

## 1. GENEL BAKIŞ VE KAPSAM

Bu doküman, finans ve kamu hizmeti haricindeki kurumsal şirketler için JCR ER genel derecelendirme metodolojisini ve kriterleri özetlemektedir. Kriterler, analitik süreci ortak bir çerçeveye göre düzenler, firmaların faaliyette bulunduğu sektöre değişebilir ve bir tüzel kişilik için Temel Risk Profili (TRP), Bağımsız Risk Profili (BRP) ve Kurum Kredi Ratingi (KKR) geliştirme adımlarını ifade eder.

JCR ER değerlendirmesi esas olarak, bu metodoloji kapsamında ele alınan şirketleri iş riski profili ve finansal risk profillerini ve şirketlerin BRP'sini etkileyebilecek ve değiştirebilecek ilgili diğer faktörleri dikkate alır.

Kriterler, bir ihraççının BRP ve KKR'si için JCR ER tarafından yapılan değerlendirmeler hakkında genel bir bilgilendirme sağlarken, analizde kullanılan faktörlerin açıklamaları ise daha ayrıntılıdır. Kriterler ayrıca, bu faktörleri nasıl kullandığımız konusunda da rehberlik sağlar. Bu kriterler, JCR ER tarafından temel kurumsal kredi riski analizine yaklaşımımızı netleştiren belirli bir yapı sağlamayı amaçlamaktadır.

İş riski profili değerlendirmesi, asıl olarak şirketin dahil olduğu sektör riski ve firma konumlandırması faktörleri dikkate alınarak bir şirketin risk ve getiri potansiyelini içerir. Firma konumlandırması, sektörün rekabet koşullarını ve şirketin sektördeki rekabetçi konumunu, şirketin ölçeğini, şirketin çeşitlendirme kabiliyetini ve kapasitesini, operasyonların verimliliğini ve karlılığını kapsar. İş risk profili, şirketin finansal risk profilini de doğrudan etkiler ve şirketin öngörülen ekonomik performansı için temel oluşturur.

Finansal risk profili ise, şirket yönetiminin iş riski profili ve finansal risk iştahını dikkate alarak aldığı kararlarının sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Bu, yönetimin şirketin finansmanını nasıl aradığına ve bilançosunu nasıl oluşturduğuna ilişkin değerlendirmeleri gerektirir. Bu aynı zamanda nakit akışları ile finansal taahhütleri arasındaki ilişkiyi de gösterir. Kurumsal bir ihraççının finansal risk profili değerlendirmesini belirlemek için finansal analizde asıl olarak dikkate alınan değişkenler kaldıraç (leverage), karşılama (coverage), karlılık (profitability), etkinlik (efficiency) oranlarıdır.

JCR ER, iş ve finansal risk profil değerlendirmelerinden sonra bir temel risk profil (TRP) belirlemek için bu değerlendirmeleri birleştirir. TRP, ek derecelendirme faktörleriyle değiştirilebilir. Bunlar modülatörler olarak adlandırılır ve temel olarak şu faktörler dikkate alınır; likidite, borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikler, çevresel, toplumsal ve kurumsal yönetim (ESG), diğer uyarlamalar (Fine-tuners) ile firmaların memzuç kayıtları. Bu değerlendirmeler 3 aşamada gerçekleştirilir. 1. aşamada likidite değerlendirmesi yapılır, 2. aşamada borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikler, çevresel, toplumsal ve kurumsal yönetim (ESG), diğer uyarlamaların birlikte dikkate alındığı bir değerlendirme yapılır. 3. ve son aşamada ise firmaların memzuç kayıtları incelenerek, firmaların bankacılık sisteminde yaşamış oldukları olumsuz kayıtlar dikkate alınır. Modülatör değerlendirmesinden sonraki aşamada ise, destek değerlendirmeleri ele alınır, grup desteği, kamu ile ilişkili destekler ve varsa diğer dış destek unsurları ile firmaların Kurum Kredi Ratingi (KKR) elde edilir. Firmaların ihraçlarının olması

durumunda ise ihraca özel değerlendirme unsurlarının dikkate alınarak İhraç Ratingi'ne (İR) ulaşılır.

