

**2 Kasım 2020**

**Kredi Derecelendirme Notu**

**Uzun vadeli (Ulusal):  
(TR) A+**

**Görünüm:  
Stabil**

**Kısa Vadeli (Ulusal):  
(TR) A1**

**Görünüm:  
Stabil**

**Geçerlilik Tarihi:  
2 Kasım 2021**

**Setaş İnşaat Ticaret ve  
Sanayi A.Ş.**

Nasuh Akar Mah., Türk Ocağı  
Cad., 1400. Sok., No: 34/3,  
Balgat, Ankara

Tel: +90 (312) 287 38 38  
Faks: +90 (312) 287 57 77

<http://www.setas.net>

**Derecelendirme Notu Gerekçesi**

1975 yılında kurulan Setaş İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş., (“Şirket” veya “Setaş”) inşaat ve taahhüt işleri yapmaktadır. Kuruluşundan bu yana ağırlıklı olarak Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü’nün (“DSİ”) altyapı inşaat işlerini yapan Şirket, Millî Savunma Bakanlığı, Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş. (“BOTAŞ”) ve Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü gibi kurumların projelerinde de yer almıştır. Ayrıca Setaş, aynı gruba bağlı olduğu bir diğer firma olan Çinigaz Doğalgaz Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (“Çinigaz”) Kütahya bölgesindeki doğalgaz dağıtım şebekesi yatırımlarını üstlenmiştir. Çinigaz 2004 yılından itibaren Kütahya ve ilçelerinde 30 yıl süre ile doğal gaz dağıtım ve satışı yapmak üzere Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu’ndan (EPDK) dağıtım lisansı almıştır.

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) A+ olarak revize edilmiş ve kısa vadeli notu (TR) A1 olarak teyit edilmiştir.

**Önceki Not (22 Ekim 2019):**

Uzun Vadeli: (TR) A

Kısa Vadeli: (TR) A1

**Görünüm**

2020 yılında hareketlenen konut piyasasına rağmen inşaat sektöründe 2018 yılından başlayarak kendini gösteren daralma 2020 yılı ikinci çeyreği itibarıyla devam etmektedir. Setaş’ın, finansman maliyetleri, finansmana erişim, kur hareketleri ve genel alım gücünün belirleyici olmaya devam ettiği sektörün genel görünümünden pozitif ayrıştığı değerlendirilmektedir. Banka kredisi ve yabancı para cinsinden yükümlülüğü bulunmayan Şirket’in mali rasyoları genel olarak bir önceki derecelendirme dönemine göre gelişim göstermiştir.

1975 yılında kurulan Şirket, kuruluşundan bu yana 1,2 milyar TL lik taahhüt işi tamamlamıştır. Portföyünde devam eden, DSİ ve Çinigaz’ın işveren olduğu toplam 512 mio TL lik altyapı inşaatı projesi bulunmaktadır. Alacak/portföy konsantrasyonu görülmekle birlikte işveren kurumlar dikkate alındığında hakediş tahsil kabiliyetinin yüksek olduğu değerlendirilmektedir.

Ayrıca, Şirket’in derecelendirme dönemi içinde kurumsal yönetim uygulamaları açısından yaptığı iyileştirmeler tarafımızca olumlu değerlendirilmiştir.

Tüm bu faktörler dikkate alınarak görünümü “**Stabil**” olarak belirlenmiştir. Diğer yandan, Covid-19 salgını ile birlikte küresel ticaret ortamında ve para piyasalarında son dönemde görülen olağanüstü gelişmeler pandeminin olası ekonomik sonuçlarını belirsiz kılmaktadır. Ayrıca, artan bütçe açıklarının, kısa vadeli risklerin ve belirsizliklerin önümüzdeki süreçte altyapı yatırım kararları üzerinde olumsuz etki yaratması riski mevcuttur. Gelişmeler tarafımızca yakından takip edilmekte olup gözetim dönemi süresince Şirket’e olası etkileri değerlendirilecektir.

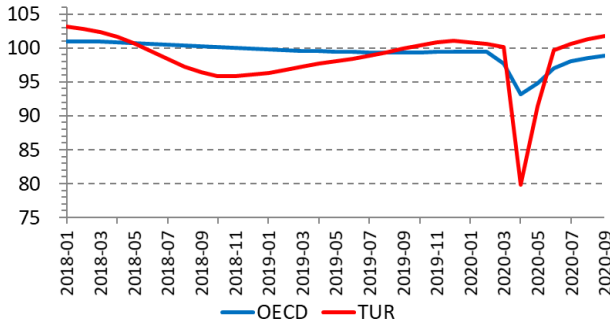
## Makro Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

