

27 Eylül 2019

Kredi Derecelendirme Notu

Uzun vadeli (Ulusal):
(TR) AA+

Görünüm:
Stabil

Kısa Vadeli (Ulusal):
(TR) A1+

Görünüm:
Stabil

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İş Kuleleri, Kule 2, Kat: 13,
No:10/14, Beşiktaş, İstanbul

Tel: 0212 350 20 00

Faks: 0212 350 20 01

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

Derecelendirme Notu Gerekçesi

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., (“Şirket” veya “İş Yatırım”) Sermaye Piyasası Kurulu’nun III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği ve III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği kapsamında “Geniş Yetkili Aracı Kurum” olarak faaliyet göstermektedir. Bu kapsamda Şirket, yatırımcılara alım-satım aracılığının yanı sıra, kurumsal finansman, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi ve araştırma hizmetleri sunmaktadır.

1996 yılında kurulan Şirket 2007 yılında 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 (2 Ekim 2018):

Uzun Vadeli: (TR) AA+

Kısa Vadeli: (TR) A1+

Güçlü Yönler ve Riskler

Güçlü Yönler

- Güçlü ortaklık yapısı
- Çeşitlendirilmiş ürün/hizmetler
- Pazardaki konumu ve yatırımcılara ulaşım kapasitesi
- Güçlü özkaynak seviyesi

Riskler

- Siyasi ve makro-ekonomik değişkenlere bağlı olarak iş hacminde daralma riski
- Sektörden yatırımcı çıkışları
- Fiyat odaklı rekabet

Görünüm

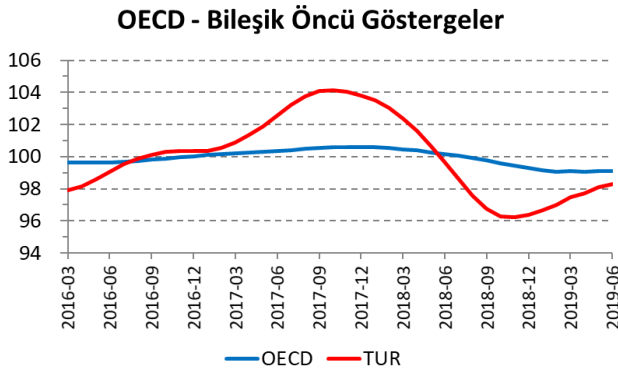
Bir önceki derecelendirme döneminden bu yana sermaye piyasalarının dalgalı bir seyir izlediği bir ortamda Şirket, genel karlılık performansını artırmıştır. Mevcut kur riskinin mali açıdan önemli etki yaratmayacak seviyede olduğu değerlendirilmektedir. Aracı kurumlar sektöründe uzun yıllara dayanan itibarlı bir konuma sahip İş Yatırım’ın finansmana erişim kabiliyeti ve ana ortak Türkiye İş Bankası A.Ş.’nin kurumsal desteğinin yanı sıra stres senaryosunda risk azaltıcı etkisi dikkate alınarak 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 tarihlere 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 toparlanma 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 artmasına neden olmuştur. 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 önce Temmuz 2019 para politikası toplantısında 425 bps ve ardından Eylül 2019 para politikası toplantısında 325 bps olmak üzere toplam 750 bps indirmeye gidilmiş ve politika faizi yüzde 16,50 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 yılına 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 indirmeye gidileceği beklentisini güçlendirmiş ve nihayetinde Temmuz toplantısında 11 yıl sonra ilk kez 25 bps indirmeye

