karlılık rasyoları azalmıştır. Buna ek olarak uzun vadeli diğer borçlarda takip edilen güvence bedeli borçları kısa vadeli yükümlülük olarak sınıflandırılmıştır. Bu nedenle Şirketin başta cari oran olmak üzere kısa vadeli yükümlülüklerle hesaplanan rasyoları da azalmıştır. Şirket 2022 yılında güvence bedellerinin yeniden değerlendirilmesiyle nette 243,3

milyon TL zarar yazmıştır. 2021 yılı finansallarında da revizyon yapılmış ve net zarar oluşmuştur. Nakit çıkışı yaratmayan bu fiktif zararların derecelendirme notuna olumsuz etkisi olmamıştır.

Güvence Bedeli Nedeniyle Azalan Karlılık: Palgaz'ın brüt karı 2022 yılında 23,3 milyon TL'ye gerilemiştir. Brüt karda yaşanan düşüşün temel nedeni 2022-2026 uygulama dönemi tarifesinin zamansal kayıplarını içerecek şekilde Kasım 2022 itibarıyla yürürlüğe geç girmesidir. Şirketin brüt kar marjının (Brüt kar/ Net satışlar) gerilemesinde ise, brüt karın azalması yanında gaz fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak net satışlarda yaşanan artış etkili olmuştur. Özellikle sanayi kısmında artan gaz fiyatları, Şirketin brüt karı üstünde baskı yaratmıştır. Şirketin hesaplanan EBITDA'sı 2022 yılında 47,4 milyon TL olarak gerçekleşmiş olup, düzeltilmiş EBITDA'sı 115,1 milyon TL'dir. Güvence bedellerinin yeniden değerlendirilmesi sonrası oluşan 199,3 milyon TL gider ve artan operasyonel giderler nedeniyle Şirket nette 243,3 milyon TL zarar açıklamıştır.

Düşük Borçlanma ve Kaldıraç: Şirketin toplam finansal borcu, kurlardaki artışın yabancı para borcunu arttırması sonucu, 2022 yılında %16,2 artarak 441,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Palgaz'ın her yıl yeni şebeke altyapı yatırımları yapması, dış kaynak ihtiyacını sürekli kılmaktadır. Şirketin borçlanma yapısı, 2022 yılında değişiklik göstermiş ve kısa vadeli ağırlıklı bir yapıya dönüşmüştür. Bunun ardındaki temel neden, daha önce uzun vadeli olarak ihraç edilen bir tahvilin kısa vadeye düşmesidir. 2022 yıl sonu itibarıyla toplam finansal borcunun %46,8'ini tahviller oluşturmaktadır. Şirketin 2022 yıl sonu banka kredisi toplamı 236,1 milyon TL olup, bunun %56,3'ü Euro cinsindedir. Hedge işlemleri neticesinde Şirketin net kur zararı 2022 yılında sadece 1,8 milyon TL olmuştur. Palgaz'ın 2022 yılı toplam finansman gideri 303,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artışta temel olarak nakit çıkışı yaratmayan 199,3 milyon TL'lik güvence bedellerine ilişkin değerlemelerin finansman giderlerinde takip edilmesi etkili olmuştur. Şirketin kredileri için vermiş olduğu faiz gideri, 2022 yılında 66,8 milyon TL'den 57,6 milyon TL'ye gerilemiştir.

Artan İşletme Sermayesi İhtiyacı: Şirketin faaliyet gösterdiği sektörün doğası gereği faturalandırma süreci nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı söz konusu olmaktadır. 2022 yılında 1,6 kat artan kısa vadeli yükümlülükler, nedeniyle Palgaz'ın işletme sermayesi açığı 1,1 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu artışta güvence bedelinin bağımsız denetim raporunda kısa vadelide takip ediliyor olması etkilidir. Şirketin cari oranı 0,6 kat olarak gerçekleşmiştir. Güvence bedelleri uzun vadelide takip edildiğinde ise cari oran 0,72'ye yükselmektedir. Palgaz, yüksek tutarlarda nakit varlıklara sahip olup, 2022 yıl sonunda Şirketin nakit varlıkları toplamı 300,6 milyon TL'ye ulaşmıştır.

İstikrarlı Yönetim Kadrosu: Palgaz Yönetim Kurulu ve üst düzey yöneticileri alanlarında profesyonel ve deneyimli yöneticilerden oluşmakta olup, uzun yıllardır istikrarını korumaktadır. Başta Yönetim Kurulu Başkanı ve yönetim kadrosunun Türkiye doğalgaz sektörünün dönüşümünden beri sektörün içinde yer alması ve dağıtım alanındaki tecrübesi nota olumlu yansımasıdır. Palgaz'ın üst yönetiminde bir değişiklik olmayıp, istikrarlı bir yönetim kadrosu varlığını sürdürmektedir.

Palgaz Seçilmiş Finansal Göstergeleri (1000 TL)

	2018	2019	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar	420.652	514.649	376.646	588.830	1.621.318
Kısa Dönem Ticari Alacaklar	172.280	264.547	121.463	377.363	1.289.472
Duran Varlıklar	730.356	870.499	976.197	1.422.665	2.745.933
Maddi Duran Varlıklar	725.387	867.991	975.899	1.421.668	2.745.599
Aktif Toplamı	1.151.008	1.385.148	1.352.844	2.011.496	4.367.251
<i>Aktiflerdeki büyüme (%)</i>	61,8	20,3	-2,3	48,7	117,1
Kısa Vadeli Yükümlülükler	494.831	639.784	552.844	778.589	2.247.904
Finansal Yükümlülükler	149.060	143.101	131.959	35.994	102.003
Ticari Borçlar	312.929	358.153	248.734	613.053	1.461.476
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	28.220	133.549	145.151	69.948	102.141
Uzun Vadeli Yükümlülükler*	264.654	288.985	501.628	749.819	859.237
Finansal Yükümlülükler	84.201	82.264	82.790	300.578	88.600
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	87.663	102.280	45.917	88.575	153.967
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	188.602	250.456	478.799
Özkaynaklar	391.522	456.379	298.372	483.087	1.260.110
Net Satışlar	860.007	1.098.116	1.221.203	1.718.116	8.196.703
<i>Satışlardaki Büyüme (%)</i>	158,4	26,4	11,2	40,7	377,1
EBITDA**	58.306	89.100	101.100	43.129	47.357
Düzeltilmiş EBITDA***	58.306	89.100	101.133	51.182	115.146
Net Kar / Zarar	22.241	18.595	37.429	-52.048	-243.271

* Şirketin abonelerinin hepsinin aynı anda aboneliklerini iptal etme olasılığı olmaması nedeniyle analizimizde güvence bedeli borçları uzun vadeli borçlarda takip edilmiştir.

**EBITDA: Hasılat - Amortisman Giderleri Hariç (Satışların Maliyeti - Operasyonel Giderler) +/- Diğer Faaliyetlerden Gelir/Gider Farkı

*** Bağlantı bedelleri ve tarife değişikliği ile ilgili düzeltmeler sonrası