

25 Ağustos 2015

Kredi Derecelendirme

Derecelendirme Notu (Ulusal): Uzun vadeli

(TR) AA

Görünüm:

Stabil

Derecelendirme Notu (Ulusal): Kısa vadeli

(TR) A1+

Görünüm:

Stabil

İrtibat:

S.Suhan Seçkin
suhan@saharating.com
Ali Perşembe
apersembe@saharating.com
Ömer Ersan
oversan@saharating.com

İş Gayrimenkul Yatırım
Ortaklığı A.Ş.
İş Kuleleri, Kule 2, Kat: 10-11
34330 Levent, İstanbul

İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. (ISGYO)

Derecelendirme Notu Gerekçesi

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("İş GYO") ("Şirket", "İş GYO") İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin, Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'yi 6 Ağustos 1999 tarihinde devralarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi ve T. İş Bankası A.Ş.'nin lider sermayedarlığı ile kurulmuştur. İş GYO aynı yıl içinde halka arzını tamamlamış ve BİST'te işlem görmeye başlamıştır.

Güçlü portföyü ve mali yapısıyla sektörünün önde gelen şirketlerinden biri olan İş GYO, çeşitlendirilmiş ve dengeli portföy yapısıyla yatırımcılarına uygun risk-getiri dengesini sağlama hedefine odaklıdır. Gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapan İş GYO, Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine uygun olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

İş GYO'nun 2014 yıl sonu itibarıyla portföy değeri %20 artışla 2,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. İş GYO 966 milyon TL'lik piyasa değeri ile faaliyet gösterdiği sektörde %4,4'lük bir paya sahiptir.

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

Güçlü Yönler ve Riskler

Güçlü Yönler

- Şirket kira gelirlerinin para birimini çeşitlendirmiştir.
- Kısa vadeli borçlanmanın nispeten düşük olması bir avantajdır.
- Alınan sipariş avansları toplam yabancı kaynakların %19'unu oluşturmaktadır.

Riskler

- Şirketin faaliyet gösterdiği gayrimenkul sektörünün makroekonomik istikrarsızlıklara duyarlılığının yüksek olması.
- Yeni alınan ruhsatlarda katma değer vergisi oranlarının artmasının talebi olumsuz etkileyebileceği.

Görünüm

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

- Yeni ruhsat alınacak projelerde KDV oranlarının artması projelerin nihai satış fiyatlarını artırarak satış hacmini düşürebilir.
- Şirket olarak; değişken faizli finansal yükümlülüklerin sabit faizli yükümlülükler göre nispeten fazla olması nedeniyle kredi faiz oranlarındaki artışlar finansman giderlerini yükseltebilir.
- Şirket, kira gelirlerinin para birimini çeşitlendirmiştir. Kira sözleşmelerine istinaden hesaplanan kira bedellerinin para birimi dağılımı %37'si ABD Doları, %5'i Avro ve %58'si TL şeklinde oluşmaktadır.
- Alınan sipariş avansları toplam yabancı kaynakların %19'unu oluşturmaktadır. Alınan avansların üretilen konutların satış bedelleri olması nedeniyle işletmeden nakit çıkışı yaratmadan finansman sağlanabilmektedir.

Bu faktörler dikkate alındığında Şirket görünümü Stabil olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

2014 yılında küresel ekonomideki toparlanma öngörülenin altında kalmıştır. Küresel ekonomik aktivite 2014 yılında genele yayılan bir toparlanmadan ziyade ülkeler arasında farklılık arz eden bir görünüm sergilemiştir. Bu dönemde, ABD ekonomisi az da olsa artan büyüme oranları ile diğer gelişmiş ülkelere ayrılmıştır. Euro Alanı'nda ise ekonomik aktivite zayıf bir görünüm sergilemeye devam etmekte, parasal gevşeme sonucunda ekonomik aktivitenin ne olacağı belirsizliğini korumaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde resesyona giren Japonya ekonomisinde deflasyonla mücadele etmek amacıyla 2013 yılından itibaren uygulanan politikalar henüz hedeflenen etkiyi yaratamamıştır.

