

12 Ekim 2015

**SETAŞ İNŞAAT SANAYİ ve TİCARET A.Ş. (SETAŞ)**

**Kredi Derecelendirme**

**Derecelendirme Notu (Ulusal):**  
**Uzun vadeli**

**(TR) A**

**Görünüm:**

**Stabil**

**Derecelendirme Notu (Ulusal):**  
**Kısa vadeli**

**(TR) A1**

**Görünüm:**

**Stabil**

**Setaş İnşaat A.Ş.**

Adres: Nasuh Akar Mah.,  
1400 sk., No:34/3  
Balgat, Çankaya / Ankara  
Tel:+90 312 287 3838  
Faks: +90 312 287 57 77

**Derecelendirme Notu Gerekçesi**

SETAŞ İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("SETAŞ") ("Şirket") 1975 yılında kurulmuştur. Şirket, Devlet Su İşleri'nin büyük sulama inşaatları ile Milli Savunma Bakanlığının Konya askeri cephanelik inşaatı ve Milli Savunma Bakanlığı'nın Ankara'da bina inşaatı, Botaş'ın doğalgaz boru hattı inşaatını tamamlamıştır. Şirketin ayrıca Devlet Su İşleri'nin sulama inşaatları muhtevasında regülatör, tünel, pompa istasyonları, köprü, yol, çelik cebri borular gibi önemli yapıları bulunmaktadır.

SETAŞ, Kütahya ilinde Doğalgaz Dağıtım Şebekesi altyapısını da oluşturmuştur. Şirket, Doğalgaz Kanunu gereği doğalgaz işi yapan şirketler başka bir konu ile meşgul olamayacağı için SETAŞ'ın yerine aynı ortakların kurduğu Çinigaz A.Ş olarak Kütahya Doğalgaz Dağıtım Lisansını 30 yıl süre ile almıştır.

Şirketin yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin taşıdığı finansal/operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde, SETAŞ (Ulusal) uzun vadeli olarak (TR) "A" notu ile, kısa vadeli (TR) A1 notu ile derecelendirilmiştir.

**Güçlü Yönler ve Riskler**

**Güçlü Yönler**

- Şirket güçlü öz sermaye yapısına sahiptir.
- Çinigaz Doğal Gaz Dağıtım A.Ş. ile stratejik iş birliği kurulmuştur.

**Riskler**

- Satışların kamu yatırımlarına duyarlılığı bulunmaktadır.

## Görünüm

---

Kısa vadeli dönemde firmanın genel görünümünü etkileyebilecek başlıca faktörler aşağıda belirtilmiştir:

- Şirket, borçlanmak yerine projeleri kendi öz kaynakları ile finanse ederek ihtiyatlı bir yönetim biçimi sergilemektedir. Bunun bir sonucu olarak bilançoda bulunan yükümlülükler oldukça düşük seviyede bulunmaktadır. Düşük borçluluk seviyesinin korunması önemlidir.
- Şirketin kamu ihalelerinde yıllar itibari ile kazandığı tecrübe sayesinde olumlu bir itibarı bulunmaktadır. Setas, kamu ihalelerinde aranan ön-yeterlilik kriterlerine sahip olma politikası çerçevesinde bu güçlü yapının korunmasına önem vermektedir. Bu itibarın korunması ve yeni projelerin zamanında tamamlanması önemlidir.

Bu faktörler dikkate alındığında Şirketin görünümü hem kısa vadede hem de uzun vadede "stabil" olarak değerlendirilmektedir.

## Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

---

ABD'de mortgage ile başlayan ve Lehman Brothers'ın iflası ile derinleşen mali krizin ikinci ayağını Avrupa'daki yüksek borçlu ülkeler oluşturmuştu. ABD'nin krizden, daha doğrusu kriz sürecinde alınan önlemlerden çıkışının, tartışıldığı 2015'in ikinci ve üçüncü çeyreğinde bu halkaya üçüncü ayak olarak gelişmekte olan ülkeler eklendi. Bu ülkelerden borç oranı (kamu+özel) yüksek olanlar, başka bir tabirle finansman ihtiyacı yüksek olanlar, 2015 yılının geri kalanında finans piyasalarının tehlikelileri oldular. Son yıllarda Çin'in büyümesindeki yavaşlama ve verilerin sağlığı piyasaların gündeminde olsa da büyük oranda kapalı bir ekonomi olması ve yönetim şekli nedeniyle batı ve diğer gelişmekte olan ülkelerle benzer değerlendirme yöntemleri kullanmak çok mümkün değildir. Veriler gibi piyasanın işleyişi ve piyasaya yapılan müdahaleler de çok büyük farklılıklar gösterebilmektedir. Devletin veriler ve piyasa üzerindeki kontrol gücü, Çin'in kapitalizmin alışlagelmiş piyasa ve mali krizlerinden birine yakalanma riskini düşürmektedir. Buna karşın büyümenin yavaşlaması gerek Çin gerekse dünyanın geri kalanı için farklı sorunlar doğurabilir.

2015 yılında gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları da gerek küresel kriz öncesi gerekse küresel kriz sonrası döneme kıyasla düşük düzeyde kalmıştır. Özellikle, dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin'de büyümenin ivme kaybetmeye devam etmesi küresel ekonomiye ilişkin endişeleri artıran bir unsur olmuştur.

ABD'de varlık alım programı sonlandırılmıştır. ABD ekonomisi, 2014 yılının ilk çeyreğinde olumsuz hava koşulları nedeniyle zayıf bir performans sergilese de izleyen dönemde kayda değer bir toparlanma kaydetmiştir. ABD Merkez Bankası (FED), ekonomide kaydedilen iyileşme çerçevesinde iki yılı aşkın bir süredir uyguladığı aylık 85 milyar ABD doları tutarındaki varlık alımlarını tedrici bir biçimde azaltarak sonlandırmıştır. Euro Alanı'nda ise ekonomik aktivitenin zayıf seyri yeni önlemler alınmasını gerekli kılmıştır. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ekonomiyi desteklemek amacıyla politika faiz oranını sifıra yakın düzeye çekmiştir. ECB aynı zamanda bankaların, kendi nezdinde tuttıkları mevduata negatif faiz uygulanmasına karar vermiştir. Bunlara ek olarak ECB; uzun vadeli refinansman operasyonları ve varlık alım programı ile piyasaya likidite sunmaya başlamıştır.

2015 yılının son çeyreğinde küresel ekonominin en önemli gündem maddesini FED'in para politikasındaki normalleşme sürecinin oluşturacağı düşünülmektedir. FED'in ekonomideki toparlanma paralelinde faiz artırımlarına başlamasının özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında dalgalanmalara neden olabileceği tahmin edilmektedir. Bu durum, küresel krizin ardından dünya ekonomisinin lokomotifini olan, aralarında Türkiye'nin de yer aldığı, gelişmekte olan ülkelerdeki ılımlı büyüme performansının 2015 yılında da devam edeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, ABD ekonomisindeki iyileşmenin dış ticaret kanalı ile gelişmekte olan ülkelere olumlu yönde yansıtılabileceği düşünülmektedir. Fed'in 2015 Aralık ayında faizleri artıracığı beklentisi, doların önümüzdeki dönemde de güçlü kalmasını sağlayacaktır. İlk faiz artışının ardından Fed'in yol haritasının netleşmesi hem volatilitiyi hem de doların artış hızını düşürecektir. Petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde de mevcut düşük seviyesini korumasının Türkiye gibi net enerji ithalatçısı ülkelerde büyümeyi destekleyeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, petrol ihraç eden ülkeler, özellikle de Türkiye'nin önemli ihraç pazarlarından biri olan Rusya bu durumdan olumsuz yönde etkilenecektir.