Uluslararası Para Fonu (IMF), Dünya Bankası ve Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD) gibi uluslararası kuruluşların 2020 ve 2021 yıllarına ait en güncel ve bir önceki küresel büyüme öngörülerine yer aşağıda yer verilmiştir:

Kurum	Kaynak	2020		2021	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Ekim 2020 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Haziran 2020)	-4,4% ↑	-4,9%	5,2% ↓	5,4%
Dünya Bankası	Haziran 2020 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Ocak 2019)	-5,2% ↓	2,5%	4,2% ↑	2,6%
OECD	Eylül 2020 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Haziran 2020 Ekonomik Değerlendirme Raporu)	-4,5% ↑	-6,0%	5,0% ↓	5,2%

2020 yılı ikinci çeyrek itibarıyla dünya ekonomisinde büyük depresyondan beri yaşanan en ciddi daralmaya yol açan yeni tip korona virüs (Covid-19) pandemisi altında dünya ekonomisine ilişkin tahminler, pandemide yeni bir dalganın varlığına ve boyutuna göre farklılıklar göstermektedir.

### OECD - Bileşik Öncü Göstergeler



OECD, Eylül küresel görünüm raporunda 2020 yılı için küçülme beklentisini yüzde -6,0'dan yüzde -4,5'e görece artırmış olmasına karşın yüksek düzeyde belirsizliğin devam ettiğine dikkat çekmiştir. Yılın ilk yarısında %20 seviyelerini aşan daralmaların yaşandığı gelişmiş ve kimi gelişmekte olan ülkelerde acil önlem paketleri ve yaz başında kısıtlamaların büyük ölçüde kalkmasıyla ekonomik canlanmaya tanık olunmakla birlikte, yaz sonu itibarıyla ikinci dalganın etkilerinin hissedilmeye başlanması, yer yer kısıtlamaların ve ekonomik durgunluğun yeniden başlayacağı beklentisini beraberinde getirmektedir. Eylül raporunda başta Çin olmak üzere, ABD ve AB'ye ilişkin

beklentiler yukarı yönlü revize edilirken Hindistan, Meksika ve Güney Afrika'nın gelirinin beklenenden daha düşük gerçekleşeceği belirtilmiştir. 2021 tahminini yüzde 0,2 düşürerek yüzde 5,0 olarak revize eden OECD buna karşın, yatırımlar ve uluslararası ticaretin zayıf seyrini göz önüne alarak 2021 sonunda çoğu ekonominin 2019 seviyesinin altında kalacağını öngörmektedir.

2018 yılı ortalarında OECD ülkeleri ile birlikte 100,00 eşik değerinin altındaki daralma alanına giren Türkiye öncü göstergeleri, 2020 ilk çeyrek sonu itibarıyla Covid-19 salgınının etkileri sonucunda yine eşanlı olarak yönünü sert bir şekilde aşağı çevirmiştir. Mayıs ayı itibarıyla toparlanmaya başladığı görülen öncü göstergelere göre Temmuz ayında Türkiye 100 eşik değerinin üstüne çıkarken Eylül itibarıyla OECD ve belli başlı ekonomilerin halen eşik değerinin altında seyrettikleri görülmektedir. 2020 yılı boyunca eşik değerinin altında seyreden Çin ise Eylül ayında eşik değerini üzerine çıkmıştır.

ABD Merkez Bankası FED, 2020 Mart başında Covid-19 salgınının ekonomik etkilerine ilişkin endişelerinin artmasıyla birlikte iki acil toplantı ile faizleri toplamda 150 bps indirerek politika faizini yüzde 0,00-0,25 aralığına çekmiştir. Nitekim, Şubat ayının son haftası ABD hisse senedi piyasalarında gözlenen yoğun satış hareketiyle birlikte 2008 küresel krizinden bu yana kısa sürede en sert düşüş yaşanmış, öte yandan verim eğrisinin de terse döndüğü ve 10 yıl vadeli getirinin 3 aylık getirinin altına düştüğü gözlenmiştir. Ayrıca Nisan itibarıyla ABD'de işsizlik sigortası başvuruları rekor artışla 2008 finansal krizi seviyesinin de üzerine çıkmıştır. Bu dramatik gelişmeler ışığında FED sınırsız yapılacak tahvil alımlarının yanı sıra güç duruma düşen küçük ve orta boy işletmelere ve yerel yönetimlere destek amaçlı olarak ek parasal program açıklamıştır. Haziran 2020 toplantısında FED'in faizleri 2021 yılı sonuna kadar sıfıra yakın seviyede tutacağına dair verdiği sinyaller öne çıkmıştır. Ağustos ayında ise FED Başkanı, Jackson Hole Sempozyumunda yaptığı konuşmada para politikası stratejisinde değişikliğe gidildiğini belirterek, bankanın bundan böyle hedefleyeceği "ortalama" yüzde 2 enflasyon seviyesinin aşılmasına da bir süre izin verecek şekilde faizlerde artışa gidilmeyerek gevşek para politikasına devam edileceğini duyurmuştur.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), Temmuz 2019'dan itibaren toplam 1200 bps indirmeye giderek politika faizini yüzde 12,00 seviyesine çektikten sonra, 2020 Mayıs ayı itibarıyla da toplam 375 bps indirmeye giderek politika faizini yüzde 8,25'e çekmiştir. Buna paralel olarak, kur volatilitésinin de yukarı yönlü hareketlenmesi dikkate değer bir gelişme olmuştur. TCMB uzun bir aradan sonra Eylül 2020 toplantısında politika faizini 200 bps artırarak yüzde 10,25 seviyesine yükseltmiştir.

