

**27 Ağustos 2020**

### **Kredi Derecelendirme Notu**

**Uzun vadeli (Ulusal):**  
**(TR) AA**

**Görünüm:**  
**Stabil**

**Kısa Vadeli (Ulusal):**  
**(TR) A1+**

**Görünüm:**  
**Stabil**

### **İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

İş Kuleleri, Kule 2, Kat: 10-11  
34330 Levent, İstanbul

Tel: 0850 724 23 50  
Faks: 0212 325 23 80  
<http://www.isgyo.com.tr>

### **Derecelendirme Notu Gerekçesi**

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., (“İş GYO” veya “Şirket”) Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkullere dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapan bir şirkettir. 1999 yılında kurulan Şirket aynı yıl içinde halka arz edilmiş olup Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Şirket’in sermaye ve yönetim kontrolünü Türkiye İş Bankası A.Ş. elinde tutmaktadır.

İş GYO’nun yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin taşıdığı finansal/operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde uzun vadeli notu **(TR) AA** ve kısa vadeli notu **(TR) A1+** olarak teyit edilmiştir.

Önceki Not (27 Ağustos 2019):

Uzun Vadeli: (TR) AA

Kısa Vadeli: (TR) A1+

### **Görünüm**

İş GYO 2019 yıl sonu verilerine göre; 33 şirketten oluşan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (“GYO”) sektöründe aktif büyüklük açısından 4. sırada (12/2018: 4.sıra) ve özkaynak büyüklüğü açısından 4.sırada (12/2018: 4.sıra) yer almıştır. 30.06.2020 itibarıyla piyasa değeri 1.870 mio TL (12/2019: 1.687 mio TL) olarak hesaplanmış olup, bu açıdan sektördeki payı yüzde 5,1 olarak gerçekleşmiştir.

30.06.2020 itibarıyla Şirket’in gayrimenkul portföy büyüklüğü 4.618 mio TL seviyesindedir. Gayrimenkul portföy dağılımına bakıldığında; portföyün yüzde 81’i kira geliri elde ettiği binalardan, yüzde 6’sı devam etmekte olan projelerden, yüzde 8’i stoklarında bulundurduğu satışa hazır gayrimenkullerden ve yüzde 5’i arsalandan oluşmaktadır.

2019 yılı hasılatını bir önceki yıla kıyasla yüzde 9,8 oranında artıran Şirket’in kira/üst hakkı gelirleri aynı dönemde yüzde 13,4 seviyesinde artmıştır. Bu sonuçlara ilave olarak, yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerlendirilmesinden kaynaklanan, nakit girişi sağlamayan değer artışlarının olumlu katkısıyla dönemi 297,4 mio TL net kar ile kapatmıştır. 2020

yılında ise gerek satılan gayrimenkullerin gerek pandemi ile birlikte oluşan konjonktürde gelen kira indirimlerinin etkisiyle yılın ilk yarısında kira ve üst hakkı gelirleri 2019 yılının aynı dönemine göre yüzde 13,1 seviyesinde azalmıştır. İş GYO, kira gelirlerinde 2020 yılında beklenen gelir kaybına mukabil, aynı dönemde azalan yatırım harcamaları ve düşük faiz ortamının konut satışlarını artırmasıyla nakit jenerasyon seviyesini dengelemeyi öngörmektedir.

2019 yılı toplam hasılatının yüzde 67’si ve kira gelirlerinin yüzde 57’si Türkiye İş Bankası Grubundan geliyor olması alacak kalitesi açısından tarafımızca olumlu değerlendirilmektedir. Q2 2020 itibarıyla kaldıraç kullanımı azalan Şirket’in net yabancı para varlık yükümlülük pozisyonu (+) 29,6 mio TL seviyesinde hesaplanmış olup bu tarih itibarıyla Şirket’in gelir tablosunun olası yukarı yönlü kur hareketlerine negatif bir hassasiyeti bulunmamaktadır.