2015 yılına başlarken birçok kurum ve otorite, 2014 yılının 2. Yarisında petrol fiyatlarında gözlenen sert düşüşten en çok yararlanacak olan ülkelerin başında enerji ithalatına büyük ölçüde bağımlı olan Türkiye'nin geleceğini tahmin ediyordu. Ancak, Ocak ayının sonundan bu yana olan dönemde petrol fiyatlarında mevcut düşük seyrin sürmesine karşın gerek iç gerek dış dinamiklerde görülen bozulmalar yılın son çeyreğine gelirken enflasyonda bizi bambaşka bir senaryoya karşı karşıya bıraktı. İç ve dış dinamiklerde meydana gelen bozulmaların kur tarafında yarattığı oynaklığın yanı sıra ana harcama

grupları içerisinde % 24.25 ile en yüksek ağırlığa sahip olan gıda ve alkolsüz içecek fiyatlarında gözlenen yüksek seyir enflasyonda beklenen düşüşü engelleyen en önemli faktörler oldu.

2015 yılının ilk 8 ayında dış ticaret açığında gözlenen % 16,9'luk daralma ilk bakışta pozitif bir görüntü oluşturuyor gibi görüne de; aynı dönemde ihracatın da % 8.8 oranında daralmış olması çok hoş bir görüntü vermemektedir. Diğer taraftan ithalattaki % 11,5'lik daralmanın cari denge tarafına katkı sağladığını; ancak, ekonomik büyüme açısından negatif bir sinyal verdiğini söyleyebiliriz. Yıllar itibarıyla cari denge ve büyüme arasında negatif bir ilişki olması nedeniyle; büyüme tarafındaki hareketlenmenin gelecek dönemlerde de sürmesi durumunda cari dengenin de beklentilerin bir miktar üzerinde açık vermeye devam edebileceğini düşünüyoruz.

Ekonomik büyüme 2015 yılının hem birinci hem de ikinci çeyreğinde sabit fiyatlarla sırasıyla % 2.5 ve % 3.8 artış göstererek beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Buna göre yılın ilk yarısında Türkiye Ekonomisi geçen yılın aynı dönemine göre % 3.2 büyüme kaydetmiş oldu. 2015 yılı 2. Çeyrek ekonomik büyüme verisinin detaylarına bakıldığında büyümenin, ilk çeyrekte olduğu gibi ağırlıklı olarak iç tüketim ve devlet harcamalarından kaynaklandığı görülürken; yılın ilk 3 ayının aksine özel sektör yatırımlarında gözlenen sert yükseliş dikkat çekmiştir. Diğer taraftan, net dış ticaret dengesi büyümeyi olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Yıllar itibarıyla, temel iktisadi faaliyet kollarının ekonomik büyüme içerisindeki paylarına bakıldığında; en yüksek payın hizmetler sektörüne ait olduğu görülmektedir. Son dönem itibarıyla sanayinin ekonomik büyüme içerisindeki payında gözlenen artış dikkat çekicidir. Bu durum üzerinde, özellikle, ekonominin lokomotif sektörlerinden bir olan otomotiv sektöründe öne çekilen talep olduğu görülmektedir.

2012 yılından bu yana % 5 seviyesindeki potansiyelinin altında bir büyüme performansı gösteren Türkiye ekonomisi 2014 yılını da % 2,9'luk büyümeyle tamamlamıştı. 2001 yılından bu yana olan ortalama büyüme % 4,9 seviyesindedir. Dolayısıyla, 2015 yılının ilk yarısı boyunca açıklanan verileri beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da; ekonomideki genel zayıf görünümü değiştirmeye yetecek ölçüde olmadığı söylenebilir. Ayrıca, ihracat ve sanayi üretimi tarafından desteklenmeyen bir büyümenin sağlıklı ve sürdürülebilir bir büyüme olmayacağı da göz önünde bulundurulmalıdır. Mevcut görünümün gelecekte de sürmesi ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği açısından ciddi bir soru işareti oluşturabileceği gibi; enflasyon ve cari denge tarafındaki düzelleme eğilimini de bozabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.

İnşaat sektörü iç dinamikleri itibarıyla birçok yan sektörün sürükleyicisi konumunda olup, ekonomik büyümenin en önemli kaldıraçlarından biri durumundadır. Ülkemizde geçmiş on yılın büyüme rakamları incelendiğinde ekonomik büyümenin inşaat sektöründeki ivmelenmeye doğru orantılı seyir ettiği görülebilir. Toplam inşaat harcamaları üzerinden değerlendirme yapıldığında ülkemizde inşaat harcamalarının yaklaşık üçte birinin Kamu tarafından yapıyor olduğu görülmektedir.