Aşağıdaki tablo 2019 yılında yüzde 0,9 oranında büyüyen Türkiye'ye ilişkin IMF, OECD ve Dünya Bankasının 2020-2021 son resmi büyüme tahminlerini vermektedir. Tahminler pandeminin ilk etkilerini yansıtmakta olup salgının yılın son çeyreğinde devam etmesi halinde aşağıda verilen tahminlerin büyük ölçüde aşağı yönlü revize edileceği beklenmelidir. OECD, Eylül 2020 güncellemesinde, 2020'ye ilişkin tahminini yüzde -4,8'den yüzde -2,9'a artırırken 2021 için önceki büyüme tahminini yüzde 3,9'a çekmiştir. IMF ise Ekim 2020'de yayımladığı raporunda, 2020-2021 yıllarına ait Haziran ayında yaptığı tahminleri korumuş ve Türkiye'nin 2020'de yüzde 5 daralacağını ve 2021'de yüzde 5 büyüyeceğini öngörmüştür.

Kurum	Kaynak	2020		2021	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Ekim 2020 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Haziran 2020)	-5,0% ↔	5,0%	5,0% ↔	5,0%
Dünya Bankası	Haziran 2020 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Nisan 2020 Bölgesel Ekonomik Güncelleme Raporu)	-3,8% ↓	0,5%	5,0% ↑	4,0%
OECD	Eylül 2020 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Haziran 2020 Ekonomik Değerlendirme Raporu)	-2,9% ↑	-4,8%	3,9% ↓	4,3%

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
<b>Büyüme</b> (TÜİK)	<u>2020-Q2</u> <b>-9,9%</b>	<u>2020-Q1</u> <b>4,5%</b>	GSYH 2020 yılı ikinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %9,9 azalmıştır. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2020 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; tarım %4,0, bilgi ve iletişim faaliyetleri %11,0, finans ve sigorta faaliyetleri %27,8, gayrimenkul faaliyetleri %1,7 artmıştır. Sanayi %16,5, inşaat sektörü %2,7, hizmetler %25,0, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %16,5, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %2,4 ve diğer hizmet faaliyetleri %18,0 azalmıştır.
<b>İşsizlik</b> (TÜİK)	<u>2020/07</u> <b>13,4%</b>	<u>2020/06</u> <b>13,4%</b>	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaştakilerde işsiz sayısı 2020 yılı Temmuz döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 369 bin kişi azalarak 4 milyon 227 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı 0,5 puanlık azalış ile %13,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tarım dışı işsizlik oranı 0,6 puanlık azalış ile %15,9 olmuştur. 15-24 yaş grubunu kapsayan genç nüfusta işsizlik oranı bir önceki yılın aynı dönemine göre 1,2 puanlık azalışla %25,9 olmuştur.
<b>Enflasyon</b> - TÜFE - ÜFE (TÜİK)	<u>2020/09</u> <b>11,75%</b> <b>14,33%</b>	<u>2020/08</u> <b>11,77%</b> <b>11,53%</b>	TÜFE'de (2003=100) 2020 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %0,97, bir önceki yılın Aralık ayına göre %8,33, bir önceki yılın aynı ayına göre %11,75 ve on iki aylık ortalamalara göre %11,47 artış gerçekleşmiştir. Yİ-ÜFE (2003=100) 2020 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %2,65, bir önceki yılın Aralık ayına göre %13,44, bir önceki yılın aynı ayına göre %14,33 ve on iki aylık ortalamalara göre %7,71 artış göstermiştir.
<b>Bütçe Dengesi</b> (Milyar TL) (Haz. ve Mal. Bak.)	<u>2020/09</u> <b>-29,7</b>	<u>2020/08</u> <b>28,2</b>	2020 yılı Eylül ayında merkezi yönetim bütçe giderleri 108,6 milyar TL, bütçe gelirleri 78,9 milyar TL ve bütçe açığı 29,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, faiz dışı bütçe giderleri 92,4 milyar TL ve faiz dışı açık ise 13,5 milyar TL olarak sonuçlanmıştır. Bu sonuçla 2020 yılı Ocak – Eylül döneminde bütçe dengesi (-) 140,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. (2020 yılı bütçe hedef: 138,9 milyar TL açık)
<b>Cari Denge</b> (Mio USD) (TCMB)	<u>2020/08</u> <b>-4,631</b>	<u>2020/07</u> <b>-1,817</b>	Bir önceki yılın Ağustos ayında 3.314 milyon ABD doları fazla veren cari işlemler hesabında bu ayda 4.631 milyon ABD doları açık gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 23.203 milyon ABD doları olmuştur.

