



26 Kasım 2021

### Kredi Derecelendirme Notu

Uzun vadeli (Ulusal):

**(TR) A+**

Görünüm:

**Stabil**

Kısa Vadeli (Ulusal):

**(TR) A1**

Görünüm:

**Stabil**

Geçerlilik Tarihi:

26 Kasım 2022

### 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>

## SETAŞ İNŞAAT TİCARET ve SANAYİ A.Ş.

### 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 ve kısa vadeli notu **(TR) A1** olarak teyit edilmiştir.

Önceki Not (2 Kasım 2020):

Uzun Vadeli (TR) A+

Kısa Vadeli (TR) A1

### Görünüm

Şirketin hasılatı 2020 yılı bir önceki yıla göre %66 artarak 49,5 Mio TL'ye ulaşmış olup hasılatın 49,3 mio TL'si Müşteri Sözleşmelerinden Hasılat uyarınca tamamlanma yüzdesi dikkate alınarak muhasebeleştirilmiştir. Devam eden projelerin hasılat ve maliyetlerinin muhasebeleştirilmesinde, projelere ait bütçelerde yer alan tahmin ve varsayımlar kullanılmaktadır.

Setaş'ın, finansman maliyetleri, finansmana erişim, kur hareketleri ve genel alım gücünün belirleyici olmaya devam ettiği sektörün genel görünümünden pozitif ayrıştığı değerlendirilmektedir. Şirketin 2020 yılsonu itibariyle banka kredisi ve yabancı para cinsinden yükümlülüğü bulunmamaktadır. 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 653 mio TL'lik altyapı inşaatı projesi bulunmaktadır. Alacak/portföy konsantrasyonu görülmekle birlikte işveren kurumlar dikkate alındığında hakkeş tahsil kabiliyetinin yüksek olduğu değerlendirilmektedir.

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 aşağıda yer verilmiştir:

Kurum	Kaynak	2021		2022	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Ekim 2021 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Temmuz 2021)	5,9% ↓	6,0%	4,9% ↔	4,9%
Dünya Bankası	Haziran 2021 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Ocak 2021)	5,6% ↑	4,0%	4,3% ↑	3,8%
OECD	Eylül 2021 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Mayıs 2021 Ara Dönem Raporu)	5,7% ↓	5,8%	4,5% ↑	4,4%

IMF tarafından yayımlanan Ekim ayı Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda, küresel ekonominin 2021 yılında %5,9 ve 2022 yılında %4,9 büyüyeceği öngörülmüş ve küresel büyümeye yönelik tehditlerdeki artışa dikkat çekilmiştir. IMF'ye göre delta varyantı, arz zinciri sıkıntıları, yükselen enflasyon ve gıda, enerjide artan maliyetler risk faktörleri olarak belirtilmiştir. Ayrıca, ekonomik büyümede ülkeler arası tehlikeli ayrışmanın ciddi bir endişe kaynağı oluşturduğu vurgulanmıştır.

2020 yılı Mart başında Covid-19 salgınının ekonomik etkilerine ilişkin endişelerinin artmasıyla birlikte politika faizini %0,00-0,25 aralığına çeken ABD Merkez Bankası FED, Mart 2020'den bu yana faiz seviyesinde bir değişikliğe gitmemiştir. 2021 yılbaşında %1,5 seviyesinden hızlı bir yükselişle Mayıs ayında %5,0 düzeyine ulaşan 12 aylık ABD tüketicici fiyat endeksi, takip eden aylarda bu seviyenin üstünde yerleşmiş ve Ekim ayında %6,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu seviyeler, FED'in haziran ayında %3,4, Eylül ayında ise revize edilerek %4,2 olarak duyurulan yıl sonu enflasyon beklentilerini aşmaktadır. Buna karşın, FED başkanı Jerome Powell, Eylül toplantısından sonra enflasyonun beklediklerinden yüksek seyretmekte olduğunu ifade etmekle birlikte, fiyat artışlarını pandemi nedeniyle ortaya çıkan geçici tedarik zinciri darboğazları ile açıkladıklarını, 2022'de enflasyonun tekrar %2,2 seviyelerine düşmesini beklediklerini belirtmiştir. FED'in Para Piyasası Kurulunda yer alan atanmış guvernörler ve bölgesel FED başkanlarından oluşan 18 yönetici arasında, FED'in artan enflasyon karşısında 2022 başında faiz artırımını uygun görenler yediden dokuza çıkarken, kalan dokuzu hala 2023'e kadar faiz artırmaya gerek olmayacağını düşünmektedir. Powell, Kasım ayından itibaren varlık alım hızının aylık 15 milyar dolar azaltılacağını duyurmuştur. FED komite toplantısında, varlık alımının azaltılması bu hızda devam ederse Haziran 2022'de varlık alım programının sona ermiş olacağı belirtilmiştir. Powell, faiz artırmak için henüz iyi bir zaman olmadığını, bunun gerçekleşmesi için maksimum istihdam hedefine yaklaşmanın önemli olduğunu vurgulamıştır. Pandemide varyantların neden olduğu belirsizliklere rağmen FED bu yıl ve gelecek yıl için yüksek büyüme beklentisini sürdürmektedir.