## 2. KURUMSAL RATING METODOLOJİSİ GENEL YAPISI

### 2.1 Temel Çerçeve

Temel çerçeve olarak, kurumsal analitik metodoloji, analitik süreci düzenler ve tüm önemli konuları dikkate almak için süreci birkaç alt faktöre böler. JCR ER, şirketin iş risk profilini analiz eder, finansal risk profili hakkında değerlendirme yapar, ardından bunları ihraççı için temel profil belirlemek için birleştirir, ardından temel profili değiştirebilecek modülatörleri göz önünde bulundurarak analiz eder. Değişim olumlu veya olumsuz bir şekilde olabilir.

Bir şirketin iş riski değerlendirilmesi, sektör riski ve firma konumlandırma analizlerini birleştirir. Kaldıraç, karşılama, karlılık ve verimlilik oranı analizleri, şirketin finansal risk profilini kapsar. Analiz daha sonra şirketin TRP'sini belirlemek için iş ve finansal risk profillerini birleştirir.

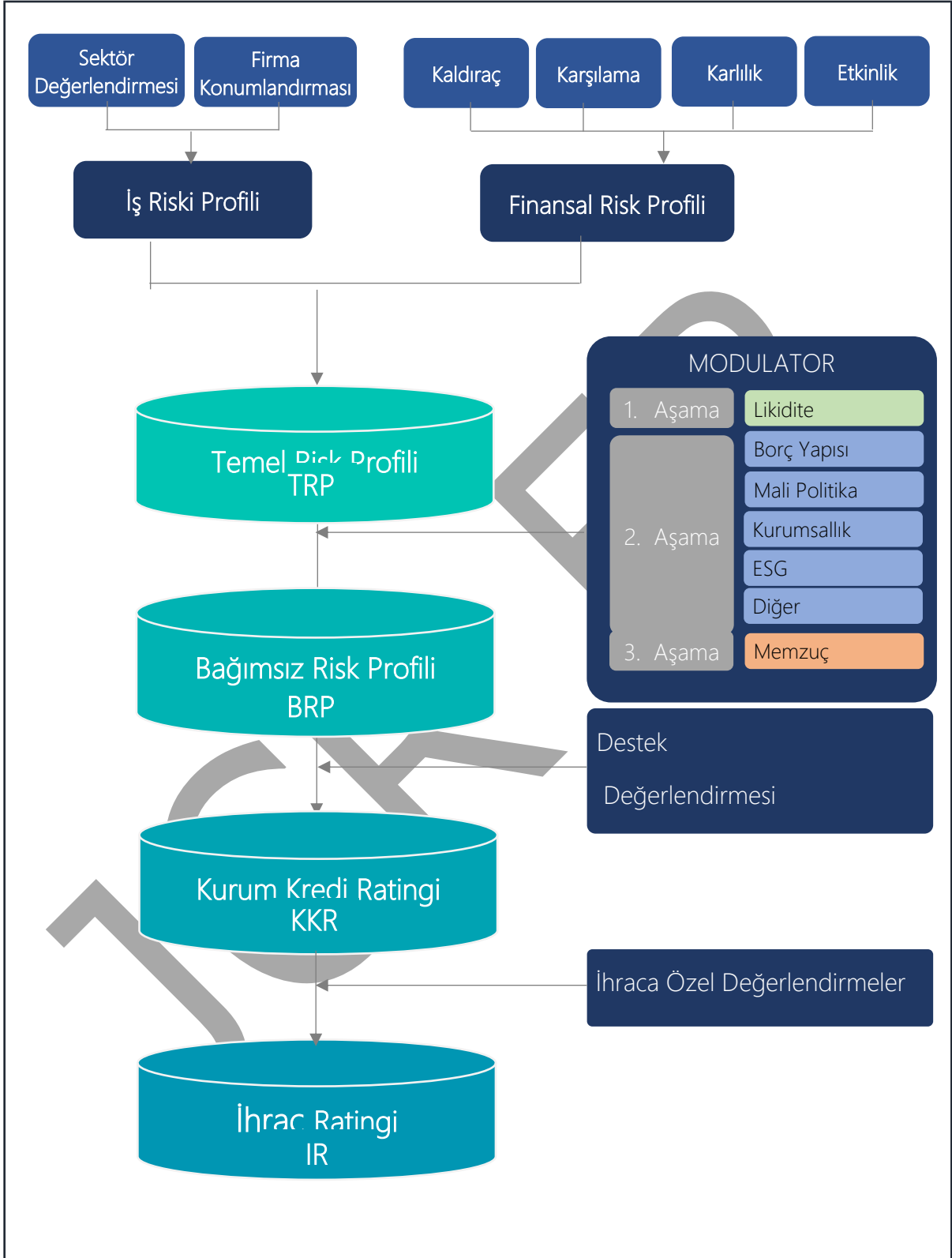
TRP'yi belirledikten sonra, JCR ER bunu değiştirmek için ek faktörler kullanır. Bunlar modülatör olarak adlandırılır. 3 aşamadan oluşan modülatör değerlendirmesinde her bir aşamanın sonucunda, firmanın temel profilini bir veya daha fazla not artırabilir veya azaltabilir- veya hiçbir etkisi olmayabilir.