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>2019-Q1</u> -2,4% (rev)	<u>2019-Q2</u> -1,5%	Gayrisafı Yurt İçi Hasıla ikinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak (2009=100), 2019 yılının ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %1,5 azaldı. (Yüzde 2,6 küçülme olarak açıklanan 2019 Q1 büyüme verisi 02.09.2019 tarihinde yüzde 2,4 küçülme olarak revize edildi) Diğer yandan, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış GSYH zincirlenmiş hacim endeksi, bir önceki çeyreğe göre yüzde 1,2 artmıştır.
İşsizlik (TÜİK)	<u>2019/05</u> 12,8%	<u>2019/06</u> 13,0%	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaştakilerde işsiz sayısı 2019 yılı Haziran döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 938 bin kişi artarak 4 milyon 253 bin kişi oldu. İşsizlik oranı 2,8 puanlık artış ile %13,0 seviyesinde gerçekleşti. Aynı dönemde; tarım dışı işsizlik oranı 3,2 puanlık artış ile %15,3 olarak tahmin edildi. Genç nüfusta (15-24 yaş) işsizlik oranı 5,4 puanlık artış ile %24,8 olurken,15-64 yaş grubunda bu oran 2,9 puanlık artış ile %13,3 olarak gerçekleşti.
Enflasyon - TÜFE - ÜFE (TÜİK)	<u>2019/07</u> 16,65% 21,66%	<u>2019/08</u> 15,01% 13,45%	TÜFE'de (2003=100) 2019 yılı Ağustos ayında bir önceki aya göre %0,86, bir önceki yılın Aralık ayına göre %7,35, bir önceki yılın aynı ayına göre %15,01 ve on iki aylık ortalamalara göre %19,62 artış gerçekleşti. Yurt içi üretici fiyat endeksi (Yİ-ÜFE), 2019 yılı Ağustos ayında bir önceki aya göre %0,59 düşüş, bir önceki yılın Aralık ayına göre %6,39, bir önceki yılın aynı ayına göre %13,45 ve on iki aylık ortalamalara göre %30,51 artış gösterdi.
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>2019/06</u> -548	<u>2019/07</u> 1.158	Bir önceki yılın Temmuz ayında 2.178 milyon ABD doları açık veren cari işlemler hesabı, bu yılın aynı ayında 1.158 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda, on iki aylık cari işlemler hesabı 4.445 milyon ABD doları fazla vermiştir
Sanayi Üretim Endeksi (TÜİK)	<u>2019/06</u> -3,7% (rev)	<u>2019/07</u> -1,2%	Takvim etkisinden arındırılmış Sanayi Üretim Endeksi 2019 Temmuz döneminde bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 1,2 düşüş göstermiştir. Temmuz 2019'da bir önceki aya göre ise yüzde 4,3 artış gerçekleşmiştir.
Türkiye PMI (İSO-IHS Markit)	<u>2019/07</u> 46,7	<u>2019/08</u> 48,0	Eşik değer olan 50'nin üzerinde ölçülen tüm rakamların sektörde iyileşmeye işaret ettiği anket sonuçlarına göre, Temmuz ayında 46,7 olarak kaydedilen İstanbul Sanayi Odası Türkiye İmalat PMI endeksi Ağustos ayında 48,0 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu sonuçla endeks değeri art arda 17. kez eşik değerinin altında sonuçlanmıştır.
Tüketici Güven Endeksi (TÜİK, TCMB)	<u>2019/07</u> 56,5	<u>2019/08</u> 58,3	Tüketici eğilim anketi sonuçlarından hesaplanan mevsim etkilerinden arındırılmış tüketici güven endeksi, Temmuz ayında bir önceki aya göre yüzde 3,1 oranında artmıştır. Haziran ayında 56,5 olan endeks değeri Temmuz ayında 58,3 olarak açıklanmıştır.