ABD gayrisafi yurtiçi hasılası 2021 ilk çeyrekte %6,3 oranında, ikinci çeyreğinde yıllık bazda %6,7 büyürken üçüncü çeyrekte %2'lik büyümeyle 2020'nin ikinci çeyreğinden bu yana en zayıf büyümeyi kaydetmiştir.

Avrupa Birliği Komisyonu yayınladığı 2021 Yaz Dönemi Ekonomik Tahmin Raporu'nda, 2021 yılı büyüme tahminini bahar dönemi raporuna göre Avrupa Birliği (AB) için 0,6 ve Avro Bölgesi için %0,5 puan artırarak sırasıyla %4,8 ve %4,5'e yükseltmiştir. Komisyon, her iki bölge ekonomisinin, 2022 yılında bir önceki rapora göre %0,1 puan daha fazla büyüyeceği beklentisini ifade ederken, raporda AB ve Avro Bölgesinin reel GSYH itibarıyla kriz öncesi dönemi seviyesine, ancak 2021 yılının son çeyreğinde ulaşacağını öngörmüştür.

Aşağıdaki tablo, 2020 yılında %1,8 oranında büyüyen Türkiye'ye ilişkin IMF, OECD ve Dünya Bankasının 2021-2022 yılları son resmi büyüme tahminlerini vermektedir. OECD Eylül 2021 güncellemesinde, 2021 yılı için Mayıs ayında yaptığı %5,7'lik büyüme tahminini %8,4'e yükseltmiş, 2022 yılı için ise %3,4'ten %3,1'e çekmiştir. Dünya Bankası, Ekim 2021'de yayınladığı Avrupa ve Orta Asya bölgesi sonbahar dönemi ekonomik görünüm güncellemesinde, Türkiye için Haziran 2021'de yaptığı tahminlerinde revizyona gitmiş ve 2021 yılı tahminini %5'den %8,5'e artırırken 2022 yılı tahminini %4,5'ten %3'e indirmiştir. IMF, Ekim ayı Dünya Ekonomik Görünüm raporunda Türkiye için öngördüğü 2021 reel ekonomik büyüme tahminini 3,2 puan yukarı çekerek, %9'a yükseltmiştir. IMF, Türkiye ekonomisine dair 2022 büyüme tahminini ise %3,3 olarak sabit tutmuştur.

Kurum	Kaynak	2021		2022	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Ekim 2021 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Temmuz 2021)	9,0% ↑	5,8%	3,3% ↔	3,3%
Dünya Bankası	Ekim 2021 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Haziran 2021)	8,5% ↑	5,0%	3,0% ↓	4,5%
OECD	Eylül 2021 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Mayıs 2021 Ara Dönem Raporu)	8,4% ↑	5,7%	3,1% ↓	3,4%

