

30 Mart 2016

Kredi Derecelendirme

Derecelendirme Notu (Ulusal): Uzun vadeli

(TR) A+

Görünüm:

Stabil

Derecelendirme Notu (Ulusal): Kısa vadeli

(TR) A1

Görünüm:

Stabil

**REYSAŞ GAYRİMENKUL
YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**
Abdurrahmangazi Mah.
Bahriye Sok. No:8
Sancaktepe/İstanbul

REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. (RYGYO)

Derecelendirme Notu Gerekçesi

Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Reysaş GYO") ("Şirket", "Reysaş") 2008 yılında kurulmuş ve Reysaş Lojistik ve Taşımacılık Tic.A.Ş.'nin lider sermayedarlığında 2010 yılında halka açılmıştır. Reysaş GYO, depoculuk alanında gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, geliştirmek ve bu yerleri uzun vadeli kiralamak üzere kurulmuş bir gayrimenkul yatırım ortaklığı şirkettir. Reysaş GYO, Türkiye'nin ilk depo geliştirmeye odaklanmış gayrimenkul yatırım ortaklığıdır.

Reysaş GYO'nun 2015 yıl sonu itibarıyla portföy değeri %55 artışla 1.053.241.000 TL'ye ulaşmıştır. REYSAŞ GYO 125.460.000 TL'lik piyasa değeri ile faaliyet gösterdiği sektörde %0.6'lık bir paya sahiptir.

Şirketin yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin taşıdığı finansal/operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde, REYSAŞ GYO (Ulusal) A+ notu ile derecelendirilmiştir.

Güçlü Yönler ve Riskler

Güçlü Yönler

- Şirket depo kiralama alanında uzmanlaşmıştır.
- Ana ortağı Reysaş Lojistik'in faaliyet gösterdiği sektörde marka bilinirliğine sahiptir.
- Uluslararası tanınmış firmalardan oluşan kiracı portföyü bulunmaktadır.

Riskler

- Şirketin faaliyet gösterdiği gayrimenkul (depolama) sektörünün makroekonomik istikrarsızlıklara duyarlılığı vardır.
- GYO'lara tanınan %20'lik vergi muafiyetinin kaldırılma ya da düşürülme ihtimali bulunmaktadır.
- 2015 yıl sonu itibarıyla net yabancı para yükümlülük pozisyonu bulunmaktadır.

Görünüm

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

- GYO'lara yönelik vergi muafiyetinin değişmesi şirketin görünümünü etkileyebilir.
- Döviz kurunda yaşanan artış trendinin devam etmesiyle oluşabilecek finansman giderleri şirketin görünümünü etkileyebilir.
- Reysaş GYO'nun yatırımlarının yoğun şekilde bulunduğu Marmara bölgesinde bu ölçekte depo kiralama hizmeti veren şirketin bulunmaması avantajdır.
- Şirket'in kiracıları arasında Koton, CarrefourSA, Arçelik, Ekol Lojistik, Netlog lojistik, Adel, DHL, Toyota, Mudo, Sony, e-bebek, Sumitomo, Philip Morris ve Gefco gibi markalar bulunmaktadır. Şirketin ilk on kiracısı sabit kira getirisinin %90.77'sini oluşturmaktadır.

Bu faktörler dikkate alındığında Şirket görünümü Stabil olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

2015 yılında emtia fiyatlarındaki düşüş, ABD Merkez Bankası'nın faiz oranını 0,25 puan artırması, Euro Alanı'ndaki ekonomik faaliyetin gösterdiği seyir ve Çin ekonomisindeki yavaşlamanın gelişmekte olan ülkelere dair ortaya koyduğu endişeler küresel ekonominin gündemini şekillendirmiştir. 2015 yılında öne çıkan gelişmeler küresel likidite koşullarının sıklaşmasına neden olmuş; küresel ekonomide büyüme bir önceki yıla oranla ivme kaybı yaşamıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF), 2014 yılında %3,4 büyüme kaydeden dünya ekonomisinin 2015 yılında %3,1 oranında büyüdüğünü tahmin etmiştir. Söz konusu yavaşlamada, küresel konjonktürün gelişmekte olan ülkeler açısından daha az elverişli bir ortam sağlamasının yanı sıra gelişmiş ülkelerde geçici faktörlere bağlı olarak beklentilerin altında bir büyüme performansının kaydedilmesi de etkili olmuştur.