İş riski profili nitel değerlendirme ve nicel bilgilerin karışımı olup, temel olarak iki ana unsurdan oluşur; sektör değerlendirmesi ve firma konumlandırması. Nitel değerlendirmeler, çeşitlendirme pozisyonunu değerlendirmek için kullanılan bir şirketin ürün ve/veya hizmet yelpazesinin çeşitlilik düzeyi gibi risk faktörlerini farklılaştırır. Nicel bilgiler, şirketin verimliliğini değerlendirirken incelenen gelir ve karlardaki değişiklikler gibi geçmiş, güncel ve tahmin edilen verileri içerebilmektedir.

Finansal risk profili değerlendirmeleri tamamen nicel faktörlere odaklanırken, kaldıraç, karşılama, karlılık ve verimlilik metriklerini içerir.

Temel Risk Profili (TRP), iş ve finansal temellerin birleşiminden kaynaklanmaktadır. TRP belirlendikten sonra, modülatörler Bağımsız Risk Profili (BRP) atamak için kullanılır. BRP belirlendikten sonra varsa grup veya kamu desteği etkisi değerlendirmesi sonucu firmanın Kurum Kredi Ratingi (KKR) sonucuna ulaşılır. Kamu veya gruptan gelen destek veya olumsuz etki, KKR değerlendirmesinde dikkate alınır. Destek veya olumsuz etki hem iş hem de finansal risk faktörlerini etkileyebilir. Bu tür bir destek veya olumsuz etki, sektör değerlendirmesini, diğer firma konumlandırma unsurlarını, finansal risk profilini, likidite analizini ve karşılaştırılabilir derecelendirme analizini etkileyebilir.

**Şekil : Jenerik Kurumsal Metodoloji Çerçevesi**



## 2.2 İş Riski Profili

Bir şirketin kilit pazarlardaki konumu, ürün ve marka üstünlüğü ve fiyat etkisi gibi rekabetçi pazar baskısına direnme yeteneğini yansıtan çok az faktör vardır. Üst düzey işletme performansının korunması büyük ölçüde ürün çeşitliliğine, satışların coğrafi dağılımına, müşteri ve tedarikçi çeşitliliğine ve rekabetçi maliyet konumuna

bağlıdır. Boyut ve kapsam; operasyonel verimlilik, ölçek ekonomileri, finansal esneklik ve rekabet gücü açısından önemli avantajlar sağlıyorsa önemli bir faktör olabilir. Bununla birlikte, şirketin büyüklüğü her zaman daha yüksek derecelendirmelerle sonuçlanmayabilir.

Önemli iş riski profili faktörleri, her sektör için endüstri spesifikasyonlarına göre özelleştirilmiş çok çeşitli niteliksel değerlendirme ve niceliksel bilgileri kapsar. Sektör değerlendirmeleri, kurumsal derecelendirme kriterleri ilkelerinin uygulanmasına ilişkin iç görü sağlamak amacıyla her sektör için bir dizi önemli yaygın olarak gözlemlenen veya beklenen unsurları içerir.

Sektör riski değerlendirmesi ve firma konumlandırma değerlendirmelerinin konsolidasyonu, bir şirketin iş riski profilini belirler. Bir şirketin güçlü ve zayıf yönleri, risk değerlendirmesi için çok önemli belirleyici faktörlerdir. Güçlü ve zayıf yönler, bir şirketin yükümlülüklerini zamanında yerine getirmek için nakit akışı yaratma kabiliyeti ile yakından ilişkilidir.

İş riski değerlendirmesinin entegre bir bileşeni olan sektör değerlendirmesi, bir şirketin faaliyet gösterdiği pazarların karşılaştırmalı fonksiyonel birlikte çalışabilirliğini tanımlar.

Firma konumlandırma değerlendirmesi, bir şirketin sektördeki kilit faktörlerin kullanımı veya ilgili riskleri daha etkin bir şekilde azaltma, rekabet avantajı kazanma ve sektör riskine karşı daha savunmasız veya eksik olanlara göre daha iyi bir iş riski profili elde etme ile ilgili durumunu tanımlar.

