

Fitch, Doğuş'un Ulusal Uzun Dönem Notunu 'BB(tur)' kademesine indirdi; Derecelendirme Geri Çekildi

Fitch Ratings - Frankfurt am Main – 23 Mart 2019 Fitch Ratings, Türk otomobil ithalatçısı Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.'nin (Doğuş) 'BB+(tur) olan Ulusal Uzun Dönem Notunu 'BB (tur) kademesine indirdi. Görünüm Negatif olarak belirlendi. Fitch eş zamanlı olarak Doğuş'un tüm derecelendirmelerini ticari nedenlerle geri çekti. Bu doğrultuda, Fitch bundan sonra Doğuş için derecelendirme veya analitik içerik hizmetleri sağlamayacak.

Kredi notunun indirilmesi, Türkiye iç pazarında devam eden zayıflamanın yanı sıra satışlar üzerinde uzun süreli baskının, Doğuş'un finansal profilinin yerel muadilleriyle kıyaslandığında daha da bozulmasını tetikleyeceğine dair Fitch beklentilerini de yansıtmaktadır.

Derecelendirmeler, pazarda süregelen çalkantı ve kur zafiyeti ortamında likidite ve orta vadeli kredi yapılandırma risklerinin yükselmesi, ayrıca Türkiye'de hakim olan ortamın orta vadede iyileşmeyeceğine dair beklentilerimiz ile kısıtlanmaktadır. Negatif Görünüm, potansiyel olarak sınırlı kredi tesisi ve ana ortaklık Doğuş Holding A.Ş.'nin (DH) kredi yapılandırma riskinin önemli oranda artmış olmasını yansıtmaktadır. Derecelendirmeler ticari nedenlerle geri çekilmiştir.

TEMEL DERECELENDİRME ETKENLERİ

Sürekli Zayıf Likidite: Negatif serbest nakit akışı (SNA) ve Türkiye'de yaygın bir durum olarak Doğuş için taahhüt edilmiş kredi tesisinin yokluğu dikkate alındığında, 'BB+(tur)' derecelendirmesinin de gösterdiği üzere likidite, kredi profilinde temel baskı unsurlarından biri olmayı sürdürmektedir. Doğuş için her ne kadar geçmişte çok çeşitli bankalardan yüksek tutarlarda (yaklaşık 5 milyar TL) taahhüt edilmemiş kredi tesis edilmiş olsa dahi 2018 yılında kullanılmamış nakit limitler iptal edilmiştir. Bunun sonucunda, Doğuş'un likidite profili, zayıflamış olup kullanılan kredilerin başarıyla çevrilmeye devam etmesine bağlıdır.

Kredi Tesisi Riskinde Artış: Türkiye'deki mevcut makroekonomik ortamda kredi tesisine erişimin giderek zorlaştığını düşünmekteyiz. Doğuş, yerli ve yabancı bankalarla güçlü ilişkilere sahip olmasına ve bugüne dek bu limitleri düzenli olarak çevirebilmesine rağmen döviz krizinin daha da kötüleşmesi ve her ne kadar 2019'un ilk çeyreğinde ticari faiz oranlarında hafif bir iyileşme olsa da Türk bankaları üzerindeki olumsuz etkisinin artması halinde kredi tesisinin azalması ve kredilerin çok ağır şartlarda yenilenmesi konusunda giderek artan riske maruzdur.

Finansal Ölçütlerin Zorlanması: Döviz kurlarının yılbaşından bu yana Doğuş'un nakit faiz maliyetleri üzerindeki büyük olumsuz etkisinden dolayı, işletme sermayesi gereksinimlerini karşılamak için faktoring kullanılması ile birlikte işletme nakit akışının düşeceğine dair

varsayımımız da dikkate alındığında faaliyetlerden gelen kaynakların (FFO) düzeltilmiş net kaldıraç oranının, 2019-2020 boyunca 7.0x civarında (2018: 6.1x) kalacağını tahmin edilmektedir ve bu durum derecelendirme ile uyumludur. Öte yandan, şirketin 2018 FAVÖK marjı, faaliyet maliyetlerinin kontrolü sayesinde %5,7'ye (2017:%4,3) yükselmiş olup Doğuş'un genel anlamda esnek maliyet yapısını göstermektedir.