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
<b>Sanayi Üretim Endeksi</b> (TÜİK)	<u>2020/08</u> <b>10,4%</b>	<u>2020/07</u> <b>4,4%</b>	Sanayinin alt sektörleri (2015=100 referans yılı) incelendiğinde, 2020 yılı Ağustos ayında madencilik ve taş ocakçılığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %5,2, imalat sanayi sektörü endeksi %11,4 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %2,3 artmıştır. Endeks değeri bir önceki aya göre ise %3,4 artmıştır.
<b>Türkiye PMI</b> (ISO-IHS Markit)	<u>2020/09</u> <b>52,8</b>	<u>2020/08</u> <b>54,3</b>	Ağustos'ta 54,3 olarak ölçülen manşet PMI Eylül'de 52,8'e gerilemekle birlikte önceki aya göre sektörün faaliyet koşullarında iyileşmenin sürdüğüne işaret etmiştir. 50,0 değerinin üzerinde ölçülen rakamlar sektörde genel anlamda iyileşmeye işaret etmektedir.
<b>Ekonomik Güven Endeksi</b> (TÜİK, TCMB)	<u>2020/09</u> <b>88,3</b>	<u>2020/08</u> <b>85,9</b>	Ekonomik güven endeksi Ağustos ayında 85,9 iken, Eylül ayında %3,1 oranında artarak 88,5 değerine yükselmiştir. Ekonomik güven endeksindeki artış, tüketici, reel kesim (imalat sanayi) ve hizmet sektörü güven endekslerindeki artışlardan kaynaklanmıştır. Tüketici güven endeksi bir önceki aya göre Eylül ayında %3,2 oranında artarak 82,0 değerini, reel kesim güven endeksi bir önceki aya göre %0,5 oranında artarak 105,7 değerini, hizmet sektörü güven endeksi %6,4 oranında artarak 74,9 değerini almıştır. Perakende ticaret sektörü güven endeksi Eylül ayında %1,5 oranında azalarak 93,5 değerini ve inşaat sektörü güven endeksi %2,0 oranında azalarak 83,3 değerini almıştır.
<b>Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2020/08</u> <b>4,14%</b>	<u>2020/07</u> <b>4,25%</b>	Ağustos 2020 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü 5.845.786 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. (Temmuz 2020: 5.618.836 milyon TL) Bu dönemde krediler toplamı 3.481.901 milyon TL (Temmuz 2020: 3.377.534 milyon TL) mevduat toplamı ise 3.317.591 milyon TL olarak sonuçlanmıştır. (Temmuz 2020: 3.209.480 milyon TL)
<b>Bankacılık Sermaye Yeterlilik Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2020/08</u> <b>19,28%</b>	<u>2020/07</u> <b>19,21%</b>	Ağustos 2020 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün özkaynak toplamı 567.347 milyon TL olmuştur. (Temmuz 2020: 564.827 milyon TL)
<b>Konut Satışları</b> (TÜİK)	<u>2020/09</u> <b>136.744</b>	<u>2020/08</u> <b>170.408</b>	Türkiye genelinde konut satışları 2020 Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %6,9 azalarak 136 bin 744 olmuştur. İpotekli konut satışları ise bir önceki yılın aynı ayına göre %38,5 azalış göstererek 35 bin 576 olarak gerçekleşmiştir.
<b>Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları</b> (ODD)	<u>2020/09</u> <b>90.619</b>	<u>2020/08</u> <b>61.533</b>	2020 yılı Eylül ayı otomobil ve hafif ticari araç pazarı 2019 yılı Eylül ayına göre %115,8 artarak 90.619 adet olmuştur. Bu sonuçla Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2020 yılı Ocak - Eylül döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %75,5 artarak 493.621 adet olarak gerçekleşmiştir.
<b>Euro Bölgesi İmalat PMI</b> (IHS Markit)	<u>2020/09</u> <b>53,7</b>	<u>2020/08</u> <b>51,7</b>	IHS Markit verilerine göre Euro Bölgesinde imalat sektörü PMI endeksi 2020 yılı Eylül ayında 53,7 olarak sonuçlanmıştır. 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. Türkiye İstatistik Kurumu ("TÜİK") tarafından açıklanan verilere göre, Türkiye Gayrisafi Yurt İçi Hasılası 2019 yılında yüzde 0,9 oranında büyümüştür. Bu dönemde inşaat sektöründeki daralma yüzde 8,6 ile belirginleşmiştir. Pandeminin etkilerinin belirgin şekilde hissedildiği 2020 yılı ikinci çeyrek verilerine bakıldığında; ülke milli geliri 2019 yılının aynı dönemine göre yüzde 9,9 mertebesinde küçülürken inşaat sektöründeki daralma yüzde 2,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yine TÜİK tarafından açıklanan ve özellikle 2018 yılı başından itibaren belirginleşen inşaat maliyet endeksindeki artış, 2019 yılının ikinci yarısında yavaşlama trendine girmiştir. 2020 yılı Temmuz ayı itibarıyla endeks değerinin bir önceki yılın aynı ayına göre artış oranı yüzde 9,17 olarak gerçekleşmiştir. İlave olarak, sektörün üretim ve istihdam hacmindeki yönü ortaya koyması açısından önemli bir diğer gösterge olan takvim etkilerinden arındırılmış inşaat ciro endeksi Temmuz 2020 döneminde bir önceki yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında yüzde 14,9 seviyesinde artmıştır.

