

**TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu  
VDMK Derecelendirme Ön Raporu**

26.06.2024

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Türü	Dolaylı Aktarmalı Temlik Senedi
Kaynak Kuruluş ve Devreden	Tarfin Tarım A.Ş.
Kurucu	Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi
Özel Amaçlı Kuruluş (İhraççı)	TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu
Hizmet Sağlayıcı ve İşlem Yöneticisi	Tarfin Tarım A.Ş.
İhraç Hacmi	İskontolu 103,4 mn TL, vade sonu 123,4 mn TL (5 ayrı dilimde)
Getiri Oranı %	%54,00-%58,00 Arasında (Modellemede kullanılan faiz oranı olup, ihraç günü değişiklik gösterebilir)
Kupon Türü	Tek Kuponlu olarak 5 ayrı tertip
Risk Tutma Programı	Tarfin Tarım A.Ş. (ihraç hacminin %5'i)
Aşkın Teminatlandırma	Varlık toplamının %5'i
Kayıt Kuruluşu	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
Dayanak Mevzuat	SPK'nın Seri: III, No: 58.1 Sayılı "Varlığa Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği"
Yatırımcı ve Yükümlülerin Sigorta Kuruluşları	Yoktur.
Tahmini İhraç Tarihi	27.06.2024
İhracın Ağırlıklı Ortalama Ömrü	125,7 gün
Alacak Senetlerinin Ağırlıklı Ort. Ömrü	110,4 gün

**Adres:**

**TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu**  
Barboros Mah. Mor Sümbül Sok. WBC İş Merkezi  
Blok No:9/36 Ataşehir/İstanbul

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Derecelendirme Notu *	Uzun Vade	Kısa Vade
<b>Ulusal Notu</b>	AA	A1+
<b>Uluslararası Yabancı Para Notu</b>	BB	B1
<b>Uluslararası Yerli Para Notu</b>	BB	B1

(\*) İhraç öncesi derecelendirme notu geçici nitelikte olup, ihracın ve dayanak varlık devirlerinin tamamlanması sonrasında kesinleşecektir.

**Güçlü Yönler**

- Mevzuat gereği zorunluluk kapsamında ek destek bileşeni olarak %5 risk tutma mekanizmasının uygulanmış olması,
- Risk tutma yükümlülüğüne ek olarak varlık değerinin %5'i oranında aşkın teminatlandırmanın (overcollateralization) varlığı,
- Ödenmeyen senetlerin yasal olarak takibinin senetsiz alacaklara kıyasla kolaylığı,
- Türkiye'deki yerel düzenlemeler sayesinde varlık izolasyonunun gücü,
- Kaynak Kuruluş'un geçmiş tecrübeye sahip olduğu ihraçların aynı zamanda iş modelinin tamamlayıcı unsuru olması,
- Ürün gamına göre bölgesel dağılımın yaygın olması,
- Üretime dayalı finansman sağlaması sebebiyle kaynağın üretim girdisi olarak kullanılması,
- Kaynak kuruluş tarafından verilen dayanak varlık garantörlüğü

**Çekinceler**

- Alacak havuzundaki yükümlülerin profil çeşitliliğinin sınırlı olması,
- %6'ya yakın oranda, risk skorlaması bulunmayıp ayrı değerlendirmeye tâbi tutulan borçluların varlığı
- Sektör yoğunlaşması nedeniyle, ekonomik veya sektörel riske maruziyet,
- Riske göre dilimleme yapılmamış olması,
- Bölgesel dağılımda görece yoğunlaşma,

**Görünüm**

"**TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu**" ("Varlık Finansmanı Fonu", "Fon", "Özel Amaçlı Kuruluş" veya "ÖAK"), **Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş.** (Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi veya "TMKŞ") tarafından 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 58. Maddesine dayanılarak ve TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu iç tüzük hükümlerine göre yönetilmek üzere ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fona devredilen varlıkların yönetilmesi amacıyla süresiz olarak kurulmuştur.