Gösterge	Önceki Değer	Güncel Değer	Açıklama
Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu (BDDK)	<u>2019/06</u> 4,36%	<u>2019/07</u> 4,42%	Temmuz 2019 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü 4.169.894 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. (Haziran: 4.233.955 milyon TL) Bu dönemde krediler 2.489.509 milyon TL (Haziran: 2.539.782 milyon TL) mevduat ise 2.260.373 milyon TL olarak sonuçlanmıştır. (Haziran: 2.272.575 milyon TL)
Bankacılık Sermaye Yeterlilik Rasyosu (BDDK)	<u>2019/06</u> 17,73%	<u>2019/07</u> 18,19%	Temmuz 2019 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün özkaynak toplamı 454.546 milyon TL olmuştur. (Haziran: 449.428 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>2019/07</u> 17.927	<u>2019/08</u> 26.246	Türkiye'de otomobil ve hafif ticari araç satışları Ağustos ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 24 azalarak 26.246 birime gerilemiştir. Bu sonuçla otomobil ve hafif ticari araç toplam satışları 2019 yılı Ocak- Ağustos döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 46 azalarak 239.317 birime gerilemiştir.
Euro Bölgesi İmalat PMI (IHS Markit)	<u>2019/07</u> 46,5	<u>2019/08</u> 47,0	İmalat sektörü göstergesi 2019 Ağustos ayında 47,0 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuçla PMI verisi art arda yedinci ayda daralmayı işaret etmiştir. PMI göstergesinde 50 seviyesinin altı sektörde daralma sinyali verirken, 50 ve üzeri büyümeyi işaret etmektedir.

2018 yılında ABD-Çin ticaret savaşları, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden anlaşmasız ayrılması tartışmaları, FED'in faiz politikası, jeopolitik riskler ve petrol fiyatları risk iştahında ve global piyasaların yönünde belirleyici unsurlar olmuştur. 2019 yılında bahsi geçen etkenler gündemdeki yerlerini korurken, global ekonomide yavaşlama belirtileri, Arjantin'de yaşanan ekonomik gelişmeler, başta Doğu Akdeniz ve Hürmüz Boğazı olmak üzere artan jeopolitik riskler ve bu risklerin enerji piyasasına olası etkileri finansal piyasaların yakından takip ettiği hususlar olarak öne çıkmaktadır.

Türk varlıkları ise 2018 yılında mevcut global etkilerin yanı sıra yıl içinde yaşanan kur volatilitesi, Merkez Bankası'nın para politikası hamleleri ve seçim kaynaklı belirsizliklerin etkisi ile dalgalı bir seyir izlemiştir. Bu ortamda; Borsa İstanbul verilerine göre 2018 yılında, pay senedi alım satım işlem hacmi bir önceki yıla göre yüzde 35,8, vadeli işlem ve opsiyon piyasası (VİOP) hacmi yüzde 51,8 ve varant alım satım işlem hacmi yüzde 72,3 oranında artmıştır.

Kurumsal finansman faaliyetleri incelendiğinde; SPK verilerine göre 2018 yılında toplam 9 adet halka arz işlemi gerçekleştirilmiştir. 06/2019 itibarıyla ise 3 halka arz işlemi sonuçlanmıştır. Borsa İstanbul verilerine göre 2017 yılında 129,4 milyar TL olan borçlanma araçları ihraç hacmi 2018 yıl sonu itibarıyla 179 milyar TL seviyesine gelmiştir.

2018 yılında birleşme ve devir alma işlem hacmi bir önceki yıla göre yüzde 50 seviyesinde artış göstererek 13,9 milyar usd olarak sonuçlanmıştır. 2019 yılının ilk yarısında ise toplam 3,1 milyar usd tutarında birleşme ve devir alma gerçekleşmiştir. Bu tutarın içinde yabancı yatırımcının payı yüzde 71 olmuştur.

SPK verilerine göre yönetilen toplam yatırım fonları büyüklüğü 2017 yılında 55,5 milyar TL iken 2018 yıl sonu itibarıyla 46,5 milyar TL ye gerilemiştir. 06/2019 itibarıyla ise 68,2 milyar TL'ye yükselmiş olup bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 15 artış göstermiştir. Emeklilik fonlarında ise 2017 yılında 76,8 milyar TL olan toplam fon büyüklüğü 2018 yıl sonunda 88,4 milyar TL seviyesine gelmiştir. 2019 yılının ilk yarısı itibarıyla artış devam etmekte olup 06/ 2018 de 80,9 milyar TL olan emeklilik fonları 06/ 2019 da 106 milyar TL ye yükselmiştir.

Kredili işlemlere bakıldığında; Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından yayımlanan verilere göre aracı kurumların müşterilerine kullandığı kredi bakiyesi 2017 yıl sonunda 2,1 milyar TL iken özellikle 2018 Q1 sonrası düşüş trendine girerek 2018 yıl sonunda 1,8 milyar TL seviyesine gerilemiştir.

Şirket Hakkında

1996 yılında kurulan İş Yatırım, müşterilerine sermaye piyasası araçlarının alım satımına aracılık, yatırım danışmanlığı, portföy yönetimi, kurumsal finansman ve araştırma hizmetleri sunmaktadır. İş Yatırım'ın 7'si İstanbul, 3'ü Ankara ve 2'si İzmir'de olmak üzere, Adana, Antalya, Bursa, Eskişehir, Gaziantep, Diyarbakır ve Kayseri ile birlikte toplam 19 şubesi bulunmaktadır. Şirket'in ana hissedarı Türkiye İş Bankası A.Ş.'dir. 30.06.2019 itibarıyla 343 çalışanı (12/2018: 342) bulunan Şirket'in güncel sermaye yapısı aşağıda verilmiştir:

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Grup Şirketleri	256.528.265	72,3%
Fiili Dolaşımdaki Paylar	98.471.735	27,7%
Toplam	355.000.000	100,00%

Şirketin çıkarılmış sermayesi tamamı ödenmiş 355.000.000 TL'dir. Bu sermaye, her biri 1 TL değerinde 355.000.000 ayrılmıştır. Payların 150.000 adedi (A) Grubu, 354.850.000 adedi (B) Grubudur. Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin maliki olduğu A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyeleri'nin seçiminde aday gösterme imtiyazları bulunmaktadır. Yönetim Kurulu'nun 6 üyesi A Grubu payların çoğunluğu tarafından gösterilecek adaylar arasından, 3 üyesi B Grubu payların göstereceği adaylar arasından seçilmektedir. Söz konusu imtiyazın haricinde, oy kullanımına ilişkin imtiyaz bulunmamaktadır.

2007 yılında halka arz olunan Şirket "İSMEN" kodu ile Yıldız Pazar'da işlem görmektedir. Şirket, Borsa İstanbul'da BIST Tüm (XUTUM), BIST Temettü (XTMTU), BIST TUM-100 (XTUMY), BIST Mali (XUMAL) ve BIST Yıldız (XYLDZ) endekslerine dahil bulunmaktadır.

Şirket'in, pazar bilgileri kamuya açık olan ürün/faaliyetlerine ilişkin Şirket tarafından sağlanan verilere göre; İş Yatırım, Borsa İstanbul Pay Piyasası işlem hacminde 2018 yılında yüzde 7,8 pay ile üçüncü, 06/2019 döneminde ise yüzde 7,7 pay ile dördüncü sırada yer almıştır. VİOP işlem hacminde 2018 yıl sonunda ve 06/2019 dönemlerinde sırasıyla yüzde 12,2 ve yüzde 11,5 pay ile ikinci sırada yer almıştır. Kredili Menkul Kıymet işlemlerinde ortalama kredi büyüklüğü baz alındığında, 2018 yılı pazar payı yüzde 13,6 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, Ödünç Pay Piyasasında 2018 yılında yüzde 8,8 pay ile pazarda dördüncü, 06/2019 döneminde ise yüzde 6,8 pay ile beşinci sıradadır.

İş Yatırım, Özel Sektör Tahvil ihraçlarına aracılık işlem büyüklüğünde 2018 yılında yüzde 11,0 pay ile üçüncü, 06/2019 döneminde ise yüzde 12,5 pay ile ilk sırada yer almıştır. 2018 yılında Şirket'in lider kurum olduğu Aselsan'ın ikincil arzıyla toplanan fon büyüklüğü 2,9 milyar TL olmuştur. 06/2019 itibarıyla Şirket'in aracılık ettiği halka arz işlemi bulunmamaktadır.