JCR ER, iş riski profili değerlendirme sonucuna ulaşmak için sektör ve firma konumlandırma değerlendirme sonuçlarının birleşimini kullanır. İş riski profili değerlendirmesi, firmaya özgü değerlendirmelerin kredibilite açısından daha ön plana çıktığı düşünüldüğünden firma konumlandırmasının karşılaştırmalı gücüne dayanır.

### **2.3 Finansal Risk Profili**

Kurumsal derecelendirmenin niceliksel tarafı temelde bir şirketin finansal profiline ve yükümlülüklerini iç ve dış kaynakların birleşiminden zamanında yerine getirme yeteneğine odaklanır. Bir şirketin borç ödeme kabiliyetinin gücünü belirlemek için, finansal riski profili değerlendirmelerinde hem tarihi hem güncel hem de ileriye yönelik tahmini rakamlar kullanılabilir.

Finansal analiz esas olarak kaldıraç, karşılama, karlılık ve verimlilik kriterlerini dikkate alır. Operasyonlardan kaynaklanan nakit akışının sürdürülebilirliği, bir şirketin, dış finansman kaynaklarına erişim şansını artırmakla birlikte aynı zamanda içsel kaynaklarını artırma imkânı sağlar.

Finansal oranların değerlendirmesi farklı sektörler arasında değişebileceğinden, finansal kriterler ve değerlendirme aralıkları sektör bazında değişebilir. Örneğin, düşük kazanç marjına sahip bir sektör, belirli bir derecelendirme notu için yüksek kazanç marjına sahip bir sektörden daha yüksek kaldıraç rakamlarını kaldırabilir.

## 2.4 Temel Risk Profili Değerlendirmesi

Temel risk profil (TRP) sonucu, iş riski ve finansal risk profili değerlendirmelerinin birleşiminden oluşur. TRP'ye matris aracılığıyla ulaşılır. TRP değerlendirme matrisi öncelikle şirketin finansal risk profili değerlendirmesini dikkate alır, eğer finansal risk profili değerlendirmesi bbb'ye eşit veya daha yüksekse, temel risk profili sonucu, iş riski profili değerlendirmesinin karşılaştırmalı gücüne dayanır. Şirketin finansal risk profili değerlendirmesi bbb'den aşağıdaysa, temel risk profili sonucu finansal risk değerlendirmesinin karşılaştırmalı gücüne dayanır.

## 2.5 Modülatör Değerlendirmeleri

Temel Risk Profili (TRP) değerlendirmesi sonrası, 3 aşamalı modülatör değerlendirme sonuçları dikkate alınarak firmanın Bağımsız Risk Profiline (BRP) ulaşılır. 1. modülatör aşaması firmaların likidite bağlamında değerlendirmesine dayanır. 2. aşamada, firmaların borç yapısının, finans politikasının, kurumsal dinamiklerin, çevre, toplumsal ve kurumsal yönetişimin (ESG) ve diğer uyarılama faktörlerinin dikkate alındığı analizleri dikkate alınır. 3. ve son aşamada ise memzuç kayıtlarının analizi ile firmanın Kurum Kredi Rating'ine ulaşılır. Modülatör değerlendirmeleri temel risk profili değerlendirme sonucu üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkiye sahip olabilir. Modülatör değerlendirmesi sonucu, temel risk profili notunu bir veya daha fazla not yükseltebilir veya alçaltabilir veya bazı durumlarda temel profil üzerinde hiçbir etkisi yoktur.

JCR ER, 1. aşamada öncelikle likidite değerlendirme analizini ele alır. 2. aşamada borç yapısı, finans politikası, kurumsal dinamikler, ESG analizleri ve diğer uyarılama faktörlerinin birlikte değerlendirmesinden çıkan sonucu likidite değerlendirmesi sonucu oluşan nota yansıtır. Son aşamada ise memzuç kayıtlarının analizi yapılır ve çıkan sonuç notlara yansıtılarak firmanın Kurum Kredi Rating notu oluşur. Her bir değerlendirme, ilerledikçe temel risk profilini yeni bir aralığa değiştirebilir. Temel risk profili üzerinde bir sonraki modülatör etkisini belirlemek için, yeni sütun veya aralıktan doğru değer seçilir ve değerlendirmenin sonuna kadar aynı işlem yapılır. Ayrıