

27 Ağustos 2019

Kredi Derecelendirme Notu

**Uzun vadeli (Ulusal):
(TR) AA**

**Görünüm:
Stabil**

**Kısa Vadeli (Ulusal):
(TR) A1+**

**Görünüm:
Stabil**

**İş Gayrimenkul Yatırım
Ortaklığı A.Ş.**

İş Kuleleri, Kule 2, Kat: 10-11
34330 Levent, İstanbul

Tel: 0850 724 23 50

Faks: 0212 325 23 80

<http://www.isgyo.com.tr>

Derecelendirme Notu Gerekçesi

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., (“Şirket”) Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkullere dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan bir şirkettir. 1999 yılında kurulan Şirket aynı yıl içinde halka arz edilmiş olup Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Şirket’in ana hissedarı Türkiye İş Bankası A.Ş.’dir.

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

Önceki Not (27 Ağustos 2018):

Uzun Vadeli: (TR) AA

Kısa Vadeli: (TR) A1+

Güçlü Yönler ve Riskler

Güçlü Yönler

- Güçlü ortaklık yapısı
- Finansman erişim kabiliyeti
- Güçlü özkaynak seviyesi
- Kur volatilitesine karşı dayanıklı mali yapı

Riskler

- İnşaat sektöründe süregelen daralma
- Kısa vadeli finansman oranında artış
- Sektördeki durgunluğa koşut olarak NPL oranında artış riski

Görünüm

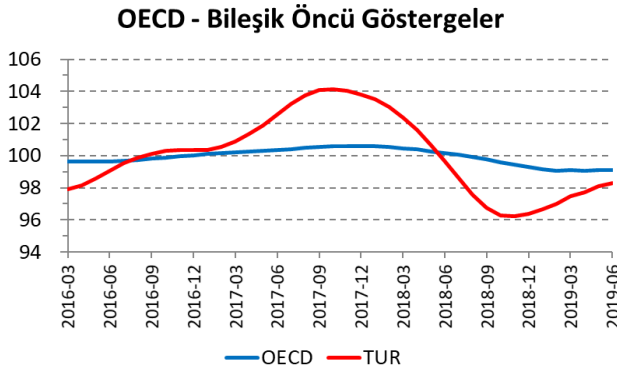
Sektör büyüme trendinin aşağı yönlü olduğu bir ortamda bir önceki derecelendirme dönemine kıyasla kaldıraç/borçluluk oranlarında iyileşme görülmüştür. Bilançonun 06/2019 itibarıyla taşıdığı döviz kısa pozisyon riskinin mali açıdan önemli etki yaratmayacak seviyelere düşürülmüş olduğu değerlendirilmektedir. Şirket gayrimenkul portföyünün yüzde 82’si düzenli kira geliri sağlamaktadır. Ayrıca finansmana erişim kabiliyeti ve ana ortak Türkiye İş Bankası A.Ş.’nin kurumsal desteğinin yanı sıra stres senaryosundaki risk azaltıcı etkisi dikkate alınarak Şirket’in görünümü “**Stabil**” olarak belirlenmiştir.

Makro Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

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

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

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



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

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

Geçtiğimiz yıl içinde ABD Merkez Bankası'nın (FED) faiz politikasının yanı sıra, bilanço küçültmeye yönelik

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

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

FED, 2018 boyunca politika faizini Mart, Haziran, Eylül ve son olarak Aralık aylarındaki kararlarla toplamda 100 bps artırarak yüzde 2,25- yüzde 2,50 bandına çekmiştir. Bu trendin temelinde işgücü piyasasındaki güçlenme ve yüzde 2'lik "simetrik" enflasyon hedefine uyum kriterleri yer almıştır. 2019 yılına "sabırlı duruş" ve "verilere dayalı politika" mesajlarıyla başlayan FED'in Mart toplantısıyla 2019 yılında ait faiz artırılmasına yönelik beklentiler ortadan kalkmıştır. Öne çıkan bir diğer husus da FED'in bilanço küçültme operasyonunun 2019 yılı içinde sona

erecek olması olmuştur. Haziran toplantısında FED'in "sabırlı duruş" vurgusundan vazgeçmesi 2019 yılında faizlerde indirimde gidileceği beklentisini güçlendirmiş ve nihayetinde Temmuz toplantısında 11 yıl sonra ilk kez 25 bps indirimde gidilerek politika faizi yüzde 2,00 – yüzde 2,25 bandına çekilmiştir. FED yetkilileri bu kararın uzun dönemli bir faiz indirimi döngüsünün başlangıcına işaret etmediğini belirtmekle beraber gerekli görüldüğünde tekrar faiz indirimi yapılabileceğinin sinyalleri vermiştir.