Fitch Ratings, Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nun Eylül sayısında, Türkiye için 2021 büyüme beklentisini %7,9'dan %9,2'ye çıkartmıştır. Fitch raporunda, Türkiye'deki ekonomik büyümenin 2022'de %3,5'e gerilemesinin ardından 2023'te %4,5'e çıkmasının öngörüldüğünü aktarmıştır. S&P'nin 2021 yılı 4. Çeyrek Raporu'nda, Türkiye'de ekonomik aktivite verilerinin daha önce tahmin edilenden güçlü olduğu belirtilerek, 2021 yılı için büyüme tahmininin %6,1'den %8,6'ya yükseltildiği bildirilmiştir. Yaz aylarında uluslararası turizm sektörünün görece hızlı bir şekilde toparlandığına işaret edilen raporda, Türkiye'nin 2022 yılı için ekonomik büyüme beklentisi ise %3,3 seviyesinde öngörülmüştür. Moody's ise Türkiye ekonomisi 2021 büyüme tahminini %5'ten %6'ya yükseltmiştir. Türkiye ekonomisinin gelecek yıla ilişkin büyüme beklentisini de %3,5'ten %3,6'ya çıkaran Moody's, devam eden küresel ekonomik toparlanma ve aşılamadaki ilerleme sayesinde turizm sektöründeki toparlanmanın Türkiye ekonomisindeki büyümeyi desteklediğini vurgulamıştır.

TCMB, politika faizini Mart 2021 toplantısında 200 bps artışla %19 seviyesine çıkarttıktan sonra Eylül PPK toplantısında, 100 baz puan indirerek %18 seviyesine çekmiş, böylece 1,5 yıl sonra ilk faiz indirim kararı gelmiştir. PPK Ekim toplantısında ise politika faizini 200 baz puan indirerek %18'den %16'ya düşürmüştür. Merkez Bankası, yılın son enflasyon raporunda ise enflasyon tahminlerini yükseltmiştir. Buna göre, 2021 enflasyon tahmini %14,1'den %18,4'e çıkartılmış, 2022 yıl sonunu enflasyon tahmini %7,8'den %11,8'e yükseltilmiş, 2023 yıl sonu tahmini %7,0 seviyesine geriledikten sonra orta vadede %5 düzeyinde istikrar kazanacağı öngörülmüştür.

Ticaret Bakanlığı tarafından üçer aylık dönemler halinde uygulanan Dış Ticaret Beklenti Anketi sonuçlarına göre, 2021 yılı 4. çeyrek İhracat Beklenti Endeksi bir önceki çeyreğe göre 3,7 puan artarak 131,3 olarak gerçekleşmiştir. İthalat Beklenti Endeksi ise önceki çeyreğe göre 6,4 puan azalarak 108,1 olarak gerçekleşmiştir.

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
<b>Büyüme</b> (TÜİK)	<u>2021-Q2</u> <b>21,7%</b>	<u>2021-Q1</u> <b>7,00%</b>	GSYH 2021 yılı ikinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %21,7 artmıştır. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2021 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; hizmetler %45,8, sanayi %40,5, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %32,4, diğer hizmet faaliyetleri %32,3, bilgi ve iletişim faaliyetleri %25,3, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %8,5, gayrimenkul faaliyetleri %3,7, inşaat %3,1 ve tarım, ormancılık ve balıkçılık %2,3 artmıştır. Finans ve sigorta faaliyetleri ise %22,7 azalmıştır.
<b>İşsizlik</b> (TÜİK)	<u>2021/09</u> <b>11,5</b>	<u>2021/08</u> <b>12,1%</b>	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaşta kişilerde işsiz sayısı 2021 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre 70 bin kişi azalarak 3 milyon 794 bin kişi olmuştur. İşsizlik oranı ise %11,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. İstihdam edilenlerin sayısı 2021 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre 426 bin kişi artarak 29 milyon 254 bin kişi, istihdam oranı ise 0,6 puanlık artış ile %45,8 olmuştur.
<b>Enflasyon</b> <b>TÜFE</b> <b>ÜFE</b> (TÜİK)	<u>2021/10</u> <b>19,89%</b> <b>46,31%</b>	<u>2021/09</u> <b>19,58%</b> <b>43,96%</b>	TÜFE Ekim ayında bir önceki aya göre %2,39, bir önceki yılın Aralık ayına göre %15,75, bir önceki yılın aynı ayına göre %19,89 ve on iki aylık ortalamalara göre %17,09 artış gerçekleşmiştir. Yı-ÜFE Ekim ayında bir önceki aya göre %5,24, bir önceki yılın Aralık ayına göre %37,34, bir önceki yılın aynı ayına göre %46,31 ve on iki aylık ortalamalara göre %36,20 artış göstermiştir.
<b>Sanayi Üretim Endeksi</b> (TÜİK)	<u>2021/09</u> <b>8,9%</b>	<u>2021/08</u> <b>13,8%</b>	Sanayi Üretim Endeksi, 2021 Eylül ayında geçtiğimiz yıl aynı ayına kıyasla %8,9 artmıştır. Alt sektörler incelendiğinde, 2021 yılı Eylül ayında madencilik ve taş ocaklığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %7,9, imalat sanayi sektörü endeksi %9,7 ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %1,0 artmıştır.