İş Yatırım'ın bağlı ortaklığı olan İş Portföy'ün yönetilen konsolide varlık büyüklüğünde yatırım fonları ve emeklilik fonları toplamına göre 2018 sonunda yüzde 18,7 ve 06/2019 döneminde yüzde 18,1 pazar payı bulunmaktadır.

Şirket'in bağlı ortaklıklarına ilişkin bilgiler aşağıda verilmiştir:

İştirak Ünvanı	İştirak Sermayesi	Pay Oranı (%)	Nominal Pay Oranı
Maxis Investments Ltd.	6.500.000 GPB	100,0	6.500.000 GPB
Maxis Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.	5.000.000 TL	100,0	5.000.000 TL
Efes Varlık Yönetim A.Ş.	40.000.000 TL	74,0	29.600.000 TL
İş Portföy Yönetimi A.Ş.	65.000.000 TL	70,0	45.500.000 TL
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	74.652.480 TL	29,0	21.654.296 TL
İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.	160.599.284 TL	28,9	46.454.101 TL

Maxis Investments Ltd.: Sermayesinin tamamı İş Yatırım'a ait olan aracı kurum uluslararası sermaye piyasalarında faaliyette bulunmak üzere Londra'da kurulmuştur. 2006 yılında faaliyet lisansını alan şirket 2007 yılında faaliyetlerine başlamıştır

Maxis Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.: Girişim sermayesi yatırım fonları kurulması ve yönetilmesi faaliyetlerini yürütmektedir 2017 yılında kurulan şirket Mayıs 2018 de faaliyet iznini almıştır.

Efes Varlık Yönetimi A.Ş.: 2011 yılında kurulan Efes Varlık Yönetim A.Ş. finansal kuruluşların sorunlu alacaklarının satın alınması, tahsilatı ve sorunlu firmaların finansal yeniden yapılandırılması alanında faaliyet göstermektedir.

İş Portföy Yönetimi A.Ş.: 2000 yılında kurulan şirketin faaliyet konusu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri kapsamında sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyleri, müşterilerle portföy yönetim sözleşmesi yapmak suretiyle ve vekil sıfatı ile yönetmek ve sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunmaktır. Şirket ayrıca portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında yerli ve yabancı yatırım fonları, yatırım ortaklıkları ile yerli ve yabancı özel ve tüzel kişilerle yatırım şirketleri ve benzeri girişimlerin portföylerini de mevzuat hükümleri dairesinde yönetebilmektedir.

İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.: 2000 yılında kurulan şirketin faaliyet konusu, esas olarak Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan girişim şirketlerine yapılan uzun vadeli yatırımlar yapmaktır.

İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.: 1995 yılında kurulan şirketin faaliyet konusu, ilgili mevzuatla belirlenmiş ilke ve kurallar çerçevesinde sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan karma bir portföyü işletmektir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Yönetim Kurulu		
Üye	Görevi	Şirket Dışında Aldığı Görev
Senar Akkuş	Yönetim Kurulu Başkanı	T. İş Bankası A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı, İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı
Kemal Serdar Dişli	Yönetim Kurulu Başkan Vekili	T. İş Bankası A.Ş. İstanbul Kurumsal Şube Müdürü
Mete Uğurlu	Yönetim Kurulu Üyesi	-
Hilmi Selçuk Çepni	Yönetim Kurulu Üyesi	T. İş Bankası A.Ş. Kozyatağı Kurumsal Şube Müdürü
Prof. Refet Soykan Gürkaynak	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	Bilkent Üniversitesi Ekonomi Bölümü Başkanı
Işıl Dadaylı	Yönetim Kurulu Üyesi	T. İş Bankası A.Ş. Sermaye Piyasaları Bölüm Müdürü
Erda Gerçek	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi
Volkan Kublay	Yönetim Kurulu Üyesi	T. İş Bankası A.Ş. İştirakler Bölümü Birim Müdürü
Tuba Tepret	Yönetim Kurulu Üyesi	T. İş Bankası A.Ş. Özel Bankacılık Pazarlama ve Satış Bölüm Müdürü