Sektör genelinde 2017 yılında 1.409.314 adet olan satılan konut sayısı 2018 yılında 1.375.398 olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise toplam konut satışları 2018 yılına göre yüzde 1,9 oranında azalarak 1.348.729 adet olarak sonuçlanmıştır. Buna mukabil, 2018 yılında 2017 yılına göre yüzde 41,5 oranında azalışla 276.820 adet olarak gerçekleşen ipotekli satışlar, faizlerde aşağı yönlü hareketin başladığı 2019 yılı Temmuz ayından bu yana artış trendine girmiş ve 2019 yılını 2018 yılına göre yüzde 20,1 artışla 332.508 adet ile kapatmıştır. Faiz seviyesinin düşük seyretmeye devam ettiği 2020 yılında ipotekli satış rakamları artmaya devam etmiş ve 2020 yılı Haziran ve Temmuz aylarında sektör tarihindeki en yüksek konut kredisi kullanımları gerçekleşmiştir. Bu sonuçlarla yılın ilk yarısında toplam konut satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 23,5 artışla 624.769 adet ve aynı dönemde ipotekli konut satışları yüzde 221,4 artışla 266.374 adet olarak sonuçlanmıştır.

## Şirket Hakkında

İnşaat & taahhüt işleri yapmak üzere 1975 yılında kurulan Setaş bugüne kadar DSİ'nin büyük sulama inşaatları, Millî Savunma Bakanlığının Konya Askeri Cephanelik İnşaatı, Millî Savunma Bakanlığı'na ait Ankara'da bina inşaatı, Botaş'ın doğalgaz boru hattı inşaatı gibi kompleks projeleri tamamlamış olup tarafımızca iş bitirme yetkinliğine sahip olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, Setaş ile aynı gruba bağlı bir diğer firma Çinigaz, Kütahya bölgesinde 2004 yılından itibaren 30 yıl süre ile doğal gaz dağıtım ve satışı yapmak üzere EPDK'dan dağıtım lisansı almıştır. Setaş bu tarihten itibaren Çinigaz'ın doğalgaz dağıtım şebekesi yatırımlarını üstlenmiştir.

02.01.2020 itibarıyla Şirket'in tamamladığı inşaat & taahhüt işlerinin Yi-Üfe'ye göre dönüştürülmüş toplam bedeli 1,2 milyar TL dir. Bununla beraber rapor tarihimiz itibarıyla Şirket'in portföyünde devam eden, DSİ ve Çinigaz'ın işveren olduğu toplam 512 mio TL lik altyapı inşaatı projesi bulunmaktadır.

Bağımsız denetim raporuna göre 2019 yılında ortalama 45 personel istihdam eden Şirket'in güncel ortaklık yapısı aşağıda verilmiştir:

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Abdullah Rasim AKDOĞAN	48.640.000	76%
Akın Can AKDOĞAN	10.880.000	17%
Gülten Sevin AKDOĞAN	3.200.000	5%
Mehmet Yılmaz AKDOĞAN	1.280.000	2%
<b>Toplam</b>	<b>64.000.000</b>	<b>100%</b>

Setaş ayrıca Set Varlık Kiralama A.Ş.'nin ("Set Varlık") sermayesinin tamamına iştirak etmektedir. Set Varlık, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1) çerçevesinde yalnızca Setaş'ın fon kullanıcısı olduğu kira sertifikası ihraç etmek amacıyla 2016 yılında kurulmuştur.