İnşaat sektöründe 2013 yılında yaşanan yüzde 7,4 büyümenin tamamı kamu inşaat harcamalarındaki büyümeden kaynaklanmış, özel sektör inşaat harcamaları ise 2013 yılında yüzde 0,7 daralmıştı. Özel sektör inşaat harcamaları iki yıl üst üste yaşanan küçülme ardından 2014 yılında yüzde 9,4 oranında büyümüştür. Kamu inşaat harcamaları ise 2013 yılındaki yüzde 30,2 büyüme ardından 2014 yılında yüzde 10,8 küçülmüştür.

## **Şirket Hakkında**

---

1975 yılında Adana merkezli ticari faaliyetlerine başlayan şirket Devlet Su İşlerine ait projelerde yüklenici firma olarak birçok projeyi tamamlamış ve ticari faaliyetlerindeki yoğunluk nedeni ile şirket merkezini Ankara /Balgat adresinde bulunan kendi binasına taşımıştır. İkinci kuşak yönetiminde devam eden şirket faaliyetleri inşaat ve alt yapı projelerinde uzmanlaşmıştır. Şirket ortaklarının sahip olduğu bir diğer şirket Çinigaz Doğalgaz Hizmetleri A.Ş. ile Kütahya Bölgesinde doğalgaz dağıtım hizmeti verilmektedir. Çinigaz şirketi 2004 yılından beri aynı bölgede doğalgaz talebini karşılamaktadır ve doğalgazın yaygınlaşması için dağıtım borularının döşenmesi işlemini SETAŞ üstlenmiştir.

SETAŞ'da Yönetim Kurulu görev taksimi aşağıdaki gibidir:

SETAŞ Yönetim Kurulu	
İsim	Görevi
Abdullah Rasim AKDOĞAN	Yönetim Kurulu Başkanı
Akıncan AKDOĞAN	Yönetim Kurulu Üyesi
Gülten Sevin AKDOĞAN	Yönetim Kurulu Üyesi
Mehmet Yılmaz AKDOĞAN	Yönetim Kurulu Üyesi

SETAŞ'ın sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

SETAŞ Sermaye Yapısı		
Ortakların Ünvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Yüzdesi (%)
Abdullah Rasim AKDOĞAN	8.600.000	86
Akıncan AKDOĞAN	200.000	2
Gülten Sevin AKDOĞAN	1.000.000	10
Mehmet Yılmaz AKDOĞAN	200.000	2
	<b>10.000.000</b>	<b>100</b>

Şirketin kuruluşundan günümüze kadar tamamladığı işlerin listesi aşağıda verilmiştir. Bugüne kadar tamamlanmış işlerin %75'inden fazlası Devlet Su İşleri tarafından verilmiş işler olduğu göze çarpmaktadır.