Başlıca Finansal Göstergeler

Bilanço (000 TL)	2016	2017	2018	Δ 2017		Δ 2018		Haz.18	Haz.19
Dönen Varlıklar	6.327.637	7.510.183	6.194.908	18,7%	▲	(17,5%)	▼	8.099.808	5.516.510
Nakit ve nakit benzeri	3.938.349	3.879.421	3.260.526	(1,5%)	▼	(16,0%)	▼	3.584.233	2.104.072
Finansal yatırımlar	400.939	760.714	758.592	89,7%	▲	(0,3%)	▼	1.181.063	787.156
Ticari alacaklar	1.737.539	2.499.513	1.682.374	43,9%	▲	(32,7%)	▼	2.785.423	2.274.008
Diğer Alacaklar	108.799	146.316	172.637	34,5%	▲	18,0%	▲	299.177	139.980
Stoklar	68.477	61.699	64.898	(9,9%)	▼	5,2%	▲	64.148	71.204
Türev Araçlar	24.892	108.780	156.279	337,0%	▲	43,7%	▲	153.001	93.459
Diğer Dönen Varlıklar	36.634	42.428	87.561	15,8%	▲	106,4%	▲	21.099	35.232
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	12.008	11.312	12.042	(5,8%)	▼	6,5%	▲	11.664	11.399
Duran varlıklar	190.264	163.310	175.774	(14,2%)	▼	7,6%	▲	186.104	200.943
Maddi Duran Varlıklar	34.191	41.684	35.169	21,9%	▲	(15,6%)	▼	39.506	32.256
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	57.095	57.473	55.092	0,7%	▲	(4,1%)	▼	55.272	53.431
Finansal Yatırımlar	34.783	34.491	57.208	(0,8%)	▼	65,9%	▲	49.621	47.554
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	21.884	19.335	14.637	(11,6%)	▼	(24,3%)	▼	17.071	10.115
Ertelenmiş Vergi Varlığı	40.579	9.496	12.336	(76,6%)	▼	29,9%	▲	23.169	14.590
Diğer	1.732	830	1.333	(52,1%)	▼	60,5%	▲	1.465	42.997
Toplam Aktif	6.517.901	7.673.494	6.370.683	17,7%	▲	(17,0%)	▼	8.285.913	5.717.453
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.427.759	6.571.650	5.132.643	21,1%	▲	(21,9%)	▼	7.212.309	4.368.822
Finansal borçlar	3.821.552	4.193.024	3.342.129	9,7%	▲	(20,3%)	▼	4.241.613	2.114.634
U.V Finansal Borçların K.V Kısımları	21.551	24.715	23.770	14,7%	▲	(3,8%)	▼	110.372	21.411
Ticari borçlar	1.421.439	2.210.530	1.586.588	55,5%	▲	(28,2%)	▼	2.578.724	2.073.258
Türev araçlar	101.466	60.399	112.129	(40,5%)	▼	85,6%	▲	221.941	45.155
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	61.752	82.983	68.027	34,4%	▲	(18,0%)	▼	59.659	114.363
Uzun Vadeli Yükümlülükler	209.815	126.052	152.947	(39,9%)	▼	21,3%	▲	115.389	156.713
Finansal Borçlar	171.036	95.621	127.869	(44,1%)	▼	33,7%	▲	97.358	128.978
Diğer	38.780	30.431	25.078	(21,5%)	▼	(17,6%)	▼	18.031	27.735
Özkaynaklar	880.326	975.792	1.085.092	10,8%	▲	11,2%	▲	958.214	1.191.918
Ödenmiş Sermaye	355.000	355.000	355.000	0,0%	—	0,0%	—	355.000	355.000
Diğer	17.553	16.914	41.752	(3,6%)	▼	146,9%	▲	38.171	66.737
Kardan kısıtlanmış yedek	53.180	62.347	83.855	17,2%	▲	34,5%	▲	82.929	104.849
Geçmiş Yıl Karları	92.980	90.642	102.976	(2,5%)	▼	13,6%	▲	103.901	191.333
Dönem Karı	53.892	156.975	221.701	191,3%	▲	41,2%	▲	105.190	203.188
Kontrol gücü olmayan paylar	307.721	293.914	279.807	(4,5%)	▼	(4,8%)	▼	273.023	270.810
Toplam Pasif	6.517.901	7.673.494	6.370.683	17,7%	▲	(17,0%)	▼	8.285.913	5.717.453