Fon portföyüne, **Tarfin Tarım A.Ş.** ("Tarfin") tarafından vadeli tarımsal ve hayvansal üretim için gerekli girdi satışına istinaden düzenlenen senetli alacaklar devredilecektir. Geliştirdiği makine öğrenmesine dayalı tarımsal risk skorlama modelini kullanarak, Türk çiftçilerinin gübre, tohum ve yem gibi tüm tarım girdilerine, hasatta ödeme fırsatları ile ulaşmalarını sağlayan Tarfin 2017 yılında Mehmet Memecan tarafından kurulmuştur. Tarfin, 77 ildeki 2000'den fazla yetkili Tarfin satış noktası ve mobil uygulamasıyla çiftçilere hizmet sunmaktadır. Tarfin, tarım alacaklarını yapılandırılmış bir yatırım aracına dönüştürdüğü VDMK ihraçlarını yatırımcılar ile buluşturmaktadır. Tarımsal risk skorlama modeli tarafından onaylanmış çiftçilerin alacakları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile buluşurken, sağlanan fonlama ile tarım

girdilerinin çiftçilere daha uygun fiyatlarla tarım girdilerinin ulaşmasını sağlamaktadır. Tarfin, özel olarak yapılandırılmış bu Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ("VDMK") ihraçları ile 4. TSPB Sermaye Piyasaları Ödüllerinde 2018 'Özel Ödül' ve Bonds and Loans Ödüllerinde 2019'da da "En İyi Yapılandırılmış Tahvil Ürünü" kategorilerinde ödül almıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nca 18.01.2024 tarih ve 4/90 sayılı izniyle onaylanmış 1 milyar TL ihraç belgesi kapsamında, devredilecek senet portföyü 28,0 milyon TL tutarında ihraç tavanına kadar 78 gün vadeli, 34,0 milyon TL tutarında ihraç tavanına kadar 110 gün vadeli, 11,0 milyon TL tutarında ihraç tavanına kadar 141 gün vadeli, 18,6 milyon TL tutarında ihraç tavanına kadar 169 gün vadeli ve 11,8 milyon TL tutarında ihraç tavanına kadar 202 gün vadeli olmak üzere toplamda 103,4 milyon TL ihraç tavanına kadar VDMK beş tertip halinde ihraç edilecektir. Tertiplerde itfa tarihi dışında başka bir kıdem bulunmamaktadır. Devredilecek senetlerden elde edilecek nakit akışları öncelikle en kısa vadeli tertibin ödenmesinde kullanılacaktır. Dolaylı aktarmalı (pay-through) ödemeler yapılacak şekilde ihraç edilecek VDMK'ler, yerel nitelikli yatırımcılara halka arz olmaksızın iskontolu olarak satılacaktır.

TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu tarafından "Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1 (Tebliğ)) kapsamında ihraç edilecek VDMK'nin %5'ine denk gelen 5,2 milyon TL'lik kısmı Tebliğ'in 10. Maddesi "Risk Tutma Yükümlülüğü" kapsamında Tarfin tarafından ihraç tarihinde satın alınacak ve risk tutma yükümlülüğü kapsamındaki bu VDMK'ler ilgili itfa tarihlerinde diğer yatırımcıların ödemeleri yapılanaya kadar satılmaksızın Merkezi kayıt Kuruluşu ("MKK") nezdindeki bir hesapta blokeli olarak tutulacaktır. İtfa günü itfa tutarını karşılayacak tutarın fonda bulunmaması halinde Tarfin tarafından alınan bu %5'lik kısmın hak ettiği tutarlar geriye kalan %95'lik kısma dağıtılacak tutara eklenecektir.

Bunun yanı sıra, borçlunun ödeme yapmaması halinde kullanılmak üzere, fon portföyünün tahsil edemediği tutarların teminatı olarak, varlıkların toplam değerinin %5'i tutarındaki teminat varlıklarını fona bedelsiz olarak teslim edeceği varlık devir sözleşmesinde belirtilmiştir. Böylece dayanak varlık aşkın teminatlandırma (overcollateralization) güvencesi içermektedir.

## Metodoloji

---

SAHA Yapılandırılmış Finansman metodolojisi; “Yapısal ve Hukuki Çerçeve” ana başlığı altında özel amaçlı kuruluş ve fon yapısı, yatırımcı hakları, şelale yapısı alt başlıklarını, “Kaynak Kuruluş ve Hizmet Sağlayıcı Analizi” ana başlığı altında kaynak kuruluş itibarı, kaynak kuruluş süreçlerinin değerlendirilmesi, hizmet sağlayıcı değerlendirmesi alt başlıklarını, “Dayanak Varlık Analizi” ana başlığı altında teminat yapısı, geçmiş performans analizi, dayanak varlık yaşı, finansal rasyolar, kredi derecelendirme dağılımı, coğrafi dağılımı, teminat sigortası ve güvenceleri, mevzuata uygunluk alt başlıklarını, “Nakit Akış Analizi” ana başlığı altında itfa yapısı ve türü, itfa süresi, nakit akış öngörülebilirliği, nemalandırma modeli, ihraç masrafları, faiz hassasiyeti alt başlıklarını, “Kredi Güçlendirici Faktörler Analizi” ana başlığı altında aşkın teminatlandırma, risk tutma yükümlülüğü, garantiler, ihtiyatlar alt başlıklarını, “Stres Testi” ana başlığı altında olumsuz ekonomik senaryolara dayanıklılık, stres senaryosunun temerrüt olasılığına etkisi, temerrüt zararının ölçeği, derece notu değişim potansiyeli analizi alt başlıklarını, “Makroekonomik ve Sektörel Analiz” ana başlığı altında ekonomik etmenlerin varlık havuzu performansına etkileri, sektörel trendlerin varlık havuzu performansına etkileri alt başlıklarını incelemektedir.

Uluslararası yerli ve yabancı para notları, merkezi yönetim riski ile transfer ve konvertibilite risklerini de içermekte olup, SAHA Ülke Tavanı Modeli güncel çıktılarına göre belirlenmektedir. Ulusal not ise yukarıda belirtilen riskleri içermeyip, yerli para cinsinden yurtiçi riskleri yansıtmaktadır.

## 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 (temerrüt) kalite olan D'ye kadar verilmektedir. AA'dan CCC'ye kategoriler içerisinde 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 kurumlar ve menkul kıymetler piyasa tarafından "yatırım yapılabilir" olarak değerlendirilmelidir. İlgili mevzuat gereği, VDMK (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet) ihraç derecelendirmelerinde ilk üç kademe notları yatırım yapılabilir seviyeyi işaret etmektedir.

Kısa Dönem	Uzun Dönem	Not Kademesi	Notların Anlamı
(TR) A1+	(TR) AAA (TR) AA+ (TR) AA (TR) AA-	Birinci Kademe	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	İkinci Kademe	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+	Üçüncü Kademe	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yüksek ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir.
(TR) A3	(TR) BBB (TR) BBB-	Dördüncü Kademe	Finansal yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyeti yeterli ancak olumsuz ekonomik koşul ve değişimlerden etkilenebilir riski daha fazla. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihraççının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

Uzun vadeli BB, B, CCC ve kısa vadeli B1, B2, C kategorisinde derecelendirilen kurum ve menkul kıymetler, piyasa tarafından "spekülatif" olarak değerlendirilmelidir.

(TR) B1	(TR) BB+ (TR) BB (TR) BB-	Beşinci Kademe	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-	Altıncı Kademe	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-	Yedinci Kademe	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	Temerrüt. Şirket finansal yükümlülüklerini yerine getiremiyor veya söz konusu menkul kıymetin anapara ve/veya faizi ödenemiyor.

## Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş. (Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi)'nin işbirliğiyle sağlanan ve hem de Birleşik İpotek Finansmanı A.Ş.(Türkiye Menkul Kıymetleştirme Şirketi)'nin kurucusu olduğu "TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu" nun kamunun kullanımına açık olarak yayınladığı bilgilere dayanılarak Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bu rapor Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri 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 Hizmetleri 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).

©2024, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kredi Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha A.Ş.'nin ve "TMKŞ Tarfin Birinci Varlık Finansmanı Fonu" nun izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.

### **İletişim:**

#### **Derecelendirme Uzmanı:**

Tuba Erdener [terdener@saharating.com](mailto:terdener@saharating.com)

#### **Derecelendirme Komite Üyeleri:**

S. Sühan 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)