2014 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 kaydeder 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 Ekim 2014 'te sonlandırmıştır. Euro Alanı'nda ise ekonomik aktivitenin zayıf seyri yeni önlemler alınmasını gerekli kılmıştır. 2014 yılında Avrupa Merkez Bankası (ECB) ekonomiyi desteklemek amacıyla politika faiz oranını sıfıra 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 lokomotifleri 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. Petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde de mevcut düşük seviyesini korumasının Türkiye gibi net enerji ithalatçısı ülkelere 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 yılında enflasyon görünümünü olumlu ve olumsuz yönde etkileyebilecek birçok faktör bulunmaktadır. İktisadi faaliyette öngörülen toparlanmanın kademeli bir şekilde gerçekleşmesi ve toplam talep gelişmelerinin enflasyondaki düşüş sürecini desteklemesi beklenmektedir. Para politikasındaki sıkı duruş ve alınan makro ihtiyati önlemler, enflasyonu, özellikle enerji ve gıda dışı (çekirdek) enflasyon göstergelerini, olumlu yönde etkilemektedir. Başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatları enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir. Kurlardaki artışın enflasyona olumsuz etkilerini yıl sonuna doğru hissettirmeye başlayacağı beklenmelidir. Maliyet enflasyonunun kontrol altında tutulamaması halinde faizler üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşması gündeme gelebilecektir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı sıkı para politikası neticesinde iç talep önemli ölçüde yavaşlamıştır. Bu çerçevede, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı azalırken Türkiye net ihracat ağırlıklı bir büyüme

kompozisyonuna kavuşmuştur. Net ihracatın güçlü seyri paralelinde 2014 yılsonu itibarıyla dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,4 oranında daralarak 84,5 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 2015 yılında ise Ocak-Nisan döneminde 20,19 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Avrupa Birliği ülkelerinin Türkiye'nin ihracatı içindeki payı 2014 yılında yükselirken, Orta Doğu'da yaşanan çatışmalar bu bölgenin ihracattaki payının azalmasına neden olmuştur. 2014 yılında zayıf iç talep koşullarına ve dış ticaret dengesindeki gelişmelere bağlı olarak cari açık da önemli ölçüde daralmıştır. 2014 yılında cari açık 2013 yılsonuna göre 18,8 milyar ABD doları azalarak 45,8 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir.

2015'in ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre Türkiye %2,3 büyümüştür. İlk çeyrekte %2,3'lük GSYH büyümesinin 3,3 puanı iç talepten (3,3 tüketim, 0 yatırım), 0,2 puanı stoklardan gelirirken, net dış talebin 1,2 puan düşürücü etkisi olmuştur. Öncü göstergeler ikinci çeyrekte bu eğilimin süreceğine ve ılımlı bir büyümenin görüleceğine işaret ediyor.

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.

2014 yılında bir önceki yıla göre belediyeler tarafından yapı ruhsatı verilen yapıların bina sayısı %13,5, yüzölçümü %24,3, değeri %37,2, daire sayısı %21,2 oranında artmıştır. Kullanma amacına göre 156,2 milyon m² (%71,7) ile en yüksek paya iki ve daha fazla daireli ikamet amaçlı binalar sahip olmuştur. Bunu 12,8 milyon m² (%5,9) ile ofis (işyeri) binaları izlemiştir. Yapı sahipliğine göre, özel sektör 187,9 milyon m² (%86,3) ile en büyük paya sahip olmuştur. Aynı dönemde yapı kullanım izin belgesi sayısındaki artış %9,4 oranında gerçekleşmiştir. Bina inşaatı maliyet endeksi (BİME), 2014 yılı dördüncü çeyreğinde, toplamda bir önceki çeyreğe göre %0,1, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %9,5 ve dört çeyrek ortalamalarına göre ise %10,7 artmıştır.

2014'te konut satışları da bir önceki yıla göre %0,7 artışla 1.165.381 adet gerçekleşmiştir. Konut satışlarında, İstanbul 225.454 konut satışı ile en yüksek paya (%19,3) sahiptir. Konut talebini doğrudan etkileyen konut kredisi kullandırım hacmi, 2014 yılının ilk çeyreğindeki TCMB'nin faiz politikasına bağlı olarak yüksek seyreden kredi faiz oranları ve kredilere getirilen sınırlama sonucunda daralırken, ikinci çeyreğin sonuna doğru talep artışıyla birlikte yükselişe geçmiştir.