SETAŞ İNŞAAT TİC.ve SAN.A.Ş BİTEN İŞLER LİSTESİ				
İşveren Kuruluş	İşin Konusu	Sözleşme Tarihi	Bitim Tarihi	Reel Tutar (TL)
DSİ	Eğridir-Senirkent Sulaması	04/03/1976	03/05/1982	18.913.778,25
DSİ	Ceyhan-Cevdetiye Sulama ve Drenajı İnş.-CEYHAN	23/08/1979	12/04/1984	26.406.468,18
DSİ	Elazığ-Uluova Pomp.Sul. 2.Ks.İnşaatı-ELAZIĞ	27/05/1983	19/10/1988	41.298.289,71
DSİ	Polat Projesi Sulama Tesisleri İnşaatı-MALATYA	14/06/1985	09/06/1992	21.570.945,43
DSİ	Yarseli Pompaj Sulaması İnşaatı – ANTAKYA	22/01/1986	31/07/1994	78.736.657,61
MSB	Konya 55001 nci Cephanelik İnşaatı-KONYA	21/01/2000	30/06/2000	1.061.074,27
MSB	Harita Genel Komutanlığı İnşaatı – ANKARA	16/07/2002	30/05/2003	1.252.138,72
DSİ	Balıkesir Ovası Sağ Sahil Pompaj Sulaması İnşaatı	07/12/1995	20/01/2007	75.488.265,28
ETİ	Kestelek Bor İşletme Müdürlüğü Dekapaj İşi	16/10/2006	28/04/2008	15.476.452,08
DSİ	Bayramiç-Ezine ve Kumkale Ovaları Sulamaları İnşaatı	03/12/1990	27/12/2011	174.153.053,37
DSİ	Suruç Ovası Pompaj Sulaması İnşaatı	13/12/2010	14/05/2013	52.641.276,48
DSİ	Felahiye-Kayapınar Göleti İnşaatı	02/02/2011	29/11/2013	10.652.873,88
BOTAŞ	Gönen Doğal Gaz Boru Hattı Yapım İşi	24/06/2008	16/03/2009	4.835.196,14
ÇİNİGAZ A.Ş.	Kütahya İli Doğalgaz Dağıtım inşaatı	25/06/2004	02/02/2009	36.071.603,80
ÇİNİGAZ A.Ş.	Gediz, Emet ve Tavşanlı İlçeleri Doğalgaz Dağıtım inşaatı	01/01/2010	28/01/2014	23.670.148,25
<b>Toplam</b>				<b>582.228.221,45</b>

Kaynak: SETAŞ

Şirketin rapor tarihi itibarıyla devam eden işlerinin listesi aşağıda bulunmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla Çinigaz Doğalgaz Dağıtım San. Ve Tic. A.Ş. tarafından verilen işlerin toplam yatırım bedeli 16.000.000 USD tutarındadır. Çinigaz Doğalgaz Dağıtım San. ve Tic. A.Ş.; 17.11.2003 tarihinde kurulmuş ve 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 Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan Dağıtım Lisansı almıştır.

SETAŞ İNŞAAT TİC.ve SAN. A.Ş Devam İŞLER LİSTESİ					
İşveren Kuruluş	İşin Konusu	Sözleşme Tarihi	Biteceği Tarih	Yatırım Tutarı (USD)	30/06/2015 Tarihi itibariyle Tamamlanan Tutar
ÇİNİGAZ	Gediz, Emet ve Tavşanlı İlçeleri Doğalgaz Dağıtım	01/11/2013	31/12/2016	9.000.000,00	7.088.931,00
ÇİNİGAZ	Kütahya Merkez Doğalgaz Dağıtım inşaatı	02/01/2014	31/12/2016	12.000.000,00	2.025.550,00
<b>Toplam</b>					<b>9.114.481,00</b>

Kaynak: SETAŞ

Şirket 04/01/2005 tarihinde Kütahya Bölgesi'ndeki Doğal Gaz Dağıtım ve Bağlantı Sistemleri'ni BOTAŞ'dan bedeli mukabilinde devir alarak, gaz dağıtım ve satış faaliyetlerine başlamıştır. Çinigaz Doğalgaz Dağıtım San. ve Tic. A.Ş.'nin ortaklık yapısı aşağıda bulunmaktadır.

Çinigaz Sermaye Yapısı		
Ortakların Ünvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Yüzdesi (%)
Abdullah Rasim AKDOĞAN	26.730.000	81
Kütahya Belediyesi	3.300.000	10
Gülten Sevin AKDOĞAN	1.650.000	5
Mehmet Yılmaz AKDOĞAN	660.000	2
Akın Can Akdoğan	660.000	2
	<b>33.000.000</b>	<b>100</b>

#### Manyas Ovası Sol Sahil Sulaması Projesi Hakkında:

Şirket Balıkesir İli, Manyas İlçesinde yapılacak Manyas Ovası Sol Sahil Sulaması ihalesine 19.08.2015 tarihinde katılmıştır. Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü iş veren olduğu ihalenin niteliği Brüt 10 571,10 ha tarım arazisine sulama hizmetinin verilebilmesi için gerekli olan sulama ve drenaj şebekelerinin yapılması ve sulama tesisinin 24 ay süresince işletilmesi, bakım ve onarımının yapılması işidir. Yapılacak işin süresi yaklaşık 4 yıldır. Rapor tarihi itibariyle ihale süreci devam etmektedir.