(Kaynak: Rasyonet)

Gelir tablosu (000 TL)	2016	2017	2018	Δ 2017		Δ 2018		Haz.18	Haz.19
Hasılat	47.791.765	49.200.993	45.139.712	2,9%	▲	(8,3%)	▼	24.975.271	101.900.331
Satışların Maliyeti	47.352.819	48.622.886	44.412.494	2,7%	▲	(8,7%)	▼	24.638.938	101.399.229
Brüt Kar	438.947	578.108	727.218	31,7%	▲	25,8%	▲	336.333	501.102
Faaliyet Giderleri (Arge+Pazarlama+Genel Gider)	355.824	347.987	372.459	(2,2%)	▼	7,0%	▲	184.269	217.072
Net Esas Faaliyet Kârı	83.123	230.120	354.759	176,8%	▲	54,2%	▲	152.063	284.030
Esas faaliyetlerden diğer gel./gid.	(11.281)	(4.612)	4.947	(59,1%)	▼	(207,3%)	▼	6.122	3.733
Esas Faaliyet Kârı	71.842	225.508	359.706	213,9%	▲	59,5%	▲	158.185	287.763
Öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan K/Z	(4.052)	(2.388)	(4.698)	(41,1%)	▼	96,7%	▲	(2.224)	(4.523)
Finansman Öncesi Faaliyet Karı	67.790	223.120	355.008	229,1%	▲	59,1%	▲	155.961	283.240
Finansman geliri	53.206	50.047	75.932	(5,9%)	▼	51,7%	▲	24.125	50.810
Finansman gideri	66.507	73.851	132.483	11,0%	▲	79,4%	▲	38.348	54.146
Vergi öncesi kar	54.489	199.316	298.457	265,8%	▲	49,7%	▲	141.738	279.904
Vergi	20.765	44.464	64.172	114,1%	▲	44,3%	▲	30.128	56.507
Sürdürülen Faaliyetler Dön K/Z	33.724	154.852	234.285	359,2%	▲	51,3%	▲	111.610	223.396
Durdurulan Faaliyetler ile İlgili Net Dönem Karı	-	-	-	-	—	-	—	-	-
Net Kar	33.724	154.852	234.285	359,2%	▲	51,3%	▲	111.610	223.396

(Kaynak: Rasyonet)

Mali Rasyolar

Başlıca Finansal Rasyolar	2016	2017	2018	Haz.18	Haz.19
Ana Ortaklık Özkaynak Kârlılığı (Dönem kârı / Özkaynak)	0,09	0,23	0,28	0,15	0,22
Net Kâr / Toplam Aktif	0,01	0,02	0,03	0,01	0,04
Esas Faaliyet Karı / Toplam Aktif	0,01	0,03	0,06	0,02	0,05
Gider / Gelir (Gen.Yön.Gid + Paz. Gid. +ArGe Gid.) / Brüt Kar	0,81	0,60	0,51	0,55	0,43
Nakit + Finansal Yatırımlar (KV) / Toplam Yükümlülük	0,77	0,69	0,76	0,65	0,64
Nakit + Finansal Yatırımlar (KV)/ Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,80	0,71	0,78	0,66	0,66
Cari Oran (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,17	1,14	1,21	1,12	1,26
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar / Toplam Aktifler	0,27	0,33	0,26	0,34	0,40
Finansal Kaldıraç (Toplam Öz kaynak / Toplam Borç)	0,16	0,15	0,21	0,13	0,26
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Pasif	0,83	0,86	0,81	0,87	0,76
Toplam Finansal Borç / Toplam Aktif	0,61	0,56	0,54	0,52	0,39

Kaynak: (Rasyonet)

Şirket'in "hasılat" kalemi; brüt satış gelirleri, esas faaliyetlerden faiz ve vadeli işlem gelirleri neti, hizmet (komisyon) gelirleri neti ve esas faaliyetlerden diğer gelirler netinden oluşmaktadır. 2018 yılında bir önceki yıla kıyasla brüt satış hacminde yüzde 8,48 azalma görülmesine karşın net satış gelirlerini (brüt satışlar – satışların maliyeti) yüzde 50,32 artışla 226,4 mio TL seviyesine yükseltmiştir. 06/2019 da özellikle kamu borçlanma araçları satış hacmindeki yükseliş sebebiyle brüt satış gelirleri yüzde 310,49 artışla 101,5 milyar TL ye yükselirken net satış gelirleri Q2 2018'e göre yüzde 45,05 artış ile 141,8 mio TL olarak sonuçlanmıştır. Bununla birlikte 2018 yıl sonunda bir önceki yıla göre net gelirin faaliyet giderlerini karşılama oranında görülen iyileşme 06/2019 itibarıyla devam etmektedir. Konsolide karlılık performansında bir önceki derecelendirme dönemine baz oluşturan 2017 yıl sonuna göre görülen iyileşmenin yanı sıra Şirket'in konsolide edilmemiş karlılığını da artırdığı görülmektedir. Aşağıdaki tablo İş Yatırım'ın kamuya açıkladığı bağımsız denetim raporlarına göre Şirket'in ana ortaklık konsolide karının kaynak dağılımını göstermektedir.

(Mio TL)	Solo Kar	İştiraklerden Gelen Kar	Eliminasyon Düzeltmesi	Konsolide Kar
2017 YE	165,3	5,4	-13,7	157,0
2018 YE	226,4	17,6	-22,3	221,7
Q2 2018	118,7	10,6	-24,1	105,2
Q2 2019	215,4	12,4	-24,6	203,2

06/2019 da 2018 yıl sonuna oranla işlem hacmine paralel olarak artan ticari alacaklar ve ticari borçlar ağırlıklı olarak müşteri hesaplarının Şirket bilançosunda taşınıyor olmasından kaynaklanmaktadır. 06/2019 döneminde şüpheli alacak tutarı 23,7 mio TL seviyesinde olup tamamına karşılık ayrılmıştır. 2,27 milyar TL olan ticari alacakların 213 mio TL si ise İş Yatırım'ın yüzde 74 oranında iştirak ettiği Efes Varlık Yönetim A.Ş.'nin bankalardan satın aldığı sorunlu alacaklardır.

2017, 2018 ve 06/2019 dönemleri baz alındığında Şirket'in kaldıraç kullanımının düştüğü özkaynak seviyesinin arttığı görülmektedir. 2018 yıl sonunda kısa vadeli finansal borçlarının yüzde 42'si Takasbank Para Piyasası'na olan borçlardan ve yüzde 47'si kısa vadeli finansman bonusu borçlarından oluşmakta iken 06/2019'da kısa vadeli finansman bonusu borçlarının toplam kısa vadeli finansal borçlar içindeki payı yüzde 80 seviyesine gelmiştir.

Bağımsız denetim raporlarına göre 12/2017 de (+) 12,3 mio TL olan net yabancı para varlık yükümlülük pozisyonu, 12/2018 döneminde (-) 32,7 mio TL olarak sonuçlanmıştır. 06/2019 itibarıyla ise Şirket (-) 11,7 mio TL net yabancı para varlık yükümlülük pozisyonu taşımaktadır. Bilanço büyüklüğü göz önüne alındığında söz konusu tutarın yönetilebilir seviyelerde olduğu düşünülmektedir.

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; 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. 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 etkilenebilir 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 Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin iş birliğiyle sağlanan ve hem de İş Yatırım Menkul Değerler 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 aksettirmesinden 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 Yatırım Menkul Değerler 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