2015 Haziran ayındaki konut satışları geçen yılın aynı dönemine göre %19,1 oranında artarak 110.657 adet olarak gerçekleşmiştir. Aylık bazdaki konut satışları ise konut faizlerindeki yükseliş eğilimine rağmen %2,6 oranında artmıştır. 2015 yılının Ocak - Haziran dönemindeki konut satışları ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %21,0 oranında artış kaydederek 635bin adet olarak gerçekleşmiştir.

Şirket Hakkında

İş GYO, İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin, Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'yi 6 Ağustos 1999 tarihinde devralarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi ve T. İş Bankası A.Ş.'nin lider sermayedarlığı ile kurulmuştur. İş GYO aynı yıl içinde halka arzını tamamlamış ve BİST'te işlem görmeye başlamıştır.

Şirket "ISGYO" kodu ile BIST Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir. İş GYO, Borsa İstanbul'da BIST 100 (XU100), BIST Tüm (XUTUM), BIST 100-30 (XYUZO), BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO), BIST Temettü 25 (XTM25), BIST Temettü (XTMTU), BIST50 (XU50), BIST Mali (XUMAL), BIST Kurumsal Yönetim (XKURY) endekslerine dahil bulunmaktadır.

İş GYO'nun sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

Sermaye Yapısı		
Ortakların Ünvanı	Pay Tutarı (TL)	Pay Yüzdeleri (%)
Türkiye İş Bankası A.Ş.	315.073.304,03	42,23
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	53.028.605,40	7,11
Diğer	377.898.090,57	50,66
	746.000.000,00	100,00

İş GYO'da Yönetim Kurulu görev taksimi aşağıdaki gibidir:

İŞGYO Yönetim Kurulu	
İsim	Görevi
Levent KORBA	Yönetim Kurulu Başkanı
M Kemal FETTAHOĞLU	Yönetim Kurulu Başkan Vekili
D. Sevdil YILDIRIM	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Kurumsal Yönetim Komitesi Başkanı Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Süleyman H. Özcan	Yönetim Kurulu Üyesi
H. Cemal KARAOĞLU	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Denetimden Sorumlu Komite Başkanı Riskin Erken Saptanması Komitesi Başkanı
Mete ULUYURT	Yönetim Kurulu Üyesi
Murat Doğan	Yönetim Kurulu Üyesi Kurumsal Yönetim Komitesi Üyesi Riskin Erken Saptanması Komitesi Üyesi

2014 hesap dönemi itibariyle kira geliri elde edilen taşınmazlar ağırlıklı olarak ofis ve alışveriş merkezi yatırımlarından oluşmakta olup, söz konusu yatırımların gerçeğe uygun değer bazında dağılımı; %58 ofis, %41 AVM ve %1 otel şeklindedir. Kira geliri elde edilen taşınmazlar ve ekspertiz değerleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur. 3 Ağustos 2015 tarihinde ise Güneşli Ofis Binasının, 69.500.000 TL + KDV bedel üzerinden satılmasına ilişkin tapu devir işlemleri tamamlanmış olup, 82.010.000 TL tutarındaki KDV dahil satış bedeli tahsil edilmiştir.

Binalar	Alış Tarihi	Ekspertiz Tarihi	Ekspertiz Değeri	Dağılımı
İstanbul İş Kuleleri - Kule-2&3	11.10.1999	19.12.2014	546.000.000	34%
Ankara İş Kulesi	01.10.1999	23.12.2014	107.300.000	7%
Maslak Binası	14.05.2001	26.12.2014	82.248.600	5%
Güneşli-Operasyon Hizmet Binası	28.04.2008	26.12.2014	46.600.000	3%
Sirkeci Banka Hizmet Binası	18.04.2008	26.12.2014	37.200.000	2%
Ankara-Ulus Banka Hizmet Binası	28.12.2004	23.12.2014	31.590.000	2%
Ankara-Kızılay Banka Hizmet Binası	28.12.2004	23.12.2014	29.500.000	2%
Antalya-Banka Hizmet Binası	29.12.2004	23.12.2014	17.200.000	1%
Taksim Ofis Lamartine	24.08.2010	18.12.2014	44.295.000	3%
Kanyon Alışveriş Merkezi	24.01.2001	19.12.2014	390.000.000	24%
Real Hipermarket Binası	28.06.2001	19.12.2014	81.000.000	5%
Kule Çarşı	11.10.1999	19.12.2014	54.000.000	4%
Mallmarine Alışveriş Merkezi	28.06.2001	23.12.2014	10.142.650	1%
Esenyurt (Marmarapark	28.06.2001	23.12.2014	106.600.000	7%
Kapadokya Lodge Otel	07.10.2010	23.12.2014	21.505.000	1%
Toplam			1.605.181.250	100%

Gayrimenkul sektöründeki yatırımlarının ekspertiz değeri bazında dağılımı; %34'ü ofis, %23'ü alışveriş merkezi, %1'i otel, %41'i projeler ve %1'i arsa şeklindedir. Şirketin gayrimenkul yatırımları ağırlıklı olarak İstanbul'da bulunmakta olup, gayrimenkullerin değer bazında coğrafi dağılımı İstanbul %86, Ankara %6, Antalya %1, İzmir %6 ve Nevşehir %1 şeklindedir.

Geliştirilmekte Olan Projeler:

Şirketin İstanbul İli, Tuzla İlçesinde geliştirilen finansman ve arsa dahil toplam geliştirme maliyeti yaklaşık 265 - 270 milyon USD tutarında olması beklenen "Teknoloji ve Operasyon Merkezi" projesinde üst yapı inşaat çalışmaları devam etmektedir. Anahtar teslim yatırım modeliyle geliştirilmekte olan proje, 25 yıllığına T. İş Bankası A.Ş.'ye kiralanmıştır. Projenin ACE Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporunda 25.12.2014 tarihindeki değeri 304.100.000 TL olarak belirlenmiştir.

Tuzla Karma Projesi "Teknoloji ve Operasyon Merkezi"ne bitişik parseldedir. Üst yapı inşaat çalışmaları devam eden projenin arsa dahil toplam geliştirme maliyetinin yaklaşık 100-105 milyon USD düzeyinde olması öngörülmektedir. Projenin ACE Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporunda 25.12.2014 tarihindeki değeri 174.500.000 TL olarak belirlenmiştir.

İzmir Ege Perla Projesi, yaklaşık 160 - 170 milyon USD tutarında yatırım bedeline sahiptir. Konak ilçesi sınırları içerisinde yer alan ve bölgenin ilk karma projesi olan Ege Perla' da; alışveriş merkezi ile 1+1'den 5+1 executive'e kadar farklı büyüklükte ve tipte konut, ofis ve home-ofis yer almaktadır. Projenin Reel Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporunda 29.12.2014 tarihindeki değeri 167.652.000 TL olarak belirlenmiştir.

İstanbul Finans Merkezi Projesi bünyesinde geliştirilmekte olan proje ofisler ve ticari alanlardan oluşmaktadır. Projenin arsa dahil toplam yatırım bedelinin 100-110 milyon USD civarında olması beklenmektedir. Projenin Nova Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporunda 24.12.2014 tarihindeki değeri 122.455.000 TL olarak belirlenmiştir.

Şirket, İstanbul Kartal'da konut, ofis ve ticaret alanlarından oluşan Manzara Adalar isimli karma proje geliştirmektedir. Hasılat paylaşım modeliyle gerçekleştirilen projedeki konut satışlarından, toplamda 750-800 milyon TL satış hasılatı, ofislerin ve ticaret alanlarının kiralanmasından ise toplamda 30-35 milyon TL düzeyinde kira geliri elde edilmesi beklenmektedir. Projenin ACE Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından Kasım ve Aralık ayında hazırlanan ekspertiz raporlarındaki değeri toplam 168.225.000 TL'dir.

İstanbul İli, Zeytinburnu ilçesinde bulunan, Şişecam Grubu'na ait eski Topkapı Fabrikası arsası, Timur Gayrimenkul (NEF) ile ortak proje geliştirmek üzere, 2013 yılının son çeyreğinde şirket portföyüne dahil edilmiştir. Dört farklı proje olarak geliştirilecek olan Topkapı İstanbul isimli projedeki ünite satışlarından 1,1 – 1,4 milyar TL hasılat elde edilmesi beklenmektedir. Projenin Nova Taşınmaz Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan ekspertiz raporunda 25.12.2014 tarihindeki değeri 357.925.000 TL belirlenmiş olup İş GYO'nun %50'lik kısmı için ekspertiz değeri 187.962.500 TL olarak esas alınmıştır.

İŞ GYO Konsolide Bilanço ve Gelir Tabloları milyon (TL)

Bilanço Ana Kalemleri		
Milyon TL	31.12.2013	31.12.2014
Dönen Varlıklar	233	251,6
Duran Varlıklar	1435,7	1.608,20
Aktif Toplamı	1668,7	1.859,90
Kısa Vadeli Yükümlülükler	162	67,1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	350,6	581,3
Öz kaynak	1.156,10	1.211,50
Pasif Toplamı	1.668,70	1.859,90
Gelir Tablosu Ana Kalemleri		
Milyon TL	31.12.2013	31.12.2014
Hasılat	371,2	234,1
Satışların Maliyeti	225,1	119,8
Brüt Kar / Zarar	146,1	114,3
Faaliyet Karı	146,7	91,5

Faaliyet Kar Marjı	40%	39%
Net Kar	116,2	86,8
Net Kar Marjı	31%	37%

Genel olarak Şirketin finansal tablolarına bakıldığında, İş GYO'nun aktif toplamı bir önceki döneme göre %11 artarak 1.859,9 milyon TL'ye ulaşmıştır. Net dönem kârı, geçen yılın aynı dönemine göre %25 oranında azalarak yaklaşık 87 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Geçen yıl kârının görece yüksek oluşu; otel satış gelirleri ile Çınarlı Bahçe konut satış gelirlerinin büyük bölümünün 2013 yılı kârına dahil edilmesinden kaynaklanmaktadır.

İş GYO'nun 2014 yılsonu itibarıyla portföy değeri %20 artışla 2,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Şirket, 200.000.000 TL ihraç tavanı dahilinde sırasıyla 8 Nisan 2014 tarihinde ve 9 Temmuz 2014 tarihinde ve İş Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi aracılığıyla nitelikli yatırımcılara satılmak üzere 100.000.000 TL nominal değerli toplam 200.000.000 TL, 2 yıl vadeli, değişken faizli, 3 ayda bir kupon ödemeli tahvil ihracı gerçekleştirmiştir.

Rasyo Analizi

Karlılık Oranları	2014	2013
Öz kaynak Karlılığı	0,07	0,10
Net Kar / Toplam Aktif	0,05	0,07
Varlık karlılığı	0,05	0,09
Ekonomik Rantabilite	0,14	0,29
Brüt Kar / Varlıklar	0,06	0,09
Faaliyet Karı / Net Satış	0,39	0,40
Brüt Karlılık	0,49	0,39
FVÖK / Satış	0,39	0,40
Net Kar / Net Satış	0,37	0,31
Satışların Maliyeti / Net Satış	0,51	0,61
Genel Yönetim Gideri/Net Satış	0,08	0,03

Şirketin öz kaynak karlılığı düşmesine rağmen net kâr marjını artırarak faaliyetlerini sürdürmesi tarafımızca olumlu addedilmiştir. Buna karşın, şirketin genel yönetim giderinin satışlara oranı artmıştır. Ancak şirketin, maliyetlerini etkin yönetmesinin bir sonucu olarak satılan malın maliyetinin satışlara rasyosu düşmüştür.

Likidite Rasyoları	2014	2013
Hazır Değerler/ Varlıklar	0,07	0,06
Hazır Değerler / Borçlar	0,19	0,20
Hazır Değerler/ Öz kaynaklar	0,10	0,09
Likidite Büyüklük	0,10	0,04
Cari Oran	3,75	1,44
Asit Test	3,69	1,41
Nakit Oranı	1,85	0,62
Stoklar/Dönen Varlıklar	0,02	0,02
Stoklar/Toplam Aktifler	0,04	0,02
Kısa Vadeli Alacak/ Dönen Varlıklar	0,16	0,15
Kısa Vadeli Alacaklar/Toplam Aktifler	0,02	0,02
Faizleri karşılama	16,51	4,74
Finansman gideri / Toplam Varlık	0,00	0,02

İş GYO'nun net işletme sermayesinin toplam varlıklara oranı şeklinde hesaplanan likidite rasyosundaki ciddi iyileşme şirkete yeni fırsatlar için olanak sunmaktadır. Hazır değerlerin sağladığı kaynağı etkin kullanan İş GYO, net finansman giderlerinin toplam varlıklara oranını bir önceki yıla göre düşürmüştür.

Faaliyet Oranları	2014	2013
Ciro kapasitesi rekabet gücü	0,13	0,22
Öz kaynak Devir Hızı	0,19	0,32
Dönem Karı Büyümesi	-0,25	0,78
Toplam Varlık Büyümesi	0,11	0,20
Öz kaynak Büyümesi	0,05	0,08
Ticari Borç Devir Hızı	22,22	10,09
Alacak Devir Hızı	4,98	6,52
İşletme Sermayesi Devir Hızı	0,93	1,59
Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	1,27	5,23
Yatırım amaçlı gayrimenkul Devri Hızı	0,15	0,27
Duran Varlık Devir Hızı	0,15	0,26

Faaliyet oranları bir bütün olarak değerlendirildiğinde, şirketin bir önceki yıl oluşan tek seferlik gelirinin etkisi görülmektedir. Otel satış gelirleri ile Çınarlı Bahçe konut satış gelirlerinin etkisine rağmen rekabet gücünü ölçen net satışların/ net işletme sermayesine oranı sektöre göre oldukça iyi seviyededir.

Varlık Kalitesi	2014	2013
Şüpheli Alacak /Ticari Alacak	0,02	0,02
Net Yabancı Para Pozisyonu/Toplam Varlık	0,01	0,01
Net Yabancı Para Pozisyonu/ Öz kaynaklar	0,03	0,01

Şirketin varlık kalitesi sektöre göre oldukça iyi seviyededir. Şüpheli alacakların son 10 yıllık geçmişine bakıldığında tahsil edilemeyen (ödemeden aciz vesikası alınan) bir iki firma dışında tahsilatlar genelde gerçekleştirilmiştir. Ayrıca şirketin yabancı para pozisyonunun da dengeli olması döviz kuru riskine karşı korunduğunun bir göstergesidir.

Finansal Yapı Oranları	2014	2013
Finansal kaldıraç (öz kaynak / Toplam Borç)	1,87	2,26
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Pasif	0,04	0,10
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Pasif	0,31	0,21
Uzun Vadeli Yabancı Kaynak / Devamlı Sermaye	0,32	0,23
Duran varlıklar / Toplam Borç	2,48	2,80
Duran varlıklar / Devamlı Sermaye	0,90	0,95
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Borç	0,10	0,32
Toplam finansal borç / Toplam Aktif	0,26	0,21
Piyasa değeri kaldırıcı	1,49	1,72
Kısa Vadeli Banka Kredileri / Toplam Kısa vadeli borçlar	0,85	0,83
Yatırım amaçlı gayrimenkuller / Uzun Vadeli yabancı kaynaklar	2,64	3,94
Toplam finansal borç / Yabancı Kaynaklar	0,74	0,68
Yedekler / Toplam Varlık	0,11	0,10
Maddi Duran Varlıklar + Yatırım Amaçlı gayrimenkuller / Toplam Aktif	0,83	0,83

2014 yılsonu verileri baz alındığında geçen yılın aynı dönemine göre kısa vadeli yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı oldukça düşmüştür. Aynı dönemde uzun vadeli yabancı kaynaklar ile kendini finanse etmeyi başarabilen İŞ 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 toplam borçluluğun arttığını göstermektedir. Bu oranın optimum dengede tutulması şirketin borç ödeme gücü ve sürdürülebilir kârlılık açısından önemlidir. Son olarak maddi ve maddi olmayan duran varlıkların toplam borca oranının bir önceki yıla göre iyileşmiş olması olumlu olarak düşünülmektedir.