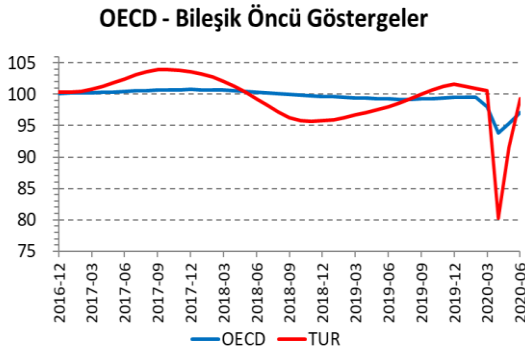
Tüm bu faktörlere ilave olarak, İş GYO’nun finansmana erişim kabiliyeti ve güçlü sahiplik yapısı da dikkate alınarak Şirket’in görünümü “**Stabil**” olarak belirlenmiştir. Diğer yandan, Covid-19 salgını ile birlikte küresel ticaret ortamında ve para piyasalarında son dönemde görülen olağanüstü gelişmeler pandeminin olası ekonomik sonuçlarını belirsiz kılmaktadır. Gelişmeler tarafımızca yakından takip edilmekte olup somut risklerin realize olması durumunda Şirket’e 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	2020		2021	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Haziran 2020 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Nisan 2020)	-4,9% ↓	3,0%	5,4% ↓	5,8%
Dünya Bankası	Haziran 2020 Küresel Ekonomik Beklentiler Raporu (önceki: Ocak 2019)	-5,2% ↓	2,5%	4,2% ↑	2,6%
OECD	Haziran 2020 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Mart 2020 Ekonomik Değerlendirme Raporu)	-6,0% ↓	2,4%	5,2% ↑	3,3% %

Uluslararası kuruluşların büyüme tahminlerinde 2018 yılı ikinci yarısından itibaren çeşitli tarihlere aşağı yönlü revizyonlara gidildiği görülmüştür. Revizyonların başlıca nedenleri olarak, ABD ve Çin arasındaki ticaret savaşları, gelişmekte olan piyasalardaki olumsuz ekonomik gelişmeler; İngiltere'nin Avrupa Birliği'nden ayrılması ve jeopolitik riskler olarak belirlenmiştir. 2020 yılı itibarıyla ise bahsi geçen konulara ilave olarak yeni tip korona virüsünün (Covid-19) neden olduğu pandeminin dünya ekonomisine olası etkileri, OPEC ve Rusya'nın petrol arzı üzerindeki anlaşmazlığının küresel petrol fiyatlarına etkisi gibi konular öne çıkmıştır. Haziran 2020'de yapılan güncellemelerde



Dünya Bankası ve OECD'nin 1930'larda yaşanan Büyük Buhran'dan bu yana en derin resesyonun yaşandığını açıklamaları dikkat çekmiştir. Ayrıca OECD pandemide 2.dalga görülmesi halinde 2020 yılında küresel ekonomide daralmanın yüzde 7,6 seviyesinde gerçekleşebileceğini belirtmiştir.

2018 yılı ortalarında gerek OECD ülkeleri gerekse Türkiye ile ilgili olarak 100,00 eşik değerinin altındaki daralma alanına giren OECD Bileşik Öncü Göstergeleri, 2020 ilk çeyrek sonu itibarıyla Covid-19 salgınının etkileri sonucunda yönünü sert bir şekilde aşağı çevirmiştir. Mayıs ayı itibarıyla toparlanmaya başladığı görülen endeks Haziran sonu itibarıyla hem OECD ülkeleri hem de Türkiye için halen eşik değerinin altında seyretmektedir.

FED, geçtiğimiz yıl Temmuz ayından itibaren çeşitli tarihlere faiz indirimine giderek 2020 Mart başına kadar politika faizini 1,50-1,75 aralığına çekmiş, Eylül ayından itibaren de bilanço küçültme operasyonunu durdurarak repo operasyonlarıyla bilançosunu %5 oranında, yaklaşık 200 milyar dolar hacminde genişletmiştir. Buna ek olarak, piyasada belirginleşen nakit darlığını aşmak üzere 2020 yılının ikinci yarısına kadar ayda 60 milyar dolarlık repo işlemiyle parasal genişlemeyi sürdürüleceğini duyurmuştur. 2020 Mart başında FED, 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. Mart başında tahvil alımı yoluyla 700 milyar dolarlık parasal genişlemeye gideceğini açıklayan FED, Mart ayının ortasında tahvil alımlarının sınırsız yapılacağını duyurmuştur. 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 Nisan ayında FED ek olarak Covid-19 salgını nedeniyle güç duruma düşen küçük ve orta boy işletmelere ve yerel yönetimlere destek amaçlı olarak 2,3 trilyon dolarlık ek bir parasal programın duyurusunu yapmıştır. Haziran ayına gelindiğinde FED yetkililerinin faiz seviyesinde 2022 yılına kadar artış olmayacağı yönündeki açıklaması öne çıkmıştır.

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

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 ikinci yarısında devam etmesi halinde aşağıda verilen tahminlerin büyük ölçüde aşağı yönlü revize edileceği beklenmelidir. Ayrıca OECD, Haziran 2020 güncellemesinde iki senaryo açıklamıştır. Aşağıda gösterimi yapılan öngörü, pandemide yeni bir dalga yaşanmaması durumunu ifade etmekte olup 2. dalga yaşanması durumunda ise

2020 yılında Türkiye ekonomisinin yüzde 8,1 daralacağını öngörmüştür. OECD iki senaryonun gerçekleşme olasılığını eşit olarak gördüğünü de açıklamıştır.

Kurum	Kaynak	2020		2021	
		(Güncel)	(Önceki)	(Güncel)	(Önceki)
IMF	Haziran 2020 Dünya Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Nisan 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	Haziran 2020 Ekonomik Görünüm Raporu (önceki: Mart 2020 Ekonomik Değerlendirme Raporu)	-4,8% ↓	2,7%	4,3% ↑	3,3%

Rapor tarihimiz itibarıyla temel makro ekonomik gelişmeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
<b>Büyüme</b> (TÜİK)	<u>2020-Q1</u> 4,5%	<u>2019-Q4</u> 6,0%	GSYH 2020 yılı birinci çeyrek ilk tahmini; zincirlenmiş hacim endeksi olarak, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %4,5 arttı. GSYH'yi oluşturan faaliyetler incelendiğinde; 2020 yılı birinci çeyreğinde bir önceki yıla göre zincirlenmiş hacim endeksi olarak; diğer hizmet faaliyetleri %12,1, bilgi ve iletişim faaliyetleri %10,7, sanayi %6,2, kamu yönetimi, eğitim, insan sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri %4,6, hizmetler %3,4, tarım %3,0, gayrimenkul faaliyetleri %2,4, mesleki, idari ve destek hizmet faaliyetleri %1,9 ve finans ve sigorta faaliyetleri %1,6 arttı. İnşaat sektörü ise %1,5 azaldı.
<b>İşsizlik</b> (TÜİK)	<u>2020/05</u> 12,9%	<u>2020/04</u> 12,8%	Türkiye genelinde 15 ve daha yukarı yaştakilerde işsiz sayısı 2020 yılı Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre 331 bin kişi azalarak 3 milyon 826 bin kişi oldu. İşsizlik oranı 0,1 puanlık artış ile %12,9 seviyesinde gerçekleşti. Tarım dışı işsizlik oranı 0,2 puanlık artış ile %15,2 oldu. Genç nüfusta işsizlik oranı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre 1,6 puanlık artışla %24,9 oldu.
<b>Enflasyon</b> - TÜFE - ÜFE (TÜİK)	<u>2020/07</u> 11,76% 8,33%	<u>2020/06</u> 12,62% 6,17%	TÜFE'de (2003=100) 2020 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre %0,58, bir önceki yılın Aralık ayına göre %6,37, bir önceki yılın aynı ayına göre %11,76 ve on iki aylık ortalamalara göre %11,51 artış gerçekleşti. Yİ-ÜFE (2003=100) 2020 yılı Temmuz ayında bir önceki aya göre %1,02, bir önceki yılın Aralık ayına göre %7,98, bir önceki yılın aynı ayına göre %8,33 ve on iki aylık ortalamalara göre %6,81 artış gösterdi.
<b>Bütçe Dengesi</b> (Milyar TL) (Haz. ve Mal. Bak.)	<u>2020/06</u> -19,4	<u>2020/05</u> -17,3	Haziran 2020 bütçe uygulama sonuçlarına göre Merkezi Yönetim Bütçesi, Haziran ayında 19,4 Milyar TL açık vermiştir. Bu sonuçla 2020 yılı Ocak-Haziran döneminde bütçe dengesi (-) 109,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. (2020 yılı bütçe hedef: 138,9 milyar TL açık)
<b>Cari Denge</b> (Mio USD) (TCMB)	<u>2020/06</u> -2,934	<u>2020/05</u> -3,764	Cari işlemler açığı bir önceki yılın Haziran ayına göre 2.839 milyon ABD doları artarak 2.934 milyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Bunun sonucunda on iki aylık cari işlemler açığı 11.094 milyon ABD doları olmuştur.
<b>Sanayi Üretim Endeksi</b> (TÜİK)	<u>2020/06</u> 0,1%	<u>2020/05</u> -19,9%	Sanayinin alt sektörleri (2015=100 referans yılı) incelendiğinde, 2020 yılı Haziran ayında madencilik ve taş ocaklığı sektörü endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %8,0 azaldı, imalat sanayi sektörü endeksi %1,0 arttı ve elektrik, gaz, buhar ve iklimlendirme üretimi ve dağıtım sektörü endeksi %6,4 azaldı
<b>Türkiye PMI</b> (İSO-IHS Markit)	<u>2020/07</u> 56,9	<u>2020/06</u> 53,9	Haziran'da 53,9 değerini alan manşet PMI, Temmuz'da 56,9 olarak gerçekleşti ve Şubat 2011'den beri en yüksek seviyede kaydedildi. 50,0 değerinin üzerinde ölçülen rakamların sektörde genel anlamda iyileşmeye işaret etmektedir.