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
<b>Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları</b> (ODD)	<u>2021/10</u> <b>56.746</b>	<u>2021/09</u> <b>57.141</b>	Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2021 yılı Ocak-Ekim döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,5 artarak 614.891 adet olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılı Ekim ayına göre %40,1 azalarak 56.746 adet olmuştur.
<b>Konut Satışları</b> (TÜİK)	<u>2021/10</u> <b>137.401</b>	<u>2021/09</u> <b>147.143</b>	Türkiye genelinde konut satışları Ekim ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %14,9 artarak 137 bin 401 olmuştur. konut satışlarında İstanbul 26 bin 41 konut satışı ve %19,0 ile en yüksek paya sahip olmuştur.
<b>Türkiye İmalat PMI</b> (İSO-IHS Markit)	<u>2021/10</u> <b>51,2</b>	<u>2021/09</u> <b>52,5</b>	Ekim'de manşet PMI 51,2 ile üst üste beşinci ay eşik değer 50,0'nin üzerinde gerçekleşmekle birlikte Eylül ayındaki 52,5 seviyesine göre düşüş göstermiştir.
<b>Euro Bölgesi İmalat PMI</b> (IHS Markit)	<u>2021/10</u> <b>58,5</b>	<u>2021/09</u> <b>58,6</b>	IHS Markit'in açıkladığı Euro Bölgesi imalat satın alma yöneticileri endeksi (PMI) Ekim ayında, Eylül ayındaki 58,6 puandan, 58,5 puana gerilemiştir.
<b>Ekonomik Güven Endeksi</b> (TÜİK, TCMB)	<u>2021/10</u> <b>101,4</b>	<u>2021/09</u> <b>102,4</b>	Ekonomik güven endeksi Eylül ayında 102,4 iken, Ekim ayında %1,0 oranında azalarak 101,4 seviyesine düşmüştür. Ekonomik güven endeksindeki düşüş, tüketici ve reel kesim (imalat sanayi) güven endekslerindeki düşüşlerden kaynaklanmıştır.
<b>Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2021/09</u> <b>3,54%</b>	<u>2021/08</u> <b>3,67%</b>	Eylül 2021 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün, aktif büyüklüğü 7.046.833 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Krediler %15,4 artarak 4.038.148 milyon TL, menkul değerler %16,5 artarak 1.191.463 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu dönemde kredilerin takibe dönüşüm oranı %3,54 olmuştur.
<b>Bütçe Dengesi</b> (Milyar TL) (Haz. Mal. Bak.)	<u>2021/09</u> <b>-23,6</b>	<u>2021/08</u> <b>40,8</b>	2021 yılı Eylül ayında merkezi yönetim bütçe giderleri 141,5 milyar TL, bütçe gelirleri 117,9 milyar TL ve bütçe açığı 23,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, faiz dışı bütçe giderleri 127,4 milyar TL ve faiz dışı açık ise 9,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.
<b>Cari Denge</b> (Mio USD) (TCMB)	<u>2021/09</u> <b>1.652</b>	<u>2021/08</u> <b>528</b>	Bir önceki yılın Eylül ayında 2.335 milyon ABD doları açık veren cari işlemler hesabı, bu yılın aynı ayında 1.652 milyon ABD doları fazla vermiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 18.444 milyon ABD doları olmuştur.