Türkiye Otomotiv Satışlarında Yavaşlama: Türkiye'de otomotiv satışları 2018'de önemli ölçüde olumsuz etkilenmiş, döviz kurlarındaki ciddi olumsuz etkilere ve dolayısıyla enflasyon oranındaki artışa bağlı olarak 2017 yılına kıyasla %37 oranında düşüş göstermiştir. Bunun sonucunda araç fiyatları yükselmiş, otomobil kredilerinin şartları ağırlaşmış ve tüketici hassasiyeti baskılanmıştır. Dikkat çeken bir nokta olarak, Doğuş'un 2018 satış adetlerindeki daralmanın (-%43) pazardan biraz daha fazla olması, şirketin iç pazar dinamiklerine ne kadar maruz kaldığını göstermektedir. Fitch, 2019 yılı boyunca otomotiv satışlarında daha da daralma beklemekte ve 2020'den önce herhangi bir istikrar sağlanacağını öngörmemektedir.

Yönetilebilir Kur Riskleri: Otomobil ithalatı tamamıyla Euro hakimiyetinde olup Doğuş'un faaliyetleri çoğunlukla Türk Lirası cinsinden gelir yaratmakta ve ciddi bir döviz kuru uyumsuzluğu oluşturmaktadır. Bununla birlikte, otomotiv üreticileriyle olan fiyatlandırma mekanizmaları, uzun vadede dengeli bir yük paylaşma modeli sağlamak ve ortalama döviz kuru çalkantılarının etkisini hafifletmektedir.

Güçlü para birimleri cinsinden borcun olmamasını, Türkiye'deki kurumsal muadili Yaşar Holding A.Ş. (B-/BB(tur)/Durağan) ve Gürcistan merkezli otomotiv yedek parça tedarikçisi Tegeta Motors LLC (B-/Durağan) ile kıyaslandığında lehte ve Doğuş'un kredi profili açısından pozitif olarak değerlendirmekteyiz. Her iki muadilin bilançolarında ciddi miktarda *hedge* edilmemiş yabancı para birimleri cinsinden borç olması, kaldıraç ölçütlerinde döviz kuruna bağlı olumsuz etki yaratmaktadır.

Bağımsız Derecelendirme Değerlendirmesi: Fitch, kendi "*Parent and Subsidiary Rating Linkage*" (Ana Ortaklık ve Bağlı Ortaklık Derecelendirme Bağlantısı) kriterlerini uygulamış ve DH ile hukuki, operasyonel ve stratejik bağlantılarının Doğuş'u bağımsız olarak derecelendirmek açısından yeterince zayıf olduğunu belirlemiştir. Özellikle, yukarı ve aşağı yönlü akış garantilerinin, fonları koruma mekanizmalarının ve müteakbil temerrüt şartlarının bulunmaması, her iki tarafın ayrı finanse edilmesinin temelini oluştururken yönetimin çok az çakışması ve geniş ölçüde bağımsız bir Yönetim Kurulunun olması, Doğuş Holding'in sadece marjinal etkisinin bulunduğu özerk bir yönetim stratejisini desteklemektedir.

Fitch, Doğuş Holding ve Doğuş'un kredi profillerini geniş ölçüde benzer olarak değerlendirmektedir. Bununla birlikte, Doğuş Holding'in kredi profilinde daha fazla bozulma yaşanması Doğuş için de olumsuz olabilecektir zira Fitch, Doğuş'un, ana ortaklığının bir kademe üzerinde bile derecelendirilme olasılığının bulunmadığı görüşündedir.

Ana Ortaklığın Planlı Kredi Yapılandırmasında Duraklama: Fitch, Doğuş Holding'in dar likidite profili ve kredi yapılandırma riskinin yükselmiş olması nedeniyle Doğuş'un finansal profilinin bir ölçüde baskı altında olduğunu düşünmektedir. Yönetimin Doğuş'un, DH'nin borç yapılandırmasından muaf tutulacağı yönündeki süregelen varsayımına ve Fitch'in karşılıklı

bağlantıların zayıf olduğuna dair görüşüne rağmen durum budur. Doğu Holding'in Garanti Bankası'ndaki hisselerini satmasının ardından, Doğu DH'nin en büyük temettü kaynağı haline gelmiş bulunmaktadır.