Güçlü Yönler

Şirket, kira gelirlerinin para birimini çeşitlendirmiştir.

Kira sözleşmelerine istinaden hesaplanan kira bedellerinin para birimi dağılımı %37'si ABD Doları, %5'i Avro ve %58'i TL şeklinde olmaktadır. Kira geliri yaratan taşınmazlarda ortalama kira süresi 5 yıl olup, kira süreleri, anlaşmanın veya yatırım modelinin türüne bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir. Anahtar teslim geliştirilen projelerde ise yapılan anlaşmalarda kiralama süresi 15 yılın üzerine çıkabildiği gibi, yap- işlet-devret modeli gibi yatırım modellerinde ise daha uzun sürelerin söz konusu olabilmesi sürdürülebilir nakit akımı için bir avantajdır.

Kısa vadeli borçlanmanın nispeten düşük olması bir avantajdır.

Yabancı kaynakların vadelerine göre dağılımı likidite yönetimi açısından önem arz etmektedir. Şirket yönetiminin kısa, orta ve uzun vadeli fonlama ve likidite gereklilikleri için uygun bir likidite riski yönetimi oluşturmasının sonucu olarak toplam finansal yükümlülüklerin %12'lik kısmı 1 yıldan kısadır.

Alınan sipariş avansları toplam yabancı kaynakların %19'unu oluşturmaktadır.

Alınan sipariş avanslarının bilançoda yüksek yer tutması işletmeye duyulan güvenin en temel göstergesidir. Alınan avanslar üretilecek konutların satış bedelleri olması nedeniyle işletmeden nakit çıkışı yaratmadan gelecekte üretilecek konutların şimdiden satılması anlamına gelmektedir. Böylelikle düşük maliyetli fonlama ile kaynak maliyeti etkin bir şekilde yönetilmektedir.

Riskli Yönler

Şirketin faaliyet gösterdiği gayrimenkul sektörünün makroekonomik istikrarsızlıklara duyarlılığının yüksek olması:

Kredi kurumları tarafından tahsis edilen konut kredileri, kurumsal konut finansmanının temel kaynağıdır. Ekonomik istikrar, konut kredisi maliyetlerinin düşmesini ve vadelerin uzamasını sağlayabildiği ölçüde fiyata erişebilirliği ve dolayısıyla piyasanın gelişmesini destekleyebilmektedir. Siyasi ya da iktisadi dengesizliklerin bir sonucu olarak reel faiz oranlarının ve/veya enflasyonun artması konut kredisi talebinin gerilemesine neden olmaktadır. Toplam konut satışları içinde ipotekli satışın payının 2014 yılsonu itibarıyla %32 (ISGYO: %21) olduğu göz önüne alındığında, istikrarsızlık sektör ve dolayısıyla şirket satışları üzerinde bir risk teşkil etmektedir.

Yeni alınan ruhsatlarda katma değer vergisi oranlarının artmasının talebi olumsuz etkilemesi:

Haziran 2012 de KDV oranlarında yapılan bir değişikliğin konut fiyatlarını artırarak konut talebinde azalmaya yol açması ve sektörü olumsuz etkilemesinden endişe edilmektedir. 21.06.2012 tarihinde çıkarılan "Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" 150 metrekaresinin altındaki konut satışlarında uygulanmakta olan %1 KDV oranını yürürlükten kaldırarak, 1.06.2012 tarihinden sonra ruhsat alan yapılarda KDV oranını, arsa veya vergi değeri ile bulunduğu yer kriterlerine göre belirlenmesinde Bakanlar Kurulunu yetkili kılmıştır. Şirketin geliştirdiği projelerin çoğunluğunun bu yasadaki etkilenen coğrafyada bulunması şirket ve sektör için bir risk teşkil etmektedir.

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 en adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır.

Metodoloji

SAHA'nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analizin bileşenleri; 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 gayrimenkul yatırım ortaklıklarını 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 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 artırabilir.
(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 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, ihraççının 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 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 ödenemiyor.

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

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