İnşaat sektörü, milli gelir büyümesi trendinden en çok etkilenen sektörlerdendir. 2018 Ç3 - 2020 Ç2 döneminde sektördeki daralma ortalama %7 olarak gerçekleşmiş olup son sekiz çeyrekte yaşanan küçülmenin ardından, pandeminin gölgesinde, ilk defa 2020 Ç3'te %4.7 büyüme kaydedildiği görülmüştür. Mevcut stokların eritilmesi amacıyla gerçekleştirilen kampanyalı ev satışları, pandemi döneminin olumsuz etkisini azaltmak amacıyla uygulanan genişleyici para politikaları ve pandemi dönemine rağmen yapımına devam edilen Kamu Özel İşbirliği proje inşaatları sayesinde iki yıl aradan sonra ilk kez büyüme kaydeden inşaat sektörü tekrar sıkı para politikasına geçilmesiyle birlikte pozitif yönde yakaladığı ivmeyi kaybetmiş olup 2020'nin son çeyreğinde bir önceki döneme kıyasla %12.5'lük bir daralma yaşamıştır.

## Şirket Hakkında

İnşaat & taahhüt işleri yapmak üzere 1975 yılında kurulan Setaş bugüne kadar DSİ'nin büyük sulama inşaatları, Millî Savunma Bakanlığının Konya Askerî 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 653 mio TL lik altyapı inşaatı projesi bulunmaktadır.

Bağımsız denetim raporuna göre 2020 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 yapılmaktadır.

## Başlıca Finansal Göstergeler

Gelir tablosu	2018/12	2019/12	2020/12	2019 %		2020 %	
Hasılat	55.144.947	29.779.616	49.548.591	(46,0%)	▼	66,4%	▲
Satışların Maliyeti	39.924.277	23.665.650	32.920.132	(40,7%)	▼	39,1%	▲
<b>Brüt Kar</b>	<b>15.220.670</b>	<b>6.113.966</b>	<b>16.628.459</b>	<b>(59,8%)</b>	<b>▼</b>	<b>172,0%</b>	<b>▲</b>
Faaliyet Giderleri	1.500.713	1.937.033	3.290.053	29,1%	▲	69,9%	▲
<b>Net Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>13.719.957</b>	<b>4.176.933</b>	<b>13.338.406</b>	<b>(69,6%)</b>	<b>▼</b>	<b>219,3%</b>	<b>▲</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider	4.597.688	12.622.010	6.755.037	174,5%	▲	(46,5%)	▼
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>18.317.645</b>	<b>16.798.943</b>	<b>20.093.443</b>	<b>(8,3%)</b>	<b>▼</b>	<b>19,6%</b>	<b>▲</b>
Yatırımlardan Net Gelir/Gider	4.113.807	428.772	2.598.873	(89,6%)	▼	506,1%	▲
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>22.431.452</b>	<b>17.227.715</b>	<b>22.692.316</b>	<b>(23,2%)</b>	<b>▼</b>	<b>31,7%</b>	<b>▲</b>
Finansman Gideri	-	17.085	30.683		—	79,6%	▲
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>22.431.452</b>	<b>17.227.715</b>	<b>22.661.633</b>	<b>(23,2%)</b>	<b>▼</b>	<b>31,5%</b>	<b>▲</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gider	(5.070.796)	(3.821.460)	(4.150.148)	24,6%	▲	(8,6%)	▼
<b>Net Kâr</b>	<b>17.360.656</b>	<b>13.406.255</b>	<b>18.511.485</b>	<b>(22,8%)</b>	<b>▼</b>	<b>38,1%</b>	<b>▲</b>