Setaş'ın sermaye ve yönetim kontrolü A. Rasim Akdoğan ve Akdoğan ailesindedir. Setaş ve Set Varlık haricinde Akdoğan Ailesi'nin kontrolünde olan şirketler aşağıda verilmiştir:

Şirket	Faaliyet konusu
Çinigaz Doğalgaz Dağıtım ve San.Tic. A.Ş.	2003 yılında kurulan Şirket, 2004 tarihinden itibaren 30 yıl süre ile Kütahya'da doğal gaz dağıtım ve satışı yapmak üzere Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan (EPDK) dağıtım lisansı almıştır. 2005 yılından itibaren Kütahya ve ilçelerinde doğal gaz dağıtım faaliyetlerine devam etmektedir.
Setel Elektrik İhr. İth. ve Toptan Satış A.Ş.	2008 yılında kurulan şirket EPDK lisansları kapsamında elektrik enerjisi satışı yapmaktadır. Şirket alımlarını piyasa koşullarına bağlı olarak, başta Enerji Piyasaları İşletmesi A.Ş. ve Binatom Elektrik Üretim A.Ş. olmak üzere çeşitli tedarikçilerden sağlamakta satışlarını ise çeşitli kurumsal firmaların yanı sıra aynı gruba dahil olduğu şirketlere yapmaktadır.
Setgaz Doğalgaz İth. İhr. ve Toptan Satış A.Ş.	Şirket, EPDK lisansı kapsamında doğal gaz ihracatı-ithalatı yapmak üzere 2008 yılında kurulmuştur. Rapor tarihimiz itibarıyla gayri faal olan şirketin önümüzdeki yıllarda faaliyete geçmesi beklenmektedir.
Binatom Elektrik Üretim A.Ş.	2002 yılında kurulan şirket, EPDK'dan almış olduğu üretim lisansları kapsamında Kütahya'nın Gediz ve Emet ilçelerinde doğalgazdan elektrik üretim yapmaktadır. Şirket doğalgaz alımlarını Çinigaz'dan yapmaktadır.



## Başlıca Finansal Göstergeler

Konsolide Bilanço (TL)	2018/12	2019/12	Δ 2019	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>85.498.237</b>	<b>100.124.170</b>	17,1%	▲
Nakit ve nakit benzeri	29.555.063	47.746.773	61,6%	▲
Ticari alacaklar	48.829.159	49.742.614	1,9%	▲
Müşteri Sözleşmesinden Doğan Varlıklar	5.352.490	-	(100,0%)	▼
Diğer Alacaklar	91.654	694.871	658,1%	▲
Diğer Dönen Varlıklar	1.669.871	1.939.912	16,2%	▲
<b>Duran varlıklar</b>	<b>28.791.105</b>	<b>27.981.144</b>	(2,8%)	▼
Maddi Duran Varlıklar	23.402.560	21.872.392	(6,5%)	▼
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	891.000	873.000	(2,0%)	▼
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.161	5.664	162,1%	▲
Peşin Ödenmiş Giderler	4.495.384	5.230.088	16,3%	▲
<b>Toplam Aktif</b>	<b>114.289.342</b>	<b>128.105.314</b>	12,1%	▲
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9.328.141</b>	<b>7.443.496</b>	(20,2%)	▼
Ticari borçlar	6.111.462	3.739.115	(38,8%)	▼
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	-	2.502.340	—	▲
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	3.216.679	1.202.041	(62,6%)	▼
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6.905.898</b>	<b>9.076.387</b>	31,4%	▲
Finansal Borçlar	900.000	900.000	0,0%	—
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	6.005.898	8.176.387	36,1%	▲
<b>Özkaynaklar</b>	<b>98.055.303</b>	<b>111.585.431</b>	13,8%	▲
Ödenmiş Sermaye	64.000.000	64.000.000	0,0%	—
Diğer	4.861.642	4.985.515	2,5%	▲
Kardan kısıtlanmış yedek	2.849.191	3.393.067	19,1%	▲
Geçmiş Yıl Karları	8.983.814	25.800.594	187,2%	▲
Dönem Karı	17.360.656	13.406.255	(22,8%)	▼
<b>Toplam Pasif</b>	<b>114.289.342</b>	<b>128.105.314</b>	12,1%	▲

Konsolide Gelir Tablosu (TL)	2018/12	2019/12	Δ 2019	
Satışlar	55.144.947	29.779.616	(46,0%)	▼
SMM	39.924.277	23.665.650	(40,7%)	▼
<b>Brüt Kar</b>	<b>15.220.670</b>	<b>6.113.966</b>	(59,8%)	▼
Faaliyet Giderleri (Arge+Pazarlama+Genel Gider)	1.500.713	1.937.033	29,1%	▲
<b>Net Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>13.719.957</b>	<b>4.176.933</b>	(69,6%)	▼
Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider	4.597.688	12.622.010	174,5%	▲
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>18.317.645</b>	<b>16.798.943</b>	(8,3%)	▼
Yatırımlardan net gelir/gider	4.113.807	428.772	(89,6%)	▼
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>22.431.452</b>	<b>17.227.715</b>	(23,2%)	▼
Vergi	(5.070.796)	(3.821.460)	24,6%	▲
<b>Net Kar</b>	<b>17.360.656</b>	<b>13.406.255</b>	(22,8%)	▼

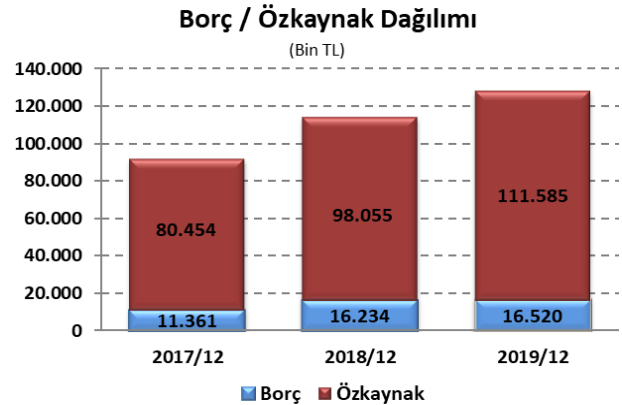
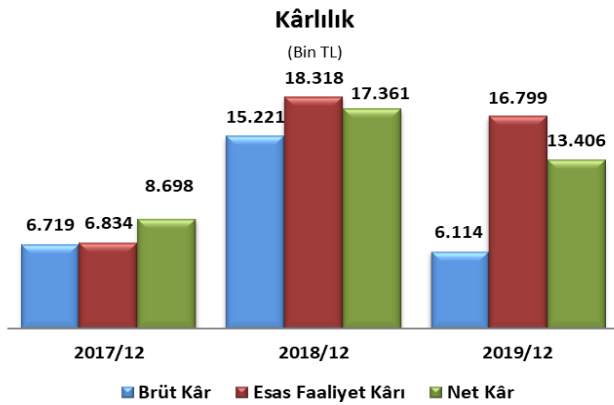
Setaş'ın 2019 yıl sonu konsolide cirosu bir önceki derecelendirmeye baz teşkil eden 2018 yıl sonuna göre yüzde 46 azalarak 29,8 mio TL olarak sonuçlanmıştır. Cironun 29,6 mio TL lik kısmı inşaat hakkedişlerinden oluşmakta iken kalan kısım varlık kiralama ve diğer gelirlerden ileri gelmektedir. Şirket'in yıllara sâri projelerine ait hasılat ve maliyet, projenin teslimi gerçekleştirilene kadar Şirket bilançosunda izlenmekte, teslimle birlikte gelir tablosuna aktarılmaktadır. Bu kapsamda proje teslim tarihlerine göre Şirket'in gelir tablosu performansı değişebilmektedir.

Yukarıda bahsi geçen muhasebesel etki nedeniyle hasılatında görülen düşüşe karşın, 2019 yıl sonunda Şirket'in genel likidite ve finansal yapı rasyolarında iyileşme görülmüştür. Tarafımıza ulaştırılan detay mizana göre 2019 yıl sonu ticari alacaklar bakiyesinin tamamına yakını Çinigaz firmasından alacaklardan oluşmaktadır. Bu durum alıcı

konsantrasyonu oluşturmakla birlikte Çinigaz'ın sürdürülebilir/stabil bir nakit akışına sahip olduğu yönündeki kanaatimiz ve 14.08.2020 tarihinde Saha Rating tarafından A+ (ulusal, uzun vadeli) not ile derecelendirilmiş olması konsantrasyon riskini azaltıcı bir unsur olarak değerlendirilmiştir.

Ayrıca, 2019 yıl sonu itibarıyla banka kredisi ve yabancı para cinsinden yükümlülüğü bulunmayan Setaş'ın bilançosunun olası kur ataklarına ve faiz hareketlerine karşı herhangi bir hassasiyeti bulunmamaktadır.