DERİVASYON ÖZETİ

Geçerli değildir.

BAŞLICA VARSAYIMLAR

İhraççı için Derecelendirme Çalışmamız kapsamında Fitch'in Temel Varsayımları

- Türkiye'de yeni otomobil satışlarındaki düşüş (2018'de -%35 ve Ocak 2019'da önceki yılın aynı dönemine göre -%60) henüz fiyat artışlarıyla tam olarak karşılanmadığı için 2019 yılında gelirlerin %9 azalması.
- Finansman sağlamak amacıyla tesis edilmiş mevcut kredilerin büyük kısmının çevrilecek olması.
- 2019-2020 yılları boyunca 200 milyon TL'yi biraz aşan yıllık yatırımla sermaye harcamalarının normalleştirilmesi.
- Temettü ödemelerinin, ikinci bir açıklamaya kadar askıya alınması.
- 2019-2021 döneminde büyük bir satın alma veya elden çıkarma olmaması.
- Derecelendirme mevcut kurumsal yapının yerinde kalacağı varsayımına dayandırılmıştır.

DERECELENDİRME HASSASİYETLERİ

Geçerli değildir.

LİKİDİTE VE BORÇ YAPISI

Zayıf Likidite: Doğu'un likidite profili, ağırlıklı olarak kısa vadeli finansmanı nedeniyle 1.0x oranının ciddi ölçüde altında olup zayıftır. Hazır nakit ve eşdeğer varlıklar, 100 milyon TL'lik kısıtlı nakit düzeltmesinden ve Doğu'un Doğu Holding'deki payının %20'lik bölümünün 116 milyon TL değerle dahil edilmesinden sonra 2018 yılı sonu itibarıyla 381 milyon TL'dir. Bu rakam, aynı tarih itibarıyla vadesi gelecek 2,5 milyar TL'lik kısa vadeli borç tutarını ve gelecek 12 ay için negatif SNA tahminini kapsamamaktadır.

Doğu'un likiditesi, daha önce tesis edilen taahhüt edilmemiş kredi limitlerinin (yaklaşık 3 milyar TL) iptal edilmesinden dolayı kullanılmakta olan kredi limitlerinin sürekli çevrilmesine bağlı durumdadır ve bir yandan da daha az miktarda kredinin daha ağır şartlarda tesisinden kaynaklı risklere maruz kalmaya devam etmektedir.

TÜZEL KİŞİLİK	DERECELENDİRME AKSİYONLARI			ÖNCEKİ
	DERECELENDİRME			
Doğu Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Ulusal uzun dönem	BB(tur) ●	İndirme	BB+(tur) ●
	Ulusal uzun dönem	WD(tur)	Geri çekme	BB+(tur) ●

FITCH RATINGS ANALİSTLERİ

Baş Analist



Çiğdem Cerit
Direktör
+34 93 467 8840
Fitch Ratings Espana. S.A.U.
Av. Diagonal 601
Barcelona 08028

Denetleyici Analist
Severin Testroet
Yardımcı Direktör
+49 69 768076 113
Fitch Deutschland GmbH
Neue Mainzer Strasse 46 – 50
Frankfurt am Main D-60311

Komite Başkanı
Emmanuel Bulle
Kıdemli Direktör
+34 93 323 8411

Medya ilişkileri

Adrian Simpson (Londra)
Londra
+44 20 3530 1010
adrian.simpson@thefitchgroup.com

Detaylı bilgi www.fitchratings.com sitesinde yer almaktadır.

UYGULANABİLİR KRİTERLER

Corporate Rating Criteria (Kurumsal Derecelendirme Kriterleri) (yayım tarihi 19 Şubat 2019)

National Scale Ratings Criteria (Ulusal Ölçekte Derecelendirme Kriterleri) (yayım tarihi 18 Temmuz 2018)

Parent and Subsidiary Rating Linkage (Ana Ortaklık ve Bağlı Ortaklık Derecelendirme Bağlantıları) (yayım tarihi 16 Temmuz 2018)

Sector Navigators (Sektör Kılavuzları) (yayım tarihi 23 Mart 2018)

* Bu metin, İngilizcesine uygun olarak tercüme edilmiş olup bağlayıcı değildir ve İngilizce orijinali esastır.