Türkiye'nin ekonomik büyümesi 2015 yılının üçüncü çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre sabit fiyatlarla %4 artmıştır. Böylelikle GSYH, 2014'ün ilk çeyreğinden bu yana en hızlı yıllık artışı kaydetmiştir. Buna göre yılın ilk 9 ayı itibarıyla Türkiye ekonomisi geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %3,4 büyüme kaydetmiştir. Türkiye ekonomisinin büyüme oranının detaylarına baktığımızda hane halkı tüketim harcamalarındaki yükseliş, kamu harcamalarındaki artış, tarım sektöründe hasat zamanının gelmesi ve hizmetler sektöründe özellikle finans ve sigorta faaliyetlerindeki artışın etkisi belirleyici olmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde enerji fiyatlarının düşük düzeyinin olumlu etkisi ile ithalat hacmi önemli ölçüde azalmıştır. Bu çerçevede, ithalat üçüncü çeyrekte büyümeye 0,3 puanlık katkı sağlamıştır. İhracat ise büyümeyi düşürücü yönde etkilemeye devam etse de bir önceki çeyreğe göre bu etkinin azaldığı dikkati çekmiştir. Böylece, son üç çeyrekte büyümeyi aşağı çeken net ihracat, 2015'in üçüncü çeyreği itibarıyla GSYH'ye yeniden artırıcı yönde katkıda bulunmuştur. 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 veriler 2015 yılında büyümenin tüketime ve ithalata dayalı olduğunu ortaya koymaktadır. Düşük oranlı büyüme, Türkiye'nin dış ticaret açığı ile cari açığını aşağıya çekmiştir. Türkiye'nin ihracat hacminin daralma eğilimine girmesinde Türkiye'nin başlıca ihrac pazarları arasında yer alan Euro Alanı ülkelerine yönelik ihracatın Dolar karşılığının azalmasının yanında Rusya ve Irak gibi diğer başlıca pazarlardaki sorunlar rol oynamıştır. Enerji ve emtia fiyatlarının düşmesi paralelinde ithalatta kaydedilen azalış ile birlikte dış ticaret açığı daralmış ve cari açık gerileme eğilimini sürdürmüştür. Sonuç olarak 2015'te cari işlemler açığı 2014'e göre %26 gerilemiş ve 32 milyar dolar düzeyine inmiştir.

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. Türkiye'nin sanayi üretimi 2015 yılında takvim etkisinden arındırılmış şekliyle bir önceki yıla göre %4,5 artmıştır. Türkiye'de sanayi üretimi ile milli gelir verileri arasındaki yakın ilişki dikkate alındığında, bu görünüm bize orta vadeli program hedefinin erişilebilir olduğunu göstermektedir. Ocak 2016'da revize edilerek açıklanan orta vadeli programda 2015 yılı tahmini %3.0'den %4.0'e yükseltilmiş, 2016 büyüme beklentisi ise %4.5 olarak verilmiştir. Orta vadeli programda 2017 ve 2018 yılları için büyüme %5 olarak tahmin edilmiştir.

Şirket Hakkında

Reysaş GYO 2008 yılında kurulmuş ve Reysaş Lojistik ve Taşımacılık Tic. A.Ş.'nin iştiraki olarak 2010 yılında halka açılmıştır.

Şirket "RYGYO" kodu ile BIST Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir. Reysaş GYO, Borsa İstanbul'da BIST Tüm(XUTUM), BIST Tüm 100 (XTUMY), BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO), BIST Mali (XUMAL) endekslerine dâhil bulunmaktadır.

REYSAŞ GYO'nun sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

Sermaye Yapısı		
Ortakların Ünvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Yüzdesi (%)
REYSAŞ Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	152.381.689,67	61,94
Templeton Global Investment Trust - Templeton Emerging Markets Small Cap Fund	24.575.397,00	9,99
Diğer	69.042.914,33	28,07
	246.000.001,00	100,00

Reysaş GYO'da Yönetim Kurulu görev taksimi aşağıdaki gibidir:

RYGYO Yönetim Kurulu	
İsim	Görevi
Durmuş DÖVEN	Yönetim Kurulu Başkanı
Egemen DÖVEN	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı / Genel Müdür
Ali Ergin ŞAHİN	Yönetim Kurulu Üyesi
Ekrem BURCU	Yönetim Kurulu Üyesi Riskin Erken Saptanması Komitesi Üyesi
Cem AKGÜN	Yönetim Kurulu Üyesi (Bağımsız) Denetim Komitesi Başkanı Riskin Erken Saptanması Komitesi Başkanı
Erem ERSOY	Yönetim Kurulu Üyesi (Bağımsız) Kurumsal Yönetim Komitesi Başkanı Denetim Kurulu Üyesi

2015 hesap dönemi itibariyle kira geliri elde edilen taşınmazlar ağırlıklı olarak depo yatırımlarından oluşmakta olup, söz konusu yatırımların gerçeğe uygun değer bazında dağılımı; 68,17% Binalar, %31,83 Arsa ve Araziler, %0,85 diğer gayrimenkul projeleri şeklindedir. Şirket'in portföyünde yer alan üç deposunda yeşil enerji kapsamında çatısında güneş panelleri ile elektrik üretim tesisi bulunmaktadır. Ayrıca şirketin portföyünde ve iştirakinde birer adet Hilton Oteli bulunmaktadır.

RYGYO'nun rapor tarihi itibariyle inşaatı devam eden projeleri aşağıdadır.

İzmir Menderes Görece 522 Ada 12 Parsel; devam eden depo inşaatı %85 bitmişlik oranındadır.

İzmir Menderes 526 Ada 1 Parsel, 527 Ada 5-9 Parsel; hafriyat aşamasındadır.

Kocaeli Çayırova 11 Akse 2087 Ada 5 Parsel; hafriyat aşamasındadır.

İstanbul Orhanlı 6 Depo Tuzla 1586 Parsel; yapı ruhsatı aşamasındadır.

İstanbul Esenyurt 2642 Ada 1 Parsel; yapı ruhsatı aşamasındadır.

Kocaeli Çayırova 12 Akse 2085 Ada 4 Parsel; proje aşamasındadır.

Ankara Gölbaşı 98 Ada 1,2-4 Parsel; proje aşamasındadır.

REYSAŞ GYO Konsolide Bilanço ve Gelir Tabloları (TL)

Bilanço Ana Kalemleri		
Milyon TL	31.12.2014	31.12.2015
Dönen Varlıklar	122.725.382	185.907.602
Duran Varlıklar	558.532.793	728.272.543
Aktif Toplamı	681.258.175	914.180.145
Kısa Vadeli Yükümlülükler	72.397.438	155.351.976
Uzun Vadeli Yükümlülükler	260.875.382	456.131.780
Öz kaynak	347.985.355	302.696.389
Pasif Toplamı	681.258.175	914.180.145
Gelir Tablosu Ana Kalemleri		
Milyon TL	31.12.2014	31.12.2015
Gelirler	47,17	69,09
Satışların Maliyeti	-14,70	-27,74
Faaliyet Karı (EBIT)	26,77	41,25
EBITDA(VAFÖK)	39,03	57,12
EBIT Marjı	57%	60%
EBITDA Marjı	83%	83%
Net Kar-Zarar	7,39	-43,05
Net Karlılık	16%	-
Temel Rasyolar		
	31.12.2014	31.12.2015
Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar	0,49	0,67
Toplam Borç / Özkaynaklar	0,96	2,02
Finansal Borçluluk	0,48	0,64

Genel olarak Şirketin finansal tablolarına bakıldığında, Reysaş GYO'nun aktif toplamı bir önceki döneme göre %34 artarak 914 milyon TL'ye ulaşmıştır. Net dönem zararı yaklaşık 43 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Reysaş GYO'nun 2015 yıl sonu itibarıyla portföy değeri %55 artışla 1.053.241.000 TL'ye ulaşmıştır. 2015 yılı itibarıyla portföyün artış hızı döviz kurlarının artış hızında yüksek olmuştur.

Reysaş GYO'nun 2015 yılında faiz, amortisman ve vergi öncesi kârı (FAVÖK) 39 milyon TL'den 57 milyona yükselmiştir. Şirket faaliyet kârlılığındaki iyileşmeye rağmen, yüksek döviz yükümlülüğü nedeniyle şirketin net kârı döviz kurlarındaki yükselişlerden olumsuz etkilenmiştir. Portföyünde; kira geliri elde edilen depo alanları, proje geliştirilmesi planlanan arsalar ve çeşitli alanlarda faaliyet gösteren iştirakleri bulunan Reysaş GYO'nun öz sermayesi 31.12.2015 tarihi itibarıyla 302 milyon TL'dir.