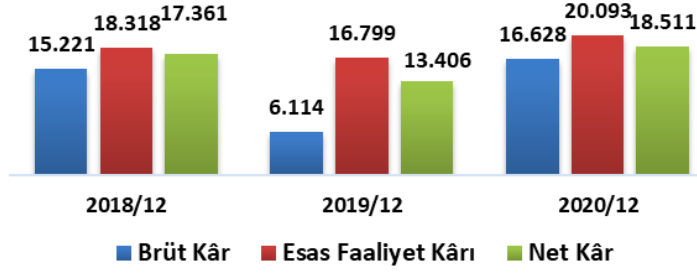
Bilanço	2018/12	2019/12	2020/12	2019 %		2020 %	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>85.498.237</b>	<b>100.124.170</b>	<b>131.245.336</b>	17,1%	▲	31,1%	▲
Nakit ve nakit benzeri	29.555.063	47.746.773	92.686.384	61,6%	▲	94,1%	▲
Ticari alacaklar	48.829.159	49.742.614	37.991.208	1,9%	▲	(23,6%)	▼
Diğer Alacaklar	5.444.144	694.871	235.952	(87,2%)	▼	(66,0%)	▼
Diğer Dönen Varlıklar	1.669.871	1.939.912	331.792	16,2%	▲	(82,9%)	▼
<b>Duran varlıklar</b>	<b>28.791.105</b>	<b>27.981.144</b>	<b>29.194.577</b>	<b>(2,8%)</b>	<b>▼</b>	<b>4,3%</b>	<b>▲</b>
Maddi Duran Varlıklar	23.402.560	21.872.392	21.727.734	(6,5%)	▼	(0,7%)	▼
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	891.000	873.000	855.000	(2,0%)	▼	(2,1%)	▼
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.161	5.664	-	162,1%	▲	(100,0%)	▼
Diğer	4.495.384	5.230.088	6.611.843	16,3%	▲	26,4%	▲
<b>Toplam Aktif</b>	<b>114.289.342</b>	<b>128.105.314</b>	<b>160.439.913</b>	12,1%	▲	25,2%	▲
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9.328.141</b>	<b>7.443.496</b>	<b>18.803.389</b>	<b>(20,2%)</b>	<b>▼</b>	<b>152,6%</b>	<b>▲</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	159.073		—		—
Ticari borçlar	6.111.462	3.739.115	5.629.120	(38,8%)	▼	50,5%	▲
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	3.216.679	3.704.381	13.015.196	15,2%	▲	251,3%	▲
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6.905.898</b>	<b>9.076.387</b>	<b>11.381.664</b>	31,4%	▲	25,4%	▲
Finansal Borçlar	900.000	900.000	1.183.657	0,0%	—	31,5%	▲
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	6.005.898	8.176.387	10.198.007	36,1%	▲	24,7%	▲
<b>Özkaynaklar</b>	<b>98.055.303</b>	<b>111.585.431</b>	<b>130.254.860</b>	13,8%	▲	16,7%	▲
Ödenmiş Sermaye	64.000.000	64.000.000	64.000.000	0,0%	—	0,0%	—
Diğer	4.861.642	4.985.515	5.143.459	2,5%	▲	3,2%	▲
Kardan kısıtlanmış yedek	2.849.191	3.393.067	3.709.723	19,1%	▲	9,3%	▲
Geçmiş Yıl Karları	8.983.814	25.800.594	38.890.193	187,2%	▲	50,7%	▲
Dönem Karı	17.360.656	13.406.255	18.511.485	(22,8%)	▼	38,1%	▲
<b>Toplam Pasif</b>	<b>114.289.342</b>	<b>128.105.314</b>	<b>160.439.913</b>	12,1%	▲	25,2%	▲

(Kaynak: Rasyonet)



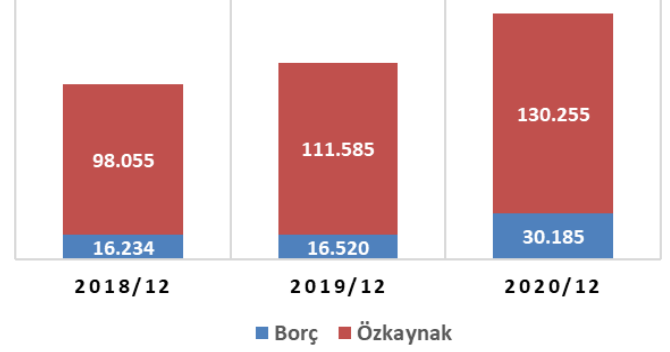
## Kârlılık

(Bin TL)