Gösterge	Güncel Değer	Önceki Değer	Açıklama
<b>Ekonomik Güven Endeksi</b> (TÜİK, TCMB)	<u>2020/07</u> <b>82,2</b>	<u>2020/06</u> <b>73,5</b>	Ekonomik güven endeksi Haziran ayında 73,5 iken, Temmuz ayında %11,8 oranında artarak 82,2 değerine yükseldi. Ekonomik güven endeksindeki artış, reel kesim (imalat sanayi), hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörü güven endekslerindeki artışlardan kaynaklandı. Reel kesim güven endeksi bir önceki aya göre Temmuz ayında %10,7 oranında artarak 99,4 değerini, hizmet sektörü güven endeksi %20,2 oranında artarak 66,7 değerini, perakende ticaret sektörü güven endeksi %9,6 oranında artarak 94,6 değerini, inşaat sektörü güven endeksi %11,6 oranında artarak 87,0 değerini aldı. Tüketici güven endeksi Temmuz ayında %2,7 oranında azalarak 60,9 değerini aldı.
<b>Bankacılık Sektörü NPL Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2020/06</u> <b>4,41%</b>	<u>2020/05</u> <b>4,54%</b>	Haziran 2020 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü 5.355.653 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. (Mayıs 2020: 5.282.890 milyon TL) Bu dönemde krediler 3.257.797 milyon TL (Mayıs 2020: 3.161.718 milyon TL) mevduat ise 3.059.927 milyon TL olarak sonuçlanmıştır. (Mayıs 2020: 2.974.200 milyon TL)
<b>Bankacılık Sermaye Yeterlilik Rasyosu</b> (BDDK)	<u>2020/06</u> <b>19,52%</b>	<u>2020/05</u> <b>19,44%</b>	Haziran 2020 döneminde Türk Bankacılık Sektörünün özkaynak toplamı 557.745 milyon TL olmuştur. (Mayıs 2020: 546.248 milyon TL)
<b>Konut Satışları</b> (TÜİK)	<u>2020/07</u> <b>229.357</b>	<u>2020/06</u> <b>190.012</b>	Türkiye genelinde konut satışları 2020 Temmuz ayında bir önceki yılın aynı ayına göre yüzde 124,3 artarak 229.357 adet oldu. İpotekli konut satışları ise bir önceki yılın aynı ayına göre %900,6 artış göstererek 130.721 oldu.
<b>Otomobil ve Hafif Ticari Araç Satışları</b> (ODD)	<u>2020/07</u> <b>87.401</b>	<u>2020/06</u> <b>70.973</b>	2020 yılı Temmuz ayı otomobil ve hafif ticari araç pazarı 2019 yılı Temmuz ayına göre %387,5 artarak 87.401 adet oldu. Bu sonuçla Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2020 yılı Ocak-Temmuz döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %60,3 artarak 341.469 adet olarak gerçekleşti.
<b>Euro Bölgesi İmalat PMI</b> (IHS Markit)	<u>2020/07</u> <b>51,8</b>	<u>2020/06</u> <b>47,4</b>	IHS Markit verilerine göre Euro Bölgesinde imalat sektörü PMI endeksi 2020 yılı Temmuz ayında 51,8 seviyesine yükselmiştir. (beklenti: 51,1) 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. 2020 ilk çeyrek verilerine bakıldığında; ülke milli geliri 2019 yılının aynı dönemine göre yüzde 4,5 mertebesinde büyürken inşaat sektöründeki küçülme yüzde 1,5 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 Mayıs ayı itibarıyla endeks değerinin bir önceki yılın aynı ayına göre artış oranı yüzde 5,8 olarak gerçekleşmiştir. İlave olarak, sektörün üretim ve istihdam hacmindeki yönü ortaya koyması açısından önemli bir diğer gösterge olan inşaat ciro endeksi Mayıs 2020 döneminde bir önceki yılın aynı ayı ile karşılaştırıldığında yüzde 11 seviyesinde azalmıştır.

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

1999 yılında faaliyetlerine başlayan Şirketin ana hissedarı Türkiye İş Bankası A.Ş.'dir. 30.06.2020 itibarıyla 71 çalışanı (12/2019: 72) bulunan Şirket'in güncel sermaye yapısı aşağıda verilmiştir:

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Türkiye İş Bankası A.Ş.	484.271.809	50,51%
Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.	68.151.714	7,11%
Diğer	406.326.477	42,38%
<b>Toplam</b>	<b>958.750.000</b>	<b>100,00%</b>

\*İş GYO'nun fiili dolaşımdaki pay oranı rapor tarihimiz itibarıyla yüzde 40,93'tür.

