

13 Haziran 2017

Kredi Derecelendirme

Derecelendirme Notu (Ulusal): Uzun vadeli

(TR) A+

Görünüm:

Stabil

Derecelendirme Notu (Ulusal): Kısa vadeli

(TR) A1

Görünüm:

Stabil

**REYSAŞ GAYRİMENKUL
YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.**
Küçük Çamlıca Mahallesi
Erkan Ocaklı Sokak No:11
Üsküdar/İstanbul

REYSAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. (RYGYO)

Derecelendirme Notu Gerekçesi

Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Reysaş GYO") ("Şirket", "Reysaş") 2008 yılında kurulmuş ve Reysaş Lojistik ve Taşımacılık Tic.A.Ş.'nin lider sermayedarlığında 2010 yılında halka açılmıştır. Reysaş GYO, depoculuk alanında gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak, geliştirmek ve bu yerleri uzun vadeli kiralamak üzere kurulmuş bir gayrimenkul yatırım ortaklığı şirkettir. Reysaş GYO, Türkiye'nin ilk depo geliştirmeye odaklanmış gayrimenkul yatırım ortaklığıdır.

Şirketin yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin taşıdığı finansal/operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde, Reysaş GYO uzun vadeli notu **(TR) A+** kısa vadeli ise **(TR) A1** notu ile derecelendirilmiştir.

Önceki not:	Uzun vadeli Ulusal	(TR) A+
	Kısa vadeli Ulusal	(TR) A1

Güçlü Yönler ve Riskler

Şirket diğer GYO'lardan farklı olarak depoculuk alanında gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmaktadır. Depo geliştirmeye odaklanmış gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyet gösteren Reysaş GYO, özellikle ana ortağı Reysaş Lojistik'in döneminde edindiği arsalar sayesinde büyümüştür. Reysaş Lojistik her tür vasıtalarla kara, deniz ve demir yolu yük taşımacılığı yapmaktadır.

Şirket, geleneksel inşaat faaliyetlerinin dışında lojistik merkezlerine odaklanmıştır. Ayrıca öğrenci yurdu projesi de bulunmaktadır. Sektörde en yüksek maliyet kalemi arsa fiyatlarıdır. Marmara bölgesinde depo arzının sınırlı olması şirket için bir avantajdır. Ayrıca İstanbul şehrinin büyümesinin bir sonucu olarak RYGYO'nun portföyünde bulunan depoların zamanla şehir içinde kalıyor olması da güçlü yönler arasındadır.

Şirket'in kiracıları arasında CarrefourSA, Arçelik, Ekol Lojistik, Netlog lojistik, Adel, DHL, Toyota, Mudo, e-bebek, Sumitomo, Philip Morris, Borusan Lojistik, Mobiljet, Trendyol, Maxlines, Dirk Rossmann, Doğruer Lojistik ve Gefco gibi markalar bulunmaktadır. Reysaş GYO'nun yatırımlarının yoğun şekilde bulunduğu Marmara bölgesinde bu ölçekte depo kiralama hizmeti veren başka şirketin bulunmaması avantajdır. GYO'lara tanınan %20'lik vergi muafiyetinin kaldırılma ya da düşürülme ihtimalinin bulunması ve 2016 sonu itibarıyla net yabancı para yükümlülük pozisyonunun varlığı nedeniyle kur riskine maruz olunması şirketin temel risklerini oluşturmaktadır. Ayrıca, Şirketin faaliyet gösterdiği depo kiralama sektörünün makroekonomik istikrarsızlıklara duyarlılığı vardır.

Bu faktörler dikkate alındığında Şirket görünümü Stabil olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) 2017 Mart ayı itibariyle yayımladığı ara dönem küresel ekonomik görünüm raporunda 2017 yılı için küresel büyüme tahminini %3,3'de tutmuştur. Uluslararası Para Fonu (IMF) ise, Nisan 2017 tarihli Küresel Ekonomik Görünüm Raporu'nda 2017 yılına ilişkin küresel büyüme tahminini 0,1 puan yukarı yönlü revize ederek % 3,4'den %3,5'e çıkarmıştır. Buna karşın, her iki kuruluş ihtiyatlı iyimserliklerine rağmen temel belirsizliklere ve aşağı yönlü küresel risklere de atıfta bulunmaktadırlar. Özellikle ABD'de göreve gelen Trump yönetiminin, sadece Çin ile ticari ilişkiler özelinde kalmayıp, Avrupa Birliği'ni de kapsayacak şekilde küresel ticaret rejimini etkileyecek ölçüde artan korumacı eğilimi başlıca belirsizlik kaynağını oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra, İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılma sürecinin yol açtığı belirsizliğe ek olarak Fransa, Almanya ve Hollanda'da yaklaşan seçimler, Yunanistan borç krizinin hala aşılamamış olması ve İtalya örneğinde görüldüğü gibi bankacılık sektörünün kırılma eğilimini koruyor olması, aşağı yönlü kayda değer risklerin varlığını koruduğunu göstermektedir.

TÜİK'in, ESA 2010 standartlarına uyum amacıyla GSYH hesaplama metodolojisinde yaptığı ve 12 Aralıkta yayınladığı değişikliklerin Türkiye'nin millî gelir hesaplarına önemli etkileri olmuştur. Yeni hesaplama yöntemiyle son 4 yılın Nominal GSYH rakamları ortalama %16 yukarı yönde revize edilmiştir. Bu değişiklik ile 2015 yılına kıyasla cari işlemler açığı %4.5 'ten %3.7'ye düşerken; %1.2'lik merkezi yönetim bütçe açığı oranı da %1'e düşmüştür. Eski seriye göre 2012–2015 yılları arasında ortalama %3.3 olan GSYH büyüme oranı ise yeni seride %6.1'e yükselmiştir. Sektörler bazında değerlendirildiğinde tarım dışındaki ana sektörlerin büyüme oranlarında yukarı yönlü düzeltmeler gözlenmektedir. Önceki verilere göre son yıllarda oldukça sınırlı kalan yatırım harcamalarının yeni veriler ile daha yüksek değerlerde çıkması ise olumlu olarak değerlendirilmiştir.

TÜİK'in açıkladığı verilere göre, 2017 yılı birinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %5 büyüme kaydetmiştir. 2017 yılının ilk çeyreğinde büyüme daha dengeli bir görünüm sergilemiştir. Yurtiçi talep büyümeye 2,8 yüzde puan katkı sağlamıştır. Bununla birlikte, emtia fiyatlarındaki artış ile emtia ihracatçısı ticaret ortaklarımızın talebinin güçlenmesi, AB ekonomisindeki olumlu görünümün devam etmesi ihracat performansımızı desteklemiş ve net dış talep büyümeye pozitif yönde 2,2 yüzde puan katkı sağlamıştır.

Harcamalar itibariyle bakıldığında hane halkı nihai tüketimi ve yatırımların geçtiğimiz yıla oranla daha düşük seviyede gerçekleştiği, ihracat daralırken ithalatın arttığı, 2016 yılı büyümesinin büyük oranda kamu harcamalarındaki artış ile desteklendiği görülmektedir. 2017 Nisan ayındaki referandum sonrasında gerçekleşen anayasa değişikliği, yurtiçi siyasi belirsizlikleri kısmen gidermiş olmakla birlikte köklü ve büyük ölçekli yasal değişikliklerin gündeme gelmiş olması ve 2019 yılına takvime bağlanmış olan cumhurbaşkanlığı seçimi belirsizlik faktörünün bir süre daha etkin olacağını göstermektedir. Yukarıda belirtilenlere ek olarak, bir yandan Suriye ve Irak merkezli bölgesel gelişmelerin Türkiye'ye olası etkileri diğer yandan AB ile soğuyan ilişkiler Türkiye açısından artan risklere işaret etmektedir.

TCMB 2016 yılında faiz koridorunun üst bandında toplam 250 baz puanlık indirime gitmiştir. TCMB arka arkaya gerçekleştirdiği faiz indirimleriyle büyümeyi desteklemeyi planlamıştır. Ancak, Türk Lirası'nın hızlı değer kayıpları karşısında Kasım ayı toplantısında küresel ekonomide yaşanan belirsizlik ve yüksek oynaklığın yurtiçi piyasada yarattığı döviz kuru hareketlerinin enflasyonist baskısını gerekçe göstererek hem politika faizini hem de üst bant faizini artırmıştır. Böylece, Ocak 2014'de yapmış olduğu sert faiz artışından sonra aralıklarla faiz indirimlerinde bulunan TCMB 2016 Kasım ayında ilk defa politika faizinde artışa gitmiştir. 2017 yılında enflasyon kendini daha fazla hissettirmeye başlamış, Mayıs ayı itibariyle yıllık TÜFE artışı %11,72 olarak kayda geçerken, ÜFE yıllık artışı %15.26 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket Hakkında

Reysaş GYO 2008 yılında kurulmuş ve Reysaş Lojistik ve Taşımacılık Tic. A.Ş.'nin iştiraki olarak 2010 yılında halka açılmıştır.

Şirket "RYGYO" kodu ile BIST Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı'nda işlem görmektedir. Reysaş GYO, Borsa İstanbul'da BIST Tüm(XUTUM), BIST Tüm 100 (XTUMY), BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO), BIST Mali (XUMAL) endekslerine dâhil bulunmaktadır.

REYSAŞ GYO'nun sermaye yapısı aşağıdaki şekildedir:

Hissedarlar	Grubu	Türü	PAY TUTARI (TL)	PAY ORANI (%)
Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Tic. A.Ş.	A	Nama	578.824	0,24%
	B	Hamiline	150.638.785	61,24%
Diğer	B	Hamiline	11	0,00%
Halka Açık Kısım	B	Hamiline	94.782.381	38,52%
Toplam			246.000.001	100%

Reysaş GYO'da Yönetim Kurulu görev taksimi aşağıdaki gibidir:

Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Yönetim Kurulu	
İsim	Görevi
Durmuş DÖVEN	Yönetim Kurulu Başkanı
Egemen DÖVEN	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı / Genel Müdür
Behzat Kaplan	Yönetim Kurulu Üyesi
Ekrem BURCU	Yönetim Kurulu Üyesi Riskin Erken Saptanması Komitesi Üyesi
Cem AKGÜN	Yönetim Kurulu Üyesi (Bağımsız) Denetim Komitesi Başkanı Riskin Erken Saptanması Komitesi Başkanı
Erem ERSOY	Yönetim Kurulu Üyesi (Bağımsız) Kurumsal Yönetim Komitesi Başkanı Denetim Kurulu Üyesi

Şirketin iki adet iştiraki bulunmaktadır. Bu iştiraklerden ilki Arı Lojistik İnşaat San. ve Tic. A.Ş'dir. Bu Şirket'in faaliyet konusu, her türlü taşıt aracının iktisab edilmesi ve araçlar ile taşımacılık yapılmasıdır. Diğer iştiraki ise Reysaş Turizm Yatırımları ve Tic.Ltd. şirkettir. Bu Şirket'in faaliyet konusu, yurt içinde ve yurt dışında turizme dönük hizmetler yapmak, çeşitli konaklama tesisleri kurmak ve bu maksatla kurulmuş tesisleri bizzat veya işbirliği yoluyla işletmek, satın almak ve kiralamaktır.

Bilanço ve Gelir Tablosu Ana Kalemleri (Bin TL)	2016	2015
Dönen Varlıklar	137.136	185.908
Hazır Değerler	52.510	115.018
Ticari Alacaklar	58.653	46.504
Duran Varlıklar	1.381.430	1.119.182
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.267.974	1.066.820
Aktif Toplamı	1.518.566	1.305.090
Kısa Vadeli Yükümlülükler	129.150	154.685
Uzun Vadeli Yükümlülükler	562.502	453.520
Özkaynaklar	826.914	696.885
Pasif Toplamı	1.518.566	1.305.090
Toplam Finansal Borçlar	673.510	585.759
Gelirler	81.892	69.091
Brüt Kâr	69.602	63.612
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.655	-5.762
Diğer Faaliyetlerden Net Gelir-Gider	173.412	168.054
Faaliyet Karı	235.360	225.905
Net Dönem Kârı	131.381	141.544

Rasyo Analizi

Başlıca Finansal Rasyolar	2016	2015
Özkaynak Kârlılığı (VÖK/Ö)	0,16	0,20
Net Kâr/Toplam Aktif	0,09	0,11
Faaliyet Kârlılığı (FVÖK/TV)	0,15	0,17
Ekonomik Rantabilite (FVÖK/TB)	0,34	0,37
Net Kâr / Net Hasılat	1,60	2,05
Hazır Değerler / Toplam Borçlar	0,08	0,19
Nakit Oranı (Hazır Değerler/KVYK)	0,41	0,74
Kısa Vadeli Alacaklar/Toplam Aktifler	0,04	0,04
Faizleri karşılama (FVÖK/Net Finansal Gelir - Gider)	0,63	0,61
Alacak Devir Hızı (Net Hasılat / Ticari Alacaklar)	1,40	1,49
Net Yabancı Para Pozisyonu/Toplam Varlık	(0,20)	(0,20)
Net Yabancı Para Pozisyonu/ Özkaynaklar	(0,37)	(0,37)
Finansal kaldıraç (Özkaynak / Toplam Borç)	1,20	1,15
Kısa Vadeli Yabancı Kaynak / Toplam Pasif	0,09	0,12
Duran varlıklar / Toplam Borç	2,00	1,84
Toplam finansal borç / Toplam Aktif	0,44	0,45
MDV + Yatırım Amaçlı gayrimenkuller / Toplam Aktif	0,84	0,82

2016 yılsonu verileri baz alındığında Reysaş GYO 76.260.948 TL kira geliri elde etmiştir. Aynı dönemde uzun vadeli yabancı kaynaklar ile kendini finanse etmeyi başarabilen şirketin borçlanma vadesinin uzaması tarafımızca olumlu olarak nitelendirilmiştir. Maddi duran varlıkların yeniden değerlendirilmesinden kaynaklanan kazançlar öz kaynaklar altında muhasebeleştirilmiştir. Şirket 2016 yılında %15 özkaynak kârlılığına ulaşmıştır. Son olarak, yatırım amaçlı gayrimenkullerin toplamının toplam aktiflerde %84 seviyesinde pay alması olumlu olarak düşünülmektedir.

Kurumsal Yönetim

Şirket, halka açık bir şirket olmasından dolayı, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda 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 alanların biri veya birkaçında 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 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. Halen içinde yaşadığımız global finansal krizde kurumsal yönetimin ve şeffaflığın önemi bir kez daha öne çıkmıştır. Metodolojimiz pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 ana başlığı içermektedir. SAHA'nın kurumsal yönetim metodolojisi www.saharating.com adresinde yayınlanmaktadır.

Notların Anlamı

Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız en yüksek kaliteyi gösteren AAA' dan başlayıp en düşük (temerrüt) kalite olan D'ye kadar verilmektedir. AA ve CCC kategorileri arasında nispi ayrımı daha ayrıntılı yapabilmek için artı (+) ve eksi (-) işaretleri kullanılır.

Uzun vadeli AAA, AA, A, BBB ve kısa vadeli A1+, A1, A2, A3 kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "yatırım yapılabilir" olarak değerlendirilmelidir.

Kısa Dönem	Uzun Dönem	Notların Anlamı
(TR) A1+	(TR) AAA (TR) AA+ (TR) AA (TR) AA-	En yüksek kredi kalitesi. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti son derece yüksek. Menkul kıymet ise, risksiz hükümet tahvilinden biraz daha fazla riske sahip.
(TR) A1	(TR) A+ (TR) A	Kredi kalitesi çok yüksek. Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti çok yüksek. İşletmedeki ani değişiklikler, ekonomik ve finansal koşullar yatırım riskini önemli sayılmayacak bir miktarda arttırabilir.
(TR) A2	(TR) A- (TR) BBB+	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir.
(TR) A3	(TR) BBB (TR) BBB-	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yeterli ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilene riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

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

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

Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, REYSAŞ GYO A.Ş.'nin işbirliğiyle sağlanan ve hem de REYSAŞ GYO A.Ş.'nin kamunun kullanımına açık olarak yayınladığı bilgilere dayanılarak Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bu rapor Saha A.Ş. analistleri tarafından eldeki bilgi ve verilerin iyi niyet, bilgi birikimi ve deneyim ile çözümlenmesinden sonra ortaya çıkmış olup, kurumların ve/veya ihraç ettikleri borçlanma araçlarının genel kredibilitesi hakkında bir 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).

© 2017, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.'nin ve REYSAŞ GYO A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

İrtibat:

S.Suhan Seçkin

suhan@saharating.com

Mehmet İnhan

minhan@saharating.com

Ömer Ersan

oersan@saharating.com

Adres:

Hacı Mansur Sk. No:3 Meşrutiyet Mahallesi,
34363 Şişli / İstanbul, Türkiye