Başlıca Finansal Rasyolar	2018/12	2019/12
<b>Likidite</b>		
Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar	0,67	0,72
Cari Oran - Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,17	13,45
Asit Test Oranı - (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,17	13,45
<b>Finansal Yapı</b>		
Kaldıraç Oranı - Toplam Borçlar / Özkaynaklar	0,17	0,15
Borçluluk Oranı - Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	0,14	0,13
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Borç	0,57	0,45
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,08	0,06
<b>Faaliyet Oranları</b>		
İşletme Sermayesi Devir Hızı - Satışlar / Net İşletme Sermayesi	0,72	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı - Satışlar / Maddi Duran Varlıklar	2,36	1,36
Özkaynak Devir Hızı - Satışlar / Özkaynaklar	0,56	0,27
Aktif Devir Hızı - Satışlar / Toplam Varlıklar	0,48	0,23
<b>Kârlılık</b>		
Brüt Kârlılık - Brüt Kâr / Satışlar	27,6%	20,5%
FAVÖK 1 Marjı - (Esas Faaliyet Kârı + Amortisman) / Satışlar	38,6%	65,7%
FAVÖK 2 Marjı - (Brüt Kâr - Faal.Giderleri + Amortisman) / Satışlar	30,2%	23,3%
Faaliyet Kârlılığı - Esas Faaliyet Kârı / Satışlar	33,2%	56,4%
Net Kârlılık - Dönem Kârı / Satışlar	31,5%	45,0%
Faaliyet Giderleri / Satış	2,7%	6,5%
Varlık Karlılığı - Dönem Kârı / Toplam Varlıklar	15,2%	10,5%
Özkaynak Karlılığı - Dönem Kârı / Özkaynaklar	17,7%	12,0%



## Kurumsal Yönetim

---

Kurumsal yönetim uygulamaları yönünden yapılan incelemede Setaş'ın SPK hükümlerine tabi olmamasına rağmen Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış olduğu, çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya soktuğu görülmüştür. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, bazı iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de bu alanlarda bazı iyileştirmeler gereklidir.

## Metodoloji

---

SAHA'nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analizin bileşenleri, firmanın temerrüt noktasından uzaklığını ölçen SAHA Skor, sektör mukayeseli performansı, finansal risklerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Temerrüt olasılığı 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. Mukayeseli sektör analizi, Şirketin sektörde yer alan diğer firmaların finansal performanslarına ve sektör ortalamalarına kıyasla görece konumunu belirler. Metodolojimizdeki finansal risklerin analizi bölümü ise, 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 projeksiyonları ışığında Şirketin 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; Şirketin pazar payı ve etkinliği, kritik performans parametreleri bazında trendleri ve volatilitesi, maliyet yapısı, hizmet kalitesi, organizasyonel istikrarı, yerli ve yabancı finansman kaynaklarına ulaşımı, bilanço dışı yükümlülükleri, muhasebe uygulamaları ve var ise 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](http://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 etkilenme riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihracçının 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, ihracçının 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 ihracçının 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, Setaş İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin iş birliğiyle sağlanan ve hem de Setaş İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin kamunun kullanımına açık olarak yayınladığı bilgilere dayanılarak Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bu rapor Saha A.Ş. analistleri tarafından eldeki bilgi ve verilerin iyi niyet, bilgi birikimi ve deneyim ile çözümlenmesinden sonra ortaya çıkmış olup, kurumların ve/veya ihraç ettikleri borçlanma araçlarının genel kredibilitesi hakkında bir görüştür. Derecelendirme notu ise, derecelendirilen şirketin menkul kıymetleri için asla bir al/sat önerisi olamayacağı gibi, belli bir yatırımcı için o yatırım aracının uygun olup olmadığı hakkında bir yorum da değildir. Bu sonuçlar esas alınarak doğrudan veya dolaylı olarak uğranabilecek her türlü maddi/manevi zararlardan ve masraflardan Saha A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yorumların üçüncü şahıslara yanlış veya eksik aksettirilmesinden veya her ne şekilde olursa olsun doğacak ihtilâflar da Saha A.Ş. analistlerinin sorumluluğu altında değildir.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. bağımsızlık, tarafsızlık, şeffaflık ve analitik doğruluk ilkeleriyle hareket eder ve davranış kuralları olarak IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasaları Komisyonu)'nun kurallarını aynen benimsemiş ve web sitesinde yayınlamıştır ([www.saharating.com](http://www.saharating.com)).

© 2020, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha A.Ş.'nin ve Setaş İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

### **İrtibat:**

S.Suhan Seçkin  
[suhan@saharating.com](mailto:suhan@saharating.com)

S.Mehmet İnhan  
[minhan@saharating.com](mailto:minhan@saharating.com)

Oğuzhan Güner  
[oguner@saharating.com](mailto: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](mailto:info@saharating.com) • [www.saharating.com](http://www.saharating.com)