#### SETAŞ Bilanço ve Gelir Tabloları

Bilanço Ana Kalemleri		
	31.12.2013	31.12.2014
Dönen Varlıklar	16.114.991	21.398.961
Duran Varlıklar	10.546.521	10.069.575
Aktif Toplamı	26.661.512	31.468.536
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.674.434	393.971
Uzun Vadeli Yükümlülükler	332.665	1.650.529
Öz kaynak	23.654.414	29.424.036
Gelir Tablosu Ana Kalemleri		
Hasılat	75.273.381	17.813.776
Satışların Maliyeti	73.627.755	8.767.383
Brüt Kar / Zarar	1.645.625	9.046.393
Faaliyet Karı	(362.627)	5.968.598
Net Kar	1.324.168	6.269.622

Genel olarak Şirketin finansal tablolarına bakıldığında, SETAŞ'ın aktif toplamı bir önceki döneme göre %18 artarak 31.468.536 TL'ye ulaşmıştır. Net dönem kârı, geçen yılın aynı dönemine göre %373 oranında artarak yaklaşık olarak 6,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Firma yıllara sair iş yapmaktadır. Bu sebeple ihale ile alınan işlerin geçici kabulün yapıldığı yıl, gelir tablosuna aktarılması nedeni ile net satışlar yüksek oranda artış ya da azalış göstermektedir. Şirketin Öz kaynaklarında ise 2014 yılında 2013 yılına göre %16 oranında artış meydana gelmiştir.

## Rasyo Analizi

Likidite Oranları	2014	2013
Likidite Oranı	0,67	0,50
Cari Oran	54,32	6,03
Asit Test Oranı	53,66	5,91
Nakit Oranı	42,88	3,31
Peşin Ödenmiş Giderler/Dönen Varlıklar	0,01	0,02
Peşin Ödenmiş Giderler/Toplam Aktifler	0,01	0,01
Peşin Ödenmiş Giderlere Bağımlılık Oranı	-80,70	-40,68
Kısa Vadeli Alacak/ Dönen Varlıklar	0,19	0,45
Kısa Vadeli Alacaklar/Toplam Aktifler	0,13	0,27

Setaş'ın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünün en temel göstergesi olan likidite oranları 2013 yılına göre hemen hemen her kalemde iyileşme göstermiştir. Firma cari oranı 2013 yılında 6,03 iken 2014 yılında 54'e yükselmiştir. Kısa vadeli borçları oldukça düşük olan firmanın faiz yükümlülükleri de çok düşük seviyededir. Firmanın hazır değerleri, kısa vadeli yabancı kaynaklarının yaklaşık 42 katı seviyesindedir. Bir işletmenin kısa dönemli borç ödeme gücünün analizinde, dönen (likit) varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasında yakın bir ilişki olduğu göz önünde bulundurulduğunda Setaş'ın oldukça likit olduğu söylenebilir.

Finansal Yapı Oranları	2014	2013
Finansal Kaldıraç Oranı (Öz kaynak/ Toplam Borç)	74,69	8,84
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak /Toplam Pasif	0,01	0,10
Kümülatif Karlılık (Yedekler / Toplam Varlık)	0,12	0,14
Maddi Duran Varlıklar / Toplam Aktif	0,30	0,35
Maddi Duran Varlıklar / Öz kaynaklar	0,32	0,39
Duran varlıklar / Devamlı Sermaye	0,34	0,45
Duran varlıklar / Toplam Borç	25,56	3,94
Duran varlıklar / Öz kaynaklar	0,34	0,45
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Borç	1,00	1,00
Dönen Varlıklar / Toplam Aktif	0,68	0,60

Şirketin finansal kaldıraç oranı 74,69 gibi oldukça yüksek bir seviyede olması tarafımızca olumlu addedilmiştir. Bu durum firmanın yabancı kaynak yerine öz kaynakla finansman modelini tercih ettiği anlamına gelmektedir. Maddi duran varlıkların ne kadarlık kısmının öz kaynaklarca finanse edildiğini gösteren öz sermaye/maddi duran varlık oranı ise 2013 yılında %39 seviyesinden 2014 yılında %32 seviyesine düşmüştür.