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
Büyüme (TÜİK)	<u>2018-Q4</u> -3,0%	<u>2019-Q1</u> -2,6%	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla birinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak (2009=100), 2019 yılının birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre yüzde 2,6 azalmıştır. (2018 Q4: yüzde 3 küçülme) Diğer yandan, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,3 artmıştır.
İşsizlik (TÜİK)	<u>2019/04</u> 13,0%	<u>2019/05</u> 12,8%	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaşta kişilerde işsiz sayısı 2019 yılı Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 1 milyon 21 bin kişi artarak 4 milyon 157 bin kişi oldu. İşsizlik oranı 3,1 puanlık artış ile %12,8 seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde; tarım dışı işsizlik oranı 3,4 puanlık artış ile %15,0 olarak tahmin edildi. Genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı 5,5 puanlık artış ile %23,3 olurken, 15-64 yaş grubunda bu oran 3,2 puanlık artış ile %13,1 olarak gerçekleşti.
Enflasyon - TÜFE - ÜFE (TÜİK)	<u>2019/06</u> 15,72% 25,04%	<u>2019/07</u> 16,65% 21,66%	TÜFE'de (2003=100) 2019 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre %1,36, bir önceki yılın Aralık ayına göre %6,44, bir önceki yılın aynı ayına göre %16,65 ve on iki aylık ortalamalara göre %19,91 artış gerçekleşmiştir. Yurtiçi Üretici Fiyat Endeksi (Yİ-ÜFE) ise 2019 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre % 0,99 düşüş, bir önceki yılın Aralık ayına göre %7,02, bir önceki yılın aynı ayına göre %21,66 ve on iki aylık ortalamalara göre %32,34 artış göstermiştir.
Bütçe Dengesi (Milyar TL) (Hazine ve Maliye Bak.)	<u>2019/06</u> -12,1	<u>2019/07</u> 9,9	Temmuz 2019 bütçe uygulama sonuçlarına göre Merkezi Yönetim Bütçesi, Temmuz ayında 9,9 Milyar TL fazla vermiştir. Bu sonuçla Ocak- Temmuz döneminde ki bütçe açığı toplam 68,7 Milyar TL olmuştur. (2019 yılı bütçelenen: 80,6 milyar TL açık)
Cari Denge (Mio USD) (TCMB)	<u>2019/05</u> 151	<u>2019/06</u> -548	Cari işlemler açığı, bir önceki yılın Haziran ayına göre 2.471 milyon ABD doları azalarak 548 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda, on iki aylık cari işlemler hesabı 538 milyon ABD doları fazla vermiştir.
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	<u>2019/05</u> -1,3%	<u>2019/06</u> -3,9%	Takvim etkisinden arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi 2019 Haziran döneminde bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 3,9 düşüş göstermiştir. (Mayıs 2019: yüzde 1,3 düşüş) Haziran 2019'da bir önceki aya göre ise yüzde 3,7 düşüş gerçekleşmiştir.
Türkiye PMI (İSO-IHS Markit)	<u>2019/06</u> 47,9	<u>2019/07</u> 46,7	Eşik değer olan 50'nin üzerinde ölçülen tüm rakamların sektörde iyileşmeye işaret ettiği anket sonuçlarına göre, Haziran ayında 47,9 olarak kaydedilen İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI endeksi Temmuz ayında 46,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu sonuçla endeks değeri art arda 16. kez eşik değerinin altında sonuçlanmıştır.
Tüketici Güven Endeksi (TÜİK, TCMB)	<u>2019/06</u> 57,6	<u>2019/07</u> 56,5	Tüketici eğilim anketi sonuçlarından hesaplanan mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven endeksi, Temmuz ayında bir önceki aya göre yüzde 2,0 oranında azalmıştır. Haziran ayında 57,6 olan endeks değeri Temmuz ayında 56,5 olarak açıklanmıştır.

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu (BDDK)	<u>2019/05</u> 4,18%	<u>2019/06</u> 4,36%	Haziran 2019 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü 4.233.955 milyon TL (Mayıs: 4.269.772 milyon TL) olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde en büyük aktif kalemi olan krediler 2.539.782 milyon TL olmuştur. (Mayıs: 2.548.020 milyon TL) Mevduat ise 2.272.575 milyon TL seviyesine yükselmiştir. (Mayıs: 2.268.835 milyon TL)
Bankacılık Sermaye Yeterlilik Rasyosu (BDDK)	<u>2019/05</u> 17,07%	<u>2019/06</u> 17,73%	Haziran 2019 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün özkaynak toplamı 449.428 milyon TL olmuştur. (Mayıs: 439.111 milyon TL)
Konut Satışları (TÜİK)	<u>2019/06</u> 61.355	<u>2019/07</u> 102.236	Türkiye genelinde Temmuz ayında 102.236 konut satışı gerçekleştirilmiştir. Bu sonuçla Temmuz ayında satılan konut sayısı geçen yılın aynı ayına göre yüzde 17,5 gerilemiştir. İpotekli konut satışları ise bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 57 oranında azalarak 13.064 adet olmuştur.
Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları (ODD)	<u>2019/06</u> 42.688	<u>2019/07</u> 17.927	Türkiye'de otomobil ve hafif ticari araç satışları Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 66 azalarak 17.927 birime gerilemiştir. Bu sonuçla otomobil ve hafif ticari araç toplam satışları 2019 yılı Ocak- Temmuz döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 47,53 azalarak 213.071 birime gerilemiştir.
Euro Bölgesi İmalat PMI (IHS Markit)	<u>2019/06</u> 47,6	<u>2019/07</u> 46,4	İmalat sektörü göstergesi 2019 Temmuz ayında 46,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçla PMI verisi art arda altıncı ayda da daralmayı işaret etmiştir. PMI göstergesinde 50 seviyesinin altı sektörde daralma sinyali verirken, 50 ve üzeri büyümeyi işaret etmektedir.

İnşaat sektörü, milli gelir büyümesi trendinden en çok etkilenen sektörlerdendir. Sektör, 2017 yılında Türkiye'nin yüzde 7,4'lük GSYH büyümesine paralel olarak yüzde 8,9 oranında büyüme yakalamıştır. 2018 yılında ise milli gelir büyümesi yüzde 2,6 ya düşerken bu trend değişikliğinden en fazla inşaat sektörü etkilenmiş ve yılı yüzde 1,9 küçülme ile kapatmıştır. TÜİK tarafından açıklanan verilere göre 2019 ilk çeyrekte ülke milli geliri yüzde 2,6 küçülürken inşaat sektörü ise yüzde 10,9 küçülmüştür. Yine TÜİK tarafından açıklanan, özellikle 2018 yılı başından itibaren kendini gösteren inşaat maliyet endeksindeki artış 2019 yılı içinde de devam etmektedir. İlave olarak, inşaat ciro endeksindeki düşüş, sektörün üretim ve istihdam hacmindeki daralmayı ortaya koymaktadır. Kentsel dönüşüm projeleri ve nüfus artışı dikkate alındığında; sektörün önümüzdeki yıllarda potansiyeli olduğu görülmekle birlikte 2019 yılının da küçülme ile kapanacağı öngörülmektedir. Sektörün önümüzdeki dönem büyüme performansı; alım gücüne, konut kredi hacminin genişlemesine, konut kredi faizlerinin düşmesine, üreticiler açısından da girdi maliyetleri, uzun vadeli finansman erişimi, finansman maliyetleri, teşvik vb. düzenlemeler gibi faktörlere bağlı olacaktır.

Sektör geneline baktığımızda, TÜİK verilerine göre 2017 yılında 1.409.314 adet olan satılan konut sayısı 2018 yılında 1.375.398 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı ilk yarısı itibarıyla konut satış hacmindeki daralma devam etmekte olup bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 21,7 azalarak 505.796 seviyesine gerilemiştir. Talepteki daralmanın temelinde ipotekli satışlardaki düşüş olduğu görülmektedir. İpotekli satış adedi 2018 yılında 2017 yılına göre yüzde 41,5 oranında daralarak 276.820 adet olarak sonuçlanmıştır. 2019 yılı ilk yarısı itibarıyla gerçekleşen ipotekli konut satış adedi ise 82.885 birime gerilemiştir. Buna karşın, yabancılara yapılan satışlarda artış gözlemlenmekte olup 2017 yılında 22.234 adet olan satış hacmi 2018 yıl sonunda yüzde 78,4 oranında artarak 39.663 seviyesine yükselmiştir.

Diğer göstergelere baktığımızda; konut yapı ruhsatlarında 2017 yıl sonunda 1.377.061 olan hacim 2018 yıl sonunda yüzde 53,3 azalarak 643.125 olmuştur. Buna mukabil; 2017 yıl sonunda 823.952 olan yapı kullanma izin belgesi adedi 2018 yıl sonunda yüzde 5,7 artarak 870.501 adet olarak sonuçlanmıştır.

SPK tarafından yayımlanan Aylık İstatistik Bülteni verilerine göre Borsa İstanbul'da (BIST) işlem göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) sayısı 2018 yıl sonu itibarıyla 33 adettir. (2017: 31) 2017 yıl sonunda bu ortaklıkların toplam piyasa değeri 29.924,06 mio TL iken 2018 yıl sonu itibarıyla sektör şirketlerinin piyasa değeri 19.362,62 mio TL ye gerilemiştir. (Q1 2019: 18.680,39 mio TL) USD bazında ise 2017 yıl sonunda 7.125 mio USD olarak hesaplanan GYO sektörü toplam piyasa değeri 2018 yıl sonu itibarıyla 3.660 mio USD olmuştur. (Q1 2019: 3.313 mio USD) BIST GYO Endeksi performansına bakıldığında 2018 yılı kapanış endeks değeri yüzde 35 azalırken, aynı dönemde BIST 100 endeksi yüzde 21 değer kaybetmiştir.

Şirket Hakkında

1999 yılında faaliyetlerine başlayan Şirketin ana hissedarı Türkiye İş Bankası A.Ş.'dir. 30.06.2019 itibarıyla 75 çalışanı (12/2018: 78) bulunan Şirket'in güncel sermaye yapısı aşağıda verilmiştir:

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Türkiye İş Bankası A.Ş.	456.800.671	47,65%
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	68.151.714	7,11%
Diğer	433.797.615	45,25%
Toplam	958.750.000	100,00%

Şirket'in çıkarılmış sermayesi tamamı ödenmiş 958.750.000 TL'dir. Çıkarılmış sermaye beheri 1 kuruş itibari değerinde 95.875.000.000 adet paydan oluşmakta olup, payların tamamı nama yazılıdır. Payların 1.369.642,817 TL'lik bölümü A Grubu, 957.380.357,183 TL'lik bölümü ise B Grubudur. A Grubu payların, Yönetim Kurulu Üyeleri'nin seçiminde aday gösterme imtiyazları bulunmaktadır. Yönetim Kurulu Üyeleri'nin bir tanesi B Grubu, geri kalanın tamamı A Grubu pay sahiplerinin (Türkiye İş Bankası A.Ş.) gösterdiği adaylar arasından seçilir. Söz konusu imtiyazın haricinde, oy kullanımına ilişkin imtiyaz bulunmamaktadır.

30.06.2019 itibarıyla Türkiye İş Bankası A.Ş. ve grup şirketlerinin sermayedeki toplam payı yaklaşık yüzde 64'tür. Şirket'in fiili dolaşımdaki pay oranı yüzde 43,77'dir.

1999 yılında halka arz olunan Şirket "ISGYO" kodu ile Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazar'nda işlem görmektedir. Şirket, Borsa İstanbul'da, BIST Temettü 25 (XTM25), BIST 100 (XU100), BIST Tüm (XUTUM), BIST Temettü (XTMTU), BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO), BIST Mali (XUMAL) ve BIST 100-30 (XYUZO) endekslerine dahil bulunmaktadır.

GYODER tarafından yayımlanan verilere göre; Şirket, 2018 yıl sonunda GYO sektöründe 5.222 mio TL aktif toplamı ile aktif büyüklük açısından 4. sırada (2017: 3.sıra, 5.312 mio TL), 3.557 mio TL toplam özkaynağı ile özkaynak büyüklüğü açısından 4.sırada (2017: 3. Sıra, 3.281 mio TL) yer almıştır. 2018 yıl sonunda piyasa değeri 1.035 mio TL (06/2019: 968 mio TL) olarak hesaplanmış olup, bu açıdan GYO sektörünün yüzde 5,6'sını oluşturmaktadır.

30.06.2019 itibarıyla Şirket'in gayrimenkul portföy büyüklüğü 4.837 mio TL seviyesindedir. (12/2018: 4.877 mio TL) Gayrimenkul portföy dağılımına bakıldığında portföyün yüzde 82'si kira geliri elde ettiği binalardan, yüzde 8'i devam etmekte olan projelerden, yüzde 6'sı stoklarında bulundurduğu satışa hazır gayrimenkullerden ve yüzde 4'ü arsalardan oluşmaktadır. Kiralanabilir portföyün güncel doluluk oranı yaklaşık yüzde 83 seviyesindedir. 30.06.2019 itibarıyla toplam kira gelirleri içindeki Türkiye İş Bankası Grubu'nun payı yüzde 57 mertebesinde (12/2018: yüzde 53). Kira sözleşmelerinin ortalama vadesi 5 yıl ve üzeridir.

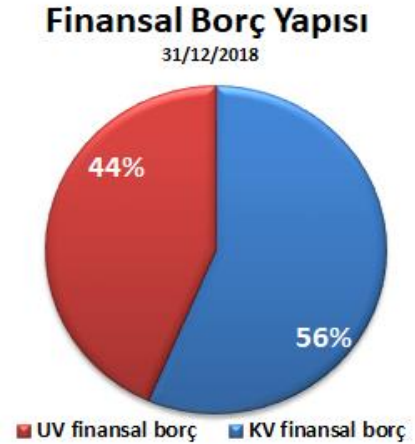
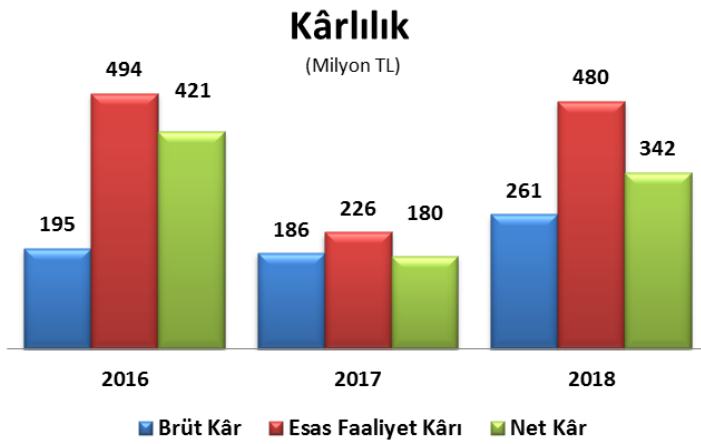
Başlıca Finansal Göstergeler

Bilanço (TL)	2016	2017	2018	Δ 2017	Δ 2018	Haz.18	Haz.19
Dönen Varlıklar	322.950.245	967.988.419	752.744.479	199,7%	▲ (22,2%) ▼	992.512.162	724.664.763
Nakit ve nakit benzeri	127.262.064	83.117.592	54.236.749	(34,7%)	▼ (34,7%) ▼	165.531.664	17.271.051
Ticari alacaklar	28.770.301	47.442.849	107.442.054	64,9%	▲ 126,5%	▲ 125.205.602	117.556.176
Diğer Alacaklar	1.211.817	1.078.243	718.345	(11,0%)	▼ (33,4%) ▼	2.754.610	9.670.754
Stoklar	91.612.134	757.111.894	516.387.334	726,4%	▲ (31,8%) ▼	574.903.663	473.110.476
Türev Araçlar	566	3.865.901	59.536.713	682.921,4%	▲ 1.440,0%	▲ 43.808.110	57.922.954
Diğer Dönen Varlıklar	74.093.363	75.371.940	14.423.284	1,7%	▲ (80,9%) ▼	80.308.513	49.133.352
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	-	-	-	-	— —	-	-
Duran varlıklar	4.564.069.949	4.343.958.837	4.469.588.445	(4,8%)	▼ 2,9%	▲ 4.211.410.483	4.425.358.399
Maddi Duran Varlıklar	28.559.331	31.005.753	33.814.159	8,6%	▲ 9,1%	▲ 30.427.882	33.156.638
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	473.250	847.706	1.015.609	79,1%	▲ 19,8%	▲ 988.070	1.043.085
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.563.593	2.527.108	3.088.133	61,6%	▲ 22,2%	▲ 2.554.795	2.971.960
Stoklar	715.506.230	344.153.094	174.550.000	(51,9%)	▼ (49,3%) ▼	213.382.315	175.230.908
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.714.668.994	3.834.870.889	4.153.488.099	3,2%	▲ 8,3%	▲ 3.841.916.265	4.168.664.575
Diğer	103.298.551	130.554.287	103.632.445	26,4%	▲ (20,6%) ▼	122.141.156	44.291.233
Toplam Aktif	4.887.020.194	5.311.947.256	5.222.332.924	8,7%	▲ (1,7%) ▼	5.203.922.645	5.150.023.162
Kısa Vadeli Yükümlülükler	188.453.135	873.322.937	1.091.581.932	363,4%	▲ 25,0%	▲ 1.146.178.313	1.019.907.538
Finansal borçlar	-	-	-	-	— —	-	314.929.432
UV Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	132.335.012	169.875.710	742.664.172	28,4%	▲ 337,2%	▲ 598.866.138	438.970.345
Ticari borçlar	34.198.753	89.527.218	34.901.072	161,8%	▲ (61,0%) ▼	31.050.466	21.031.954
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	21.919.370	613.920.009	314.016.688	2.700,8%	▲ (48,9%) ▼	516.261.709	244.975.807
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.537.221.403	1.158.047.332	573.811.637	(24,7%)	▼ (50,5%) ▼	750.593.339	591.716.655
Finansal Borçlar	922.325.576	1.015.606.839	572.183.948	10,1%	▲ (43,7%) ▼	748.949.472	589.922.975
Diğer	614.895.827	142.440.493	1.627.689	(76,8%)	▼ (98,9%) ▼	1.643.867	1.793.680
Özkaynaklar	3.161.345.656	3.280.576.987	3.556.939.355	3,8%	▲ 8,4%	▲ 3.307.150.993	3.538.398.969
Ödenmiş Sermaye	850.000.000	913.750.000	958.750.000	7,5%	▲ 4,9%	▲ 958.750.000	958.750.000
Diğer	264.932.044	267.956.538	271.239.283	1,1%	▲ 1,2%	▲ 267.956.538	271.239.283
Kardan kısıtlanmış yedek	36.305.282	46.188.875	59.561.684	27,2%	▲ 29,0%	▲ 59.561.684	65.949.792
Geçmiş Yıl Karları	1.589.596.928	1.872.724.737	1.925.777.515	17,8%	▲ 2,8%	▲ 1.925.777.515	2.261.000.280
Dönem Karı	420.511.402	179.956.837	341.610.873	(57,2%)	▼ 89,8%	▲ 95.105.256	(18.540.386)
Toplam Pasif	4.887.020.194	5.311.947.256	5.222.332.924	8,7%	▲ (1,7%) ▼	5.203.922.645	5.150.023.162

(Kaynak: Rasyonet)

Gelir Tablosu (TL)	2016	2017	2018	Δ 2017	Δ 2018		Haz.18	Haz.19	
Hasılat	404.532.858	439.658.518	1.098.332.491	8,7%	▲	149,8%	▲	749.665.222	248.537.440
SMM	209.728.793	253.628.515	837.501.802	20,9%	▲	230,2%	▲	600.616.987	131.037.968
Brüt Kar	194.804.065	186.030.003	260.830.689	(4,5%)	▼	40,2%	▲	149.048.235	117.499.472
Faaliyet Giderleri (Arge+Pazarlama+Genel Gider)	37.118.819	44.016.875	46.746.430	18,6%	▲	6,2%	▲	26.598.989	24.654.289
Net Esas Faaliyet Kârı	157.685.246	142.013.128	214.084.259	(9,9%)	▼	50,7%	▲	122.449.246	92.845.183
Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider	336.772.201	83.777.397	265.733.796	(75,1%)	▼	217,2%	▲	1.586.160	7.273.731
Esas Faaliyet Kârı	494.457.447	225.790.525	479.818.055	(54,3%)	▼	112,5%	▲	124.035.406	100.118.914
Yatırımlardan net gelir gider	-	-	-	-	—	-	—	-	-
Öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen net	674.188	1.363.515	1.311.025	102,2%	▲	(3,8%)	▼	777.687	883.827
Finansman Öncesi Faaliyet Karı	495.131.635	227.154.040	481.129.080	(54,1%)	▼	111,8%	▲	124.813.093	101.002.741
Finansman geliri	-	3.829.974	60.395.502	-	—	1.476,9%	▲	39.929.614	6.582.227
Finansman gideri	74.620.233	51.027.177	199.913.709	(31,6%)	▼	291,8%	▲	69.637.451	126.125.354
Vergi öncesi kar	420.511.402	179.956.837	341.610.873	(57,2%)	▼	89,8%	▲	95.105.256	(18.540.386)
Vergi	-	-	-	-	—	-	—	-	-
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kâr/Zararı	420.511.402	179.956.837	341.610.873	(57,2%)	▼	89,8%	▲	95.105.256	(18.540.386)
Durdurulan Faaliyetler ile İlgili Net Dönem Karı	-	-	-	-	—	-	—	-	-
Net Kar	420.511.402	179.956.837	341.610.873	(57,2%)	▼	89,8%	▲	95.105.256	(18.540.386)
Amortisman	1.431.138	1.731.040	1.754.156	21,0%	▲	1,3%	▲	896.852	986.538

(Kaynak: Rasyonet)



Mali Rasyolar

Başlıca Finansal Rasyolar	2016	2017	2018	Haz.18	Haz.19
Likidite					
Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar	0,03	0,02	-0,06	-0,03	-0,06
Cari Oran - Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,71	1,11	0,69	0,87	0,71
Asit Test Oranı - (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,23	0,24	0,22	0,36	0,25
Nakit Oran – Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,68	0,10	0,05	0,14	0,02
Stoklar / Dönen Varlıklar	0,28	0,78	0,69	0,58	0,65
Stoklar / Toplam Varlıklar	0,02	0,14	0,10	0,11	0,09
Finansal Yapı					
Kaldıraç Oranı - Toplam Borçlar / Özkaynaklar	0,55	0,62	0,47	0,57	0,46
Borçluluk Oranı - Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	0,35	0,38	0,32	0,36	0,31
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Borç	0,11	0,43	0,66	0,60	0,63
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,04	0,16	0,21	0,22	0,20
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,70	0,19	0,68	0,52	0,74
Finansal Borç / Toplam Varlıklar	0,22	0,22	0,25	0,26	0,26
Faaliyet Oranları					
Alacak Devir Hızı - Hasılat / Kısa Ticari Alacaklar	14,06	9,27	10,22	5,99	2,11
Stok Devir Hızı - SMM / Toplam Stoklar	0,26	0,23	1,21	0,76	0,20
Ticari Borç Devir Hızı - SMM / Kısa Ticari Borçlar	6,13	2,83	24,00	19,34	6,23
Dönen Varlık Devir Hızı - Hasılat / Dönen Varlıklar	1,25	0,45	1,46	0,76	0,34
İşletme Sermayesi Devir Hızı - Hasılat / Net İşletme Sermayesi	3,01	4,64	-3,24	-4,88	-0,84
Özkaynak Devir Hızı - Hasılat / Özkaynaklar	0,13	0,13	0,31	0,23	0,07
Aktif Devir Hızı - Hasılat / Toplam Varlıklar	0,08	0,08	0,21	0,14	0,05
Kârlılık					
Brüt Kârlılık - Brüt Kâr / Hasılat	48,2%	42,3%	23,7%	19,9%	47,3%
FAVÖK 1 Marjı - (Esas Faaliyet Kârı + Amortisman) / Hasılat	122,6%	51,7%	43,8%	16,7%	40,7%
FAVÖK 2 Marjı - (Brüt Kâr - Faal.Giderleri + Amortisman) / Hasılat	39,3%	32,7%	19,7%	16,5%	37,8%
Faaliyet Kârlılığı - Esas Faaliyet Kârı / Hasılat	122,2%	51,4%	43,7%	16,5%	40,3%
Net Kârlılık - Dönem Kârı / Hasılat	103,9%	40,9%	31,1%	12,7%	-7,5%
SMM / Hasılat	51,8%	57,7%	76,3%	80,1%	52,7%
Faaliyet Giderleri / Hasılat	9,2%	10,0%	4,3%	3,5%	9,9%
Varlık Karlılığı - Dönem Kârı / Toplam Varlıklar	8,6%	3,4%	6,5%	1,8%	-0,4%
Özkaynak Karlılığı - Dönem Kârı / Özkaynaklar	13,3%	5,5%	9,6%	2,9%	-0,5%

Kaynak: (Rasyonet)

Gelir tablosuna yansıyan “hasılat” hesabı Şirket’in portföyünde bulunan gayrimenkullerden elde ettiği kira/üst hakkı gelirleri, konut/proje satış gelirleri, mevduat faizi gelirleri ve menkul kıymet alım satım kârlarından oluşmaktadır. 2018 yıl sonunda Şirket’in toplam hasılatı, bir önceki yıla göre yüzde 150 oranında artarak 1.098 mio TL seviyesine yükselmiştir. Söz konusu artışta, konut satış gelirlerinin gelir tablosuna yansıtılması etkili olmuştur. Şirket’in yıllara sâri projelerine ait hasılat ve maliyet, projenin teslimi gerçekleştirilene kadar Şirket bilançosunda izlenmekte, teslimle birlikte gelir tablosuna aktarılmaktadır. Bu özellik nedeniyle, proje teslim dönemlerinde gelir rakamları ani yükselişler göstermektedir. Q2 2019 hasılatının bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık yüzde 67 düşüş göstermesi, Q2 2019’da daha düşük tutarda konut tesliminin gelir tablosuna yansımından kaynaklanmaktadır.

Diğer yandan kira ve üst hakkı gelirlerinde, yaklaşık yüzde 10’luk bir artış sağlanarak 217,4 mio TL gelir kaydedilmiştir. (2017: 197,2 mio TL) 2018 yıl sonu itibarıyla kira gelirlerinde 3 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) yüzde 16 mertebesinde. Aynı dönemde kiralabilir portföyün büyüklüğüne ait YBBO ise yüzde 12 olarak gerçekleşmiştir. 2019 ikinci çeyrek sonuçlarına göre bir önceki yılın aynı dönemi baz alındığında kira geliri yüzde 14’lük artışla 120 mio TL seviyesine gelmiştir. 2019 yıl sonu için tahmin edilen kira ve üst hakkı geliri toplamı 240 mio TL dir. Rapor tarihimiz itibarıyla Şirket’in kiralabilir portföyünden varlık satışı yapılmamış olması ve kiralama sözleşmelerinin ortalama vadeleri dikkate alındığında kira gelirlerindeki artışın süreceği değerlendirilmektedir. 06/2019 itibarıyla kira gelirleri içinde Türkiye İş Bankası grubunun payının çoğunluğu oluşturuyor olması olumlu değerlendirilmektedir. 2018 yıl sonunda 3.8 mio TL olan şüpheli alacaklar Q2 2019 itibarıyla 5.5 mio TL ye yükselmiş olup bilanço büyüklüğü göz önüne alındığında söz konusu tutarın yönetilebilir seviyelerde olduğu düşünülmektedir.

Karlılık performansı açısından bakıldığında; 2017 yılı hasılatının önemli bir kısmı proje satışlarına kıyasla daha yüksek kâr marjı yaratan kira gelirlerinden oluşmaktayken, 2018 yılında teslimi yapılan konut projelerine ait hasılat ve maliyetin gelir tablosuna taşınması bahsi geçen muhasebesel işlemin etkisiyle Şirket’in bazı karlılık rasyolarının bir önceki yıla göre daha düşük görülmesinin ana nedeni olmuştur. Şirket 2018 yılını 341,6 mio TL net kar ile kapatmıştır. (2017: 179,9 mio TL) Bu tutarın yaklaşık 266 mio TL si (2017: 84 mio TL) gayrimenkul/stok değerlendirme farkları ve kur farkları gibi “esas faaliyetlerden diğer gelir/gider” kalemlerinden oluşmakta olup nakit girişi yaratmamaktadır. Q2 2019 döneminde ise özellikle artan finansman maliyetlerinin etkisiyle dönemi 18,5 mio TL zarar ile kapatmıştır. Diğer yandan, son 15 yıl baz alındığında 2006 ve 2018 yılları haricinde Şirket’in pay sahiplerine düzenli olarak nakit temettü ödemesi yapmakta olduğu görülmektedir. Şirket, Borsa İstanbul Temettü Endekslerinde işlem görmektedir.

2018 yıl sonu itibarıyla özellikle konut teslimlerine paralel olarak azalan “ertelenmiş gelirler” kaleminin azalmasının etkisiyle kaldıraç ve borçluluk oranında bir önceki yıla göre iyileşme görülmüştür. Şirket GYO sektöründe güçlü ortaklık ve özkaynak yapısıyla öne çıkmaktadır. Diğer yandan, 2018 yıl sonunda uzun vadeli finansal borçlarının vadelerinin gelmesi sebebiyle kısa vadeli borçlarında artış gözlemlenmiştir.

Şirket, 2013 yılından bu yana döviz cinsinden borçlanmayı tercih etmemektedir. Mevcut döviz cinsinden yükümlüklerin büyük bölümü türev işlemler aracılığıyla korunmaktadır. Şirket 30.06.2019 itibarıyla (-)35,6 mio TL net yabancı para pozisyonu taşımaktadır. (2018: -30,3 mio TL) Bilanço büyüklüğü dikkate alındığında olası kur ataklarının Şirket’in finansalları üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlı olacağı düşünülmektedir. Diğer yandan Şirket’in kira gelirlerinin yaklaşık yüzde 10’ü döviz cinsindedir.

Sektör firmaları için belirleyici olduğunu düşündüğümüz önemli bir husus finansman erişimi imkanıdır. Hem Şirket’in mevcut limit/kullanım oranları hem de ana ortak Türkiye İş Bankası Grubu’nun desteği finansman kabiliyeti açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir.

Kurumsal Yönetim

Şirket, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir.

Metodoloji

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

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

Kurumsal yönetim, metodolojimizde önemli bir yer tutmaktadır. Metodolojimiz pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 ana başlığı içermektedir. SAHA'nın kurumsal yönetim metodolojisi www.saharating.com 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 ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

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

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

Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin iş birliğiyle sağlanan ve hem de İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 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).

© 2019, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha A.Ş.'nin ve İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

İrtibat:

S.Suhan Seçkin
suhan@saharating.com

S.Mehmet İnhan
minhan@saharating.com

Oğuzhan Güner
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 • www.saharating.com