## BORÇ / ÖZKAYNAK DAĞILIMI

(Bin TL)



## Mali Rasyolar

Başlıca Finansal Rasyolar	2018	2019	2020
<b>Likidite</b>			
Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar	0,67	0,72	0,70
Cari Oran- Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,17	13,45	6,98
Asit Test Oranı- (Dönen Varlıklar – Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler	9,17	13,45	6,98
Nakit Oran – Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,17	6,41	4,93
<b>Finansal Yapı</b>			
Kaldıraç Oranı- Toplam Borçlar / Özkaynaklar	0,17	0,15	0,23
Borçluluk Oranı- Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	0,14	0,13	0,19
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Borç	0,57	0,45	0,62
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,08	0,06	0,12
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,00	0,00	0,01
Finansal Borç / Toplam Varlıklar	0,01	0,01	0,01
<b>Faaliyet Oranları</b>			
Alacak Devir Hızı- Satışlar / Kısa Ticari Alacaklar	1,13	0,59	1,30
Ticari Borç Devir Hızı- SMM / Kısa Ticari Borçlar	6,53	6,33	5,85
Dönen Varlık Devir Hızı- Satışlar / Dönen Varlıklar	0,64	0,30	0,38
İşletme Sermayesi Devir Hızı- Satışlar / Net İşletme Sermayesi	0,72	0,32	0,44
Maddi Duran Varlık Devir Hızı- Satışlar / Maddi Duran Varlıklar	2,36	1,35	2,28
Özkaynak Devir Hızı- Satışlar / Özkaynaklar	0,56	0,27	0,38
Aktif Devir Hızı- Satışlar / Toplam Varlıklar	0,48	0,23	0,31
<b>Kârlılık</b>			
Brüt Kârlılık- Brüt Kâr / Satışlar	27,6%	20,0%	33,6%
FAVÖK 1 Marjı- (Esas Faaliyet Kârı + Amortisman) / Satışlar	38,6%	66,2%	45,8%
FAVÖK 2 Marjı- (Brüt Kâr-Faal.Giderleri + Amortisman) / Satışlar	8,1%	15,9%	11,9%
Net Kârlılık- Dönem Kârı / Satışlar	31,5%	45,3%	37,4%
SMM / Satış	72,4%	80,0%	66,4%
Faaliyet Giderleri / Satış	2,7%	6,5%	6,6%
Varlık Karlılığı- Dönem Kârı / Toplam Varlıklar	15,2%	10,5%	11,5%
Özkaynak Karlılığı- Dönem Kârı / Özkaynaklar	17,7%	12,0%	14,2%

(Kaynak: Rasyonet)

## 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, SAHA Score (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 şirketleri kapsayan özgün istatistiksel çalışmasına dayandırılmaktadır. Sektör mukayeseli performans analizi ise, sektör firmalarının son dönem mali performansları ile mukayeseli olarak ilgili firmanın konumunu belirler. Finansal risklerin analizi, firmanın mali rasyolarının objektif kriterler bazında değerlendirilmesini kapsar. Bu analizde; likidite, kaldıraç, varlık kalitesi, kârlılık, volatilité ve yoğunlaşma gibi alt başlıklar ele alınır. Son olarak senaryo analizi, geleceğe yönelik baz ve stres senaryo projeksiyonlarını ele alır, yükümlülüklerin yerine getirilme risklerini değerlendirir.

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 ortakların itibarı ele alınır.

Kurumsal yönetim, metodolojimizde önemli bir yer tutmaktadır. Metodolojimiz pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 ana başlığı içermektedir. SAHA'nın kurumsal yönetim metodolojisi [www.saharating.com](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 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 ödenemiyor.

## 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)).

© 2021, 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:**

#### **Raporu Hazırlayan / Derecelendirme Uzmanı:**

Serhat Karakuş  
[skarakuş@saharating.com](mailto:skarakuş@saharating.com)

#### **Derecelendirme Komitesi Üyeleri:**

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

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

Ali Perşembe  
[apersembe@saharating.com](mailto:apersembe@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)