	2012	2013	2014	2015
Kira Geliri (TL)	22.105.088	32.605.072	38.100.224	56.533.546
Kapalı Alan Portföy Değeri (TL)	370.000.000	350.595.000	429.442.000	651.500.000
Kapalı Alan (m ²)	245.000	235.000	300.000	425.000
Kira Verimliliği %	6	9.3	8.9	8.7

Karlılık Oranları	2015	2014
Öz kaynak Karlılığı	-0,14	0,02
Net Kar / Toplam Aktif	-0,05	0,01
Varlık karlılığı	0,05	0,04
Ekonomik Rantabilite	0,07	0,09
Brüt Kar / Varlıklar	0,05	0,05
Faaliyet Karı / Net Satış	0,60	0,57
Brüt Karlılık	0,60	0,69
FVÖK /Satış	0,64	0,62
Net Kar / Net Satış	-0,62	0,16
Satışların Maliyeti / Net Satış	0,40	0,31
Genel Yönetim Gideri/Net Satış	0,08	0,13

Likidite Rasyoları	2015	2014
Hazır Değerler/ Varlıklar	0,13	0,08
Hazır Değerler /Borçlar	0,19	0,16
Hazır Değerler/ Öz kaynaklar	0,38	0,16
Likidite Büyüklük	0,03	0,07
Cari Oran	1,20	1,70
Asit Test	1,09	1,58
Nakit Oranı	0,74	0,76
Kısa Vadeli Alacak/ Dönen Varlıklar	0,25	0,48
Kısa Vadeli Alacaklar/Toplam Aktifler	0,05	0,09
Faizleri karşılama	0,51	1,34
Finansman gideri / Toplam Varlık	0,10	0,03

Faaliyet Oranları	2015	2014
Ciro kapasitesi rekabet gücü	0,08	0,07
Öz kaynak Devir Hızı	0,23	0,14
Dönem Karı Büyümesi	-6,82	-0,70
Toplam Varlık Büyümesi	0,34	0,34
Öz kaynak Büyümesi	-0,13	0,02
Ticari Borç Devir Hızı	1,67	2,28
Alacak Devir Hızı	1,49	0,57
İşletme Sermayesi Devir Hızı	0,37	0,38
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	2,26	0,94
Duran Varlık Devir Hızı	0,09	0,08

Net Yabancı Para Pozisyonu	2015	2014
Net Yabancı Para Pozisyonu/Toplam Varlık	-0,08	-0,04
Net Yabancı Para Pozisyonu/ Öz kaynaklar	-0,73	-0,15

Finansal Yapı Oranları	2015	2014
Finansal kaldıraç (öz kaynak / Toplam Borç)	0,50	1,04
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Pasif	0,17	0,11
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Pasif	0,50	0,38
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Devamlı Sermaye	0,60	0,43
Duran varlıklar / Toplam Borç	1,19	1,68
Duran varlıklar / Devamlı Sermaye	0,96	0,92
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Borç	0,25	0,22
Toplam finansal borç / Toplam Aktif	0,59	0,40
Piyasa değeri kaldıraç	0,22	0,42
Kısa Vadeli Banka Kredileri / Toplam Kısa vadeli borçlar	0,53	0,89
Yatırım amaçlı gayrimenkuller + MDV / Uzun Vadeli yabancı kaynaklar	1,50	1,96
Toplam finansal borç / Yabancı Kaynaklar	0,88	0,83
Yedekler / Toplam Varlık	0,01	0,02
Maddi Duran Varlıklar + Yatırım Amaçlı gayrimenkuller / Toplam Aktif	0,75	0,75

2015 yılsonu verileri baz alındığında geçen yılın aynı dönemine göre kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı yükselmiştir. Aynı dönemde uzun vadeli yabancı kaynaklar ile kendini finanse etmeyi başarabilen REYSAŞ GYO'nun borçlanma vadesinin uzaması tarafımızca olumlu olarak nitelendirilmiştir. Şirketin öz kaynaklarının toplam borca oranı şeklinde hesaplanan finansal kaldıraç rasyosunun bir önceki döneme göre azalmış olması ise toplam borçluluğun arttığını göstermektedir. Bu oranın optimum dengede tutulması şirketin borç ödeme gücü ve sürdürülebilir kârlılık açısından önemlidir. Son olarak maddi duran varlıklar ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin toplamın toplam aktiflerde %75 seviyesinde pay alması olumlu olarak düşünülmektedir.

Güçlü Yönler

Şirket diğer GYO'lardan farklı olarak depoculuk alanında gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktadır. Depo geliştirmeye odaklanmış gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyet gösteren Reysaş GYO, özellikle ana ortağı Reysaş Lojistik'in döneminde edindiği arsalar sayesinde büyümüştür. Reysaş Lojistik her tür vasıtalarla kara, deniz ve demir yolu yük taşımacılığı yapmaktadır.

Şirket, geleneksel inşaat faaliyetlerinin dışında lojistik merkezlerine odaklanmıştır. Ayrıca öğrenci yurdu projesi de bulunmaktadır. Sektörde en yüksek maliyet kalemi arsa fiyatlarıdır. Marmara bölgesinde depo arzının sınırlı olması şirket için bir avantajdır. Ayrıca İstanbul şehrinin büyümesinin bir sonucu olarak RYGYO'nun portföyünde bulunan depoların zamanla şehir içinde kalıyor olması da güçlü yönler arasındadır.

Kredi riski, genel olarak Şirket'in taraf olduğu mal ve hizmet satımı veya mal ve hizmet alımına ilişkin sözleşmelerde; sözleşmenin karşı tarafının, sözleşme gereklerine uymayarak, yükümlülüğünü kısmen veya tamamen zamanında yerine getirememesinden dolayı Şirket'in karşılaştığı durumu ifade etmektedir. Şirketin hem lojistik hem de depolama sektöründen tanınmış müşterileri bulunmaktadır. Şirketin bilinen müşterilere hizmet sunması kredi riskini azaltmaktadır.

Riskli Yönler

GYO'lara tanınan %20'lik vergi muafiyetinin kaldırılma ya da düşürülme ihtimalinin bulunması ve 2015 sonu itibarıyla net yabancı para yükümlülük pozisyonu bulunması nedeniyle kur riskine maruz olunması şirketin temel risklerini oluşturmaktadır.

Şirketin faaliyet gösterdiği gayrimenkul (depolama) sektörünün makroekonomik istikrarsızlıklara duyarlılığı vardır. Şirket depo kiralama sektöründe faaliyette olup uzun vadeli kira kontratlarına bağlı düzenli gelirleri bulunmasına rağmen inşaat ve alt sektör bileşenleri genel ekonomik şartlardan çok etkilenen sektörler arasında yer almaktadır. Bu sektörün ekonomiye duyarlılığının fazla olması her ülkede farklı miktarda olsa da mevcuttur. İnşaat sektörü ekonomik büyüme içinde de önemli bir paya sahip olup, GSYH (büyüme) oranları ile arasında ciddi bir ilişki (korelasyon) bulunmaktadır. Ülke büyümesi de faiz oranlarıyla ters orantılıdır. Bu çerçevede faiz oranlarında meydana gelebilecek oynaklıklar yeni yatırım ve kiralama talebini etkileyebilmektedir.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/1-d-4 maddesi gereğince GYO'ların kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. Kurumlar vergisinden istisna tutulan bu kazançlar üzerinden KVK 15/3 gereğince yapılacak stopaj oranı da %0'dır. Bu oranın yükseltilmesi sektörü etkileyecektir.

Reysaş GYO'nun 2015 yılında hasılatında bir önceki yıla göre artış olmasına rağmen artan kur farkı giderleri nedeniyle oluşan finansman giderleri şirketin 2015 yılında kardan zarara geçmesine neden olmuştur. Şirketin net borç pozisyonu 2014 yıl sonunda 221 milyon TL'den 2015 yıl sonunda 421 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirketin 2015 yıl sonu itibarıyla 258 milyon TL (€37mn ve \$48mn) açık pozisyonu bulunmaktadır.

Kurumsal Yönetim

Şirket, Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, 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; firmanın sektör mukayeseli performansı, finansal risklerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Sektör mukayeseli performans analizi, 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 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 etkilene 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 ödenmeme 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 ödenmiyor.

Çekinceler

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

© 2016, 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 REYSAŞ GYO A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

İrtibat:

S.Suhan Seçkin

suhan@saharating.com

Mehmet İnhan

minhan@saharating.com

Ömer Ersan

oersan@saharating.com