

**9 Nisan 2020**

### **Kredi Derecelendirme Notu**

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

**Görünüm:**  
**Stabil**

**Kısa Vadeli (Ulusal):**  
**(TR) A2**

**Görünüm:**  
**Negatif**

### **Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.**

Hasanağa Organize Sanayi Bölgesi,  
Sanayi Cad., 16225, Nilüfer, Bursa

Tel: +90 (224) 484 21 70  
Faks: +90 (224) 484 21 69

<https://www.karsan.com>

### **Derecelendirme Notu Gerekçesi**

Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş., ("Karsan" veya "Şirket") ticari taşıt üretimi yapmak üzere 1966 yılında kurulmuştur. Şirket, ana üreticisi (OEM) olduğu Karsan marka araçların üretim ve satışının yanı sıra uluslararası stratejik ortaklık modeliyle ürettiği otobüslerin belirlenen pazarlarda satışı, kontrat yönetimi modeli dahilinde hafif ticari araç üretimi, yedek parça üretimi, traktör kabini üretimi ve garaj yönetimi gibi entegre hizmetler ile iştigal etmektedir.

2000 yılında halka arz olunan Karsan, 1998 yılından bu yana Kıraca Holding bünyesinde faaliyet göstermektedir.

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) BBB+** ve kısa vadeli notu **(TR) A2** olarak belirlenmiştir.

### **Görünüm**

Finansal borçlara ilişkin faiz gideri ve net işletme sermayesi ihtiyacını karşılayacak nakit üretilmesi, Şirket için kritik önemi haizdir. Bu bağlamda, iş hacmi seviyesinin önümüzdeki yıllarda artırılması yapılan projeksiyonlarda belirleyici unsur olarak öne çıkmaktadır. Bağımsız denetim raporu verileri baz alındığında; 2019 yılında gerçekleşen 1,7 milyar TL gelirin yüzde 74'ü stratejik ortaklık ve kontrat yönetimi modeli kapsamındaki diğer markalı satışlardan ve bu kapsamdaki satış sonrası hizmetlerden oluşmuştur. 257,9 mio TL olarak sonuçlanan esas faaliyet karının ise yüzde 79'u yine diğer markalı araç satışlarından ileri gelmektedir. Buradan hareketle, Hyundai Motor Company (HMC) ile mevcut sözleşme kapsamındaki üretimin ve Şirket'in İtalyan iştiraki IIA üzerinden gerçekleştirdiği satışların verim ve devamlılığına ilave olarak 2021 itibarıyla Şirket portföyüne katılması planlanan yeni projelerin gerçekleşmesi önem arz etmektedir.

Diğer yandan, Karsan'ın kendi markasıyla elektrikli araç üretimi yapıyor olması, bu alanda biriktirmiş olduğu know-how ve pazardaki konumlanmasının elektrikli araçlara yönelmesi öngörülen pazarda Şirket'e rekabet avantajı kazandıracığı değerlendirilmektedir.

İncelenen dönemler itibarıyla Şirket'in net karlılığı volatil bir trend izlemektedir. 2018 yılında 23,4 mio TL net zarar üreten Şirket, 2019 yılını 20,3 mio TL net kar ile kapatmıştır. Oluşan net kara bakıldığında ana ticari faaliyetlerin dışında sabit kıymet satışının belirleyici olduğu görülmektedir.

31.12.2019 bağımsız denetim raporu verilerine göre; Karsan'ın net yabancı para pozisyonu (-) 66,9 mio TL olarak hesaplanmıştır. (2018: -439,9 mio TL) Karsan kur riskinden korunmak için çeşitli türev işlemleri kullanmakla birlikte kur riski yönetiminde ağırlığı bilançosundaki aktif ve pasif döviz bakiyelerini dengeleme yöntemine vermiştir. Döviz pozisyonu sürekli olarak takip edilip uygun aksiyonlar alınmaktadır. 2019 yılı cirosunun yaklaşık yüzde 62'si (ihrac kayıtlı satışlar dahil) yurtdışı satışlardan oluşan Şirket'in döviz geliri yaratma kapasitesi olumlu anlamda öne çıkarmak istediğimiz hususlardan biridir.

Finansman maliyeti, Karsan'ın vergi sonrası karlılığında önemli etkiye sahiptir. Şirket, faiz giderlerini kontrol altına almak amacıyla 2019 yılında finansal borçlarını azaltma yoluna gitmiştir. Bu amaçla 2019 yılında gerçekleştirdiği sabit kıymet satışının yanı sıra 300 mio TL'lik bedelli sermaye artırımını gerçekleştirmiştir. Alınan aksiyonlar neticesinde 2019 yılında bir önceki yıla kıyasla kaldıraç oranı azalmış, borçluluk rasyosunda iyileşme görülmüştür. Net borcun sermayeye oranı (Net borç / (Net borç + Özkaynaklar)) 2019 yılında gelişim göstererek yüzde 69 olarak sonuçlanmıştır. (2018: yüzde 82)

Tüm bu faktörlerin yanı sıra Karsan'ın sahiplik yapısı ve sektör tecrübesi gibi hususlar dikkate alınarak Şirket'in uzun vadeli görünümü "**Stabil**" ve kısa vadeli görünümü "**Negatif**" olarak belirlenmiştir. Kısa vadeli görünüm, Şirket'in mevcut finansal durumundan bağımsız olarak, COVID-19 pandemisinin küresel ticaret ortamı ve genel olarak talep üzerinde kısa vadede beklenen olumsuz etkileri, Şirket'in yurt içi ve yurt dışında faaliyet göstermesi beklenen pazar karakteristiği dikkate alınarak belirlenmiştir. Küresel ticaret ortamında ve para piyasalarında son dönemde görülen olağanüstü gelişmeler tarafımızca yakından takip edilmekte olup somut etkilerin görülmesi durumunda Şirket'in not ve görünümünde değişikliğe gidilebilecektir.

## **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 Score, 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, volatilite 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 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 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 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 ödenmiyor.

## Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin iş birliğiyle sağlanan ve hem de Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret 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](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 Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret 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)