<b>Karlılık Oranları</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Faaliyet Karı / (Toplam Aktif – MDV)	0,27	- 0,02
Faaliyet Karı / Net Satış	0,34	0,00
Brüt Karlılık	0,51	0,02
Faiz Karşılama Oranı (FVÖK/ Fin. Gideri)	1.821,08	0,00
Vergi Sonrası Kâr (VÖK) / Toplam Aktif	0,20	0,05
Vergi Sonrası Net Kâr (VSK) /Net Satış	0,35	0,02
Öz kaynak Kârlılığı (VÖK)	0,30	0,07
Öz kaynak Kârlılığı (VSK)	0,21	0,06
Varlık Karlılığı (FVÖK / Toplam Varlık)	0,28	0,07
Faaliyet Gideri / Net Satış	0,17	0,03

Şirketin 2013 yılı hasılatı yaklaşık 75 milyon TL iken 2014 yılında 17 milyon seviyesine düşmüştür. Hasılat düşmesine rağmen SETAŞ'ın ana faaliyet konusundaki karlılığını gösteren brüt kar marjı 2013 yılında %2 seviyesinde iken 2014 yılında %51 seviyesine yükselmiştir. Şirketin taahhüt sektöründe faaliyet göstermesinden dolayı muhasebe kayıtları işin başlamasından, bitiş aşamasına kadar yapılan imalatların parasal olarak değerlendirilmesi ile yapılmaktadır. SETAŞ, faaliyetleri dolayısıyla yaptığı imalatların karşılığında işveren ile yaptığı sözleşme gereği belirli periyodlar halinde ödeme almaktadır. Bu nedenle takvim yıllarındaki farklılık şirketin hasılatını etkileyebilmektedir.

<b>Faaliyet Oranları ve Devir Hızları</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Ciro kapasitesi (Net Satış / Toplam Varlık)	0,57	2,82
Peşin Ödenmiş Giderler Devir Hızı	34,10	246,67
Alacak Devir Hızı	4,32	10,35
İşletme Sermayesi Devir Hızı	0,83	4,67
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	0,85	5,60
Ticari Borç Devir Hızı	22,25	27,53
Maddi Duran Varlık Devri Hızı	1,87	8,08
Duran Varlık Devir Hızı	1,77	7,14
Öz kaynak Devir Hızı	0,61	3,18

Şirketin ciro kapasitesi faaliyet gösterdiği sektöre göre oldukça iyi seviyededir. Şirketin net işletme sermayesinin bir önceki yıla göre yükselmiş olmasının bir dezavantajı olarak net işletme sermayesi devir hızı düşmüştür. Şirketin 2014 yılı itibarıyla 4.126.624 TL tutarında ticari alacağı bulunmaktadır. Bu alacağın 4.110.046 TL'lik kısmı Çinigaz Doğalgaz Dağıtım A.Ş.'den kaynaklanmıştır. Diğer bir deyişle ticari alacakları büyük bir kısmı ilişkili taraflardan alacaklardan oluşmaktadır.

#### **Güçlü Yönler**

Şirket güçlü öz sermaye yapısına sahiptir.

Sektör ortalamaları üzerindeki öz sermaye/aktif rasyosu ile güçlü sermaye yapısına sahip olan SETAŞ muhafazakar ve istikrarlı büyüme potansiyeline sahiptir. Firma öz sermayesini maddi duran varlıkların dışında diğer duran varlık ve dönen varlık finansmanında kullanmıştır. 2014 yılsonu itibarıyla firmanın 16.894.553 TL tutarında hazır değeri bulunmaktadır.

Çinigaz Doğal Gaz Dağıtım A.Ş. ile stratejik iş birliği kurulmuştur.

Şirket ortaklarının kontrolünde olan Çinigaz Doğal Gaz Dağıtım A.Ş Kütahya ili ve çevresi için 2004 yılından 2034 yılına kadar gaz dağıtım hizmetini vermek üzere EPDK'dan izin almış ve faaliyetini aktif şekilde yürütmektedir. Çinigaz A.Ş. bölgede doğalgaz kullanımını yaygınlaştırırken gerekli alt yapı inşaat işlerini SETAŞ'a vermesi şirket için istikrarlı gelir temin kaynağı yaratmıştır. Çinigaz şirketi 2004 yılından beri aynı bölgede doğalgaz talebini karşılamaktadır. Çinigaz şirketi 2015 ve 2016 yıllarında 30 Milyon TL değerinde yatırım planlamaktadır. Doğalgazın yaygınlaşması için dağıtım borularının döşenmesi yatırımını SETAŞ üstlenmiştir.

SETAŞ planlanan alt yapı yatırımının üstlenerek 2015 ve 2016 yılları için 30 Milyon TL değerinde ciro hedefinin gerçekleşmesi için mevcut çalışmalarını devam ettirmektedir. Kütahya ilindeki doğalgaz talebi ve merkezden çevre ilçelere yaygınlaştıkça SETAŞ firması için yeni alt yapı inşaat fırsatı ortaya çıkacaktır.

## Riskli Yönler

---

Satışların kamu yatırımlarına duyarlılığı bulunmaktadır.

Şirketin faaliyet gösterdiği taahhüt sektörünün makroekonomik istikrarsızlıklara duyarlılığı yüksektir. İnşaat ve taahhüt sektörü ülke büyümesinde önemli bir yer tutmaktadır. Küresel seviyede artan risk unsurları ekonomik istikrarı ve dolayısıyla da yatırımları tehlike altına atmaktadır. Bunun yanı sıra, uluslararası finansal piyasalarda ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde görülen aşırı dalgalanma sonucu faiz oranları yükseliş eğilimindedir. Dünyada ve Türkiye’de inşaat sektörünü etkileyen ekonomik konjonktür iyileşme yaşadığında inşaat sektörü hızlı bir büyüme, düşüş yaşadığında da yine hızlı bir küçülmeye gittiğinden; inşaat sektörü dalgalanma yaşayabilmektedir.

SETAŞ’ın satışlarının tamamı doğrudan ya da dolaylı olarak devlet bütçesi aracılığıyla finanse edilmektedir. Makroekonomik gelişmeler ve bunların sonucunda ortaya çıkacak sonuçlar devletin yatırım bütçesini etkileyebilmektedir. Diğer bir anlatımla bütçesi devlet tarafından karşılanan projelerde duraklama göz önünde bulundurulmalıdır. Müşteri çeşitliliğine gidilmemiş olması şirket için risk olarak görülmüştür.

## Kurumsal Yönetim

---

Kurumsal yönetim uygulamaları yönünden yapılan incelemede Grubun SPK hükümlerine tabi olmaması nedeni ile Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne tam uyum sağlamamış olduğu ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya henüz sokamamış olduğu gözlemlenmiştir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; grubun halka açık olmaması nedeniyle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri ortalama düzeydedir. Bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir.

## Metodoloji

---

SAHA’nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analizin bileşenleri, SAHA Score, firmanın temerrüt noktasından uzaklığı, 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 inşaat şirketlerini 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/yavru şirket ilişkileri ele alınır.

Kurumsal yönetim, metodolojimizde önemli bir yer tutmaktadır. Halen içinde yaşadığımız global finansal krizde kurumsal yönetimin ve şeffaflığın önemi bir kez daha öne çıkmıştır. 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 en yüksek kaliteyi gösteren AAA' dan başlayıp en düşük (temerrüt) kalite 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 etkilenme riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihracının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

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

(TR) B	(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, ihracının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflarsa ciddi belirsizlikler ortaya çıkabilir.
(TR) C	(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 ödenme riski var. Finansal korunma faktörleri, ekonominin, sektörün ve ihracının 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 ödenemiyor.

## Çekinceler

---

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, SETAŞ A.Ş.'nin işbirliğiyle sağlanan ve hem de SETAŞ 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)).

© 2015, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.'nin ve SETAŞ 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)

Ali Perşembe

[apersembe@saharating.com](mailto:apersembe@saharating.com)

Ömer Ersan

[oersan@saharating.com](mailto:oersan@saharating.com)