2019 yıl sonu verilerine göre İş GYO, 33 şirketten oluşan GYO sektöründe aktif büyüklük açısından 4. sırada (12/2018: 4.sıra) ve özkaynak büyüklüğü açısından 4.sırada (12/2018: 4.sıra) yer almıştır. Q2 2020 de piyasa değeri 1.870 mio TL (12/2019: 1.687 mio TL) olarak hesaplanmış olup, bu açıdan sektördeki payı yüzde 5,1 olarak gerçekleşmiştir.

30.06.2020 itibarıyla Şirket'in gayrimenkul portföy büyüklüğü 4.618 mio TL seviyesindedir. Gayrimenkul portföy dağılımına bakıldığında; portföyün yüzde 81'i kira geliri elde ettiği binalardan, yüzde 6'sı devam etmekte olan projelerden, yüzde 8'i stoklarında bulundurduğu satışa hazır gayrimenkullerden ve yüzde 5'i arsalandan oluşmaktadır.



1999 yılında halka arz olunan Şirket "ISGYO" kodu ile Yıldız Pazar- Grup 2'de işlem görmektedir. Şirket, Borsa İstanbul'da, BIST 100 (XU100), BIST Tüm (XUTUM), BIST 50 (XU050), BIST Yıldız (XYLDZ), BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (XGMYO), BIST Mali (XUMAL) ve BIST 100-30 (XYUZO) endekslerine dahil bulunmaktadır.

Yanda verilen grafik, İş GYO hissesi ile İş GYO'nun da dahil olduğu BIST Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları endeksinin 2019 yılı başından bu yana karşılaştırmalı performansını göstermektedir.

Kaynak: [www.isyatirim.com.tr](http://www.isyatirim.com.tr)

Rapor tarihimiz itibarıyla Şirket'in yönetim kurulu yapılanması aşağıdaki gibidir:

Yönetim Kurulu Üyesi	Görevi
ÖMER KARAKUŞ	Yönetim Kurulu Başkanı
SÜLEYMAN H. ÖZCAN	Yönetim Kurulu Başkan Vekili
AYSEL TACER	Yönetim Kurulu Üyesi
M.KARLUK ÇETİNKAYA	Yönetim Kurulu Üyesi
ÖZCAL KORKMAZ	Yönetim Kurulu Üyesi
MURAT DOĞAN	Yönetim Kurulu Üyesi
PROF.DR. ARZU ERDEM	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi
HALUK BÜYÜKBAŞ	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi
NİHAT UZUNOĞLU	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

## Başlıca Finansal Göstergeler

Bilanço ("000" TL)	2018/12	2019/12	Δ 2019		2019/6	2020/6	Δ 2020 Q2	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>752.745</b>	<b>1.249.783</b>	66,0%	▲	<b>724.665</b>	<b>658.853</b>	(9,1%)	▼
Nakit ve nakit benzeri	54.237	388.415	616,1%	▲	17.271	49.467	186,4%	▲
Finansal Yatırımlar	-	173.466		—	-	-		—
Ticari Alacaklar	107.442	116.531	8,5%	▲	117.556	133.956	14,0%	▲
Diğer Alacaklar	718	5.685	691,4%	▲	9.671	6.494	(32,9%)	▼
Türev Araçlar	59.537	42.367	(28,8%)	▼	57.923	44.076	(23,9%)	▼
Stoklar	307.030	381.840	24,4%	▲	441.323	418.943	(5,1%)	▼
Proje Halindeki Stoklar	209.357	121.125	(42,1%)	▼	31.788	-	(100,0%)	▼
Diğer Dönen Varlıklar	14.424	20.354	41,1%	▲	49.133	5.918	(88,0%)	▼
<b>Duran varlıklar</b>	<b>4.469.588</b>	<b>4.466.573</b>	(0,1%)	▼	<b>4.425.358</b>	<b>4.464.368</b>	0,9%	▲
Ticari Alacaklar	44.389	32.660	(26,4%)	▼	36.305	20.632	(43,2%)	▼
Stoklar	174.550	175.000	0,3%	▲	175.231	175.247	0,01%	▲
Maddi Duran Varlıklar	33.814	38.461	13,7%	▲	33.157	38.011	14,6%	▲
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.016	931	(8,3%)	▼	1.043	1.144	9,6%	▲
Finansal Yatırımlar	-	221.249		—	-	222.805		—
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırımlar	3.088	3.741	21,1%	▲	2.972	3.296	10,9%	▲
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.679.193	3.724.397	1,2%	▲	3.910.893	3.732.338	(4,6%)	▼
Proje Halindeki Yatırım Amaçlı Gayr.	474.296	261.537	(44,9%)	▼	257.772	262.430	1,8%	▲
Diğer Duran Varlıklar	59.243	8.598	(85,5%)	▼	7.986	8.465	6,0%	▲
<b>Toplam Aktif</b>	<b>5.222.333</b>	<b>5.716.357</b>	9,5%	▲	<b>5.150.023</b>	<b>5.123.221</b>	(0,5%)	▼
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.091.582</b>	<b>1.232.365</b>	12,9%	▲	<b>1.019.908</b>	<b>971.763</b>	(4,7%)	▼
Finansal borçlar	-	464.336		—	314.929	407.454	29,4%	▲
U.V. Finansal Borçların K.V. Kısımları	742.664	352.421	(52,5%)	▼	438.970	409.883	(6,6%)	▼
Ticari borçlar	34.901	216.937	521,6%	▲	21.032	9.875	(53,0%)	▼
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	314.017	198.671	(36,7%)	▼	244.976	144.551	(41,0%)	▼
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>573.812</b>	<b>623.765</b>	8,7%	▲	<b>591.717</b>	<b>303.139</b>	(48,8%)	▼
Finansal Borçlar	572.184	621.751	8,7%	▲	589.923	300.931	(49,0%)	▼
Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	1.628	2.014	23,7%	▲	1.794	2.208	23,1%	▲
<b>Özkaynaklar</b>	<b>3.556.939</b>	<b>3.860.227</b>	8,5%	▲	<b>3.538.399</b>	<b>3.848.319</b>	8,8%	▲
Ödenmiş Sermaye	958.750	958.750	0,0%	—	958.750	958.750	0,0%	—
Diğer	271.239	277.137	2,2%	▲	271.239	277.137	2,2%	▲
Kardan kısıtlanmış yedek	59.562	65.950	10,7%	▲	65.950	70.942	7,6%	▲
Geçmiş Yıl Karları	1.925.778	2.261.000	17,4%	▲	2.261.000	2.553.398	12,9%	▲
Dönem Karı	341.611	297.390	(12,9%)	▼	(18.540)	(11.908)	35,8%	▲
<b>Toplam Pasif</b>	<b>5.222.333</b>	<b>5.716.357</b>	9,5%	▲	<b>5.150.023</b>	<b>5.123.221</b>	(0,5%)	▼

(Kaynak: Rasyonet)

Gelir Tablosu ("000" TL)	2018/12	2019/12	Δ 2019		2019/6	2020/6	Δ 2020 Q2	
Hasılat	1.098.332	1.206.510	9,8%	▲	248.537	219.935	(11,5%)	▼
SMM	837.502	955.966	14,1%	▲	131.038	120.045	(8,4%)	▼
<b>Brüt Kar</b>	<b>260.831</b>	<b>250.543</b>	<b>(3,9%)</b>	<b>▼</b>	<b>117.499</b>	<b>99.890</b>	<b>(15,0%)</b>	<b>▼</b>
Faaliyet Giderleri	46.746	41.770	(10,6%)	▼	24.654	21.446	(13,0%)	▼
<b>Net Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>214.084</b>	<b>208.774</b>	<b>(2,5%)</b>	<b>▼</b>	<b>92.845</b>	<b>78.444</b>	<b>(15,5%)</b>	<b>▼</b>
Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider	265.734	330.369	24,3%	▲	7.274	5.270	(27,6%)	▼
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>479.818</b>	<b>539.142</b>	<b>12,4%</b>	<b>▲</b>	<b>100.119</b>	<b>83.714</b>	<b>(16,4%)</b>	<b>▼</b>
Öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen net	1.311	1.653	26,1%	▲	884	1.055	19,4%	▲
<b>Finansman Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>481.129</b>	<b>540.795</b>	<b>12,4%</b>	<b>▲</b>	<b>101.003</b>	<b>84.769</b>	<b>(16,1%)</b>	<b>▼</b>
Finansman geliri	60.396	-	(100,0%)	▼	6.582	10.611	61,2%	▲
Finansman gideri	199.914	243.406	21,8%	▲	126.125	107.287	(14,9%)	▼
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>341.611</b>	<b>297.390</b>	<b>(12,9%)</b>	<b>▼</b>	<b>(18.540)</b>	<b>(11.908)</b>	<b>35,8%</b>	<b>▲</b>
Vergi	-	-	-	—	-	-	-	—
<b>Net Kar</b>	<b>341.611</b>	<b>297.390</b>	<b>(12,9%)</b>	<b>▼</b>	<b>(18.540)</b>	<b>(11.908)</b>	<b>35,8%</b>	<b>▲</b>
Amortisman	1.754	2.011	14,6%	▲	987	1.134	15,0%	▲

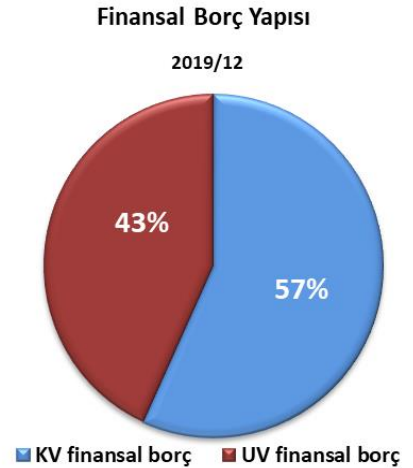
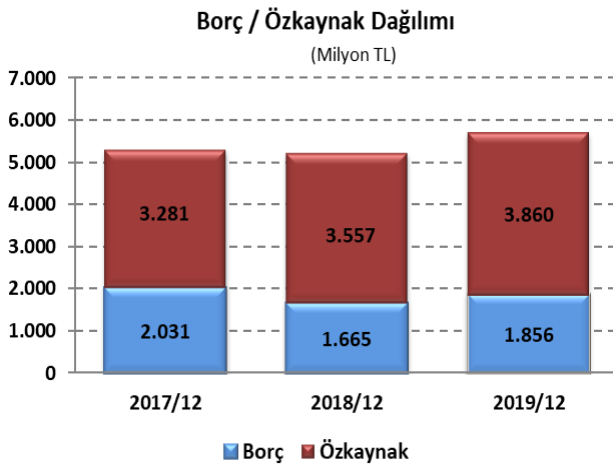
(Kaynak: Rasyonet)

Gelir tablosuna yansıyan "hasılat" hesabı Şirket'in portföyünde bulunan gayrimenkullerden elde ettiği kira/üst hakkı gelirleri ve konut/proje satış gelirlerinin yanı sıra mevduat faizi gelirleri ve diğer borçlanma araçları gelirlerinden oluşmaktadır. 2019 yılında İş GYO'nun toplam hasılatı 2018 yılına kıyasla yüzde 9,8 artışla 1.206,51 mio TL seviyesine yükselmiştir.

Şirket'in yıllara sâri projelerine ait hasılat ve maliyet, projenin teslimi gerçekleştirilene kadar Şirket bilançosunda izlenmekte, teslimle birlikte gelir tablosuna aktarılmaktadır. Bu muhasebesel etki nedeniyle konut/proje satış gelirleri teslim tarihlerine göre volatil bir seyir izleyebilmektedir. Diğer yandan Şirket, hasılatı oluşturan bir diğer gelir kalemi olan kira ve üst hakkı gelirlerini 2019 yılında yüzde 13,4 oranında artırarak 246,6 mio TL gelir kaydetmiştir. 2020 yılında ise gerek satılan gayrimenkullerin gerek pandemi ile birlikte oluşan konjonktürde gelen kira indirimlerinin etkisiyle, yılın ilk yarısında kira/üst hakkı gelirleri 2019 yılının aynı dönemine göre yüzde 13,1 seviyesinde azalmıştır. İş GYO, kira gelirlerinde 2020 yılında beklenen gelir kaybına mukabil, bu dönemde azalan yatırım harcamaları ve düşük faiz ortamının konut piyasasını hareketlendirmesi ile nakit jenerasyon seviyesini dengelemeyi öngörmektedir.

Kira geliri yaratan gayrimenkul portföyünden gerçekleşen satışların da etkisiyle bir önceki derecelendirme döneminde yüzde 83 olarak hesaplanan kiralanabilir portföyün doluluk oranı, Q1 2020 itibarıyla yüzde 89 mertebesine yükselmiştir. Kira sözleşmelerinin ortalama vadesi 5 yılın üzerindedir. 31.12.2019 itibarıyla kira gelirlerinin yüzde 57'si ve toplam hasılatın yüzde 67'si Türkiye İş Bankası Grubundan elde edilmiştir. Konsantrasyonun Türkiye İş Bankası Grubunun oluşturması alacak kalitesi açısından tarafımızca olumlu değerlendirilmektedir.

06/2020 mali verileri dikkate alındığında Şirket'in kaldıraç kullanımı azalmış, finansal yapı rasyolarında genel olarak gelişim gözlenmiştir. Diğer yandan, Şirket, en son döviz cinsinden borçlanmayı 2013 yılında gerçekleştirmiş olup, izleyen dönemlerde yabancı para cinsinden borçlanmayı tercih etmemektedir. Bununla birlikte İş GYO, mevcut döviz cinsinden yükümlülüklerine ilişkin koruma amaçlı türev işlemleri yapmaktadır. Bağımsız denetim raporu verilerine göre, Şirket'in net yabancı para varlık yükümlülük pozisyonu 31.12.2019'da (-) 16,7 mio TL olarak hesaplanmıştır. (12/2018: -30,3 mio TL) 06/2020 itibarıyla ise net yabancı para varlık yükümlülük pozisyonu (+) 29,6 mio TL seviyesinde hesaplanmış olup bu tarih itibarıyla Şirket'in gelir tablosunun olası yukarı yönlü kur hareketlerine negatif bir hassasiyeti bulunmamaktadır.



## Mali Rasyolar

Başlıca Finansal Rasyolar	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06
<b>Likidite</b>				
Net İşletme Sermayesi / Toplam Varlıklar	(0,06)	0,003	(0,06)	(0,06)
Cari Oran - Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,69	1,01	0,71	0,68
Asit Test Oranı - (Dönen Varlıklar – Toplam K.V. Stoklar) / K.V Yükümlülükler	0,22	0,61	0,25	0,25
Nakit Oran – Hazır Değerler / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,05	0,46	0,02	0,05
K.V Stoklar / Dönen Varlıklar	0,69	0,40	0,65	0,64
Toplam Stoklar / Toplam Varlıklar	0,13	0,12	0,13	0,12
<b>Finansal Yapı</b>				
Kaldıraç Oranı - Toplam Borçlar / Özkaynaklar	0,47	0,48	0,46	0,33
Borçluluk Oranı - Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	0,32	0,32	0,31	0,25
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Borç	0,66	0,66	0,63	0,76
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,21	0,22	0,20	0,19
Kısa Vadeli Finansal Borçlar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,68	0,66	0,74	0,84
Finansal Borç / Toplam Varlıklar	0,25	0,25	0,26	0,22
<b>Faaliyet Oranları</b>				
Alacak Devir Hızı - Hasılat / K.V. Ticari Alacaklar	10,22	10,35	2,11	1,64
Stok Devir Hızı - SMM / Toplam K.V. Stoklar	1,62	1,90	0,28	0,29
Ticari Borç Devir Hızı - SMM / K.V. Ticari Borçlar	24,00	4,41	6,23	12,16
Dönen Varlık Devir Hızı - Hasılat / Dönen Varlıklar	1,46	0,97	0,34	0,33
İşletme Sermayesi Devir Hızı - Hasılat / Net İşletme Sermayesi	(3,24)	69,27	(0,84)	(0,70)
Özkaynak Devir Hızı - Hasılat / Özkaynaklar	0,31	0,31	0,07	0,06
Aktif Devir Hızı - Hasılat / Toplam Varlıklar	0,21	0,21	0,05	0,04
<b>Kârlılık</b>				
Brüt Kârlılık - Brüt Kâr / Hasılat	23,7%	20,8%	47,3%	45,4%
FAVÖK 1 Marjı - (Esas Faaliyet Kârı + Amortisman) / Hasılat	43,8%	44,9%	40,7%	38,6%
FAVÖK 2 Marjı - (Brüt Kâr -Faal.Giderleri + Amortisman) / Hasılat	19,7%	17,5%	37,8%	36,2%
Faaliyet Kârlılığı - Esas Faaliyet Kârı / Hasılat	43,7%	44,7%	40,3%	38,1%
Net Kârlılık - Dönem Kârı / Hasılat	31,1%	24,6%	(7,5%)	(5,4%)
SMM / Hasılat	76,3%	79,2%	52,7%	54,6%
Faaliyet Giderleri / Hasılat	4,3%	3,5%	9,9%	9,8%
Varlık Karlılığı - Dönem Kârı / Toplam Varlıklar	6,5%	5,2%	(0,4%)	(0,2%)
Özkaynak Karlılığı - Dönem Kârı / Özkaynaklar	9,6%	7,7%	(0,5%)	(0,3%)

Kaynak: (Rasyonet)

## Kurumsal Yönetim

Şirket, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir.



## Metodoloji

---

SAHA'nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analizin bileşenleri, sektör mukayeseli performansı, finansal risklerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır. 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 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 ödenmiyor.

## Çekinceler

Bu Kredi Derecelendirme Raporu, İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin iş birliğiyle sağlanan ve hem de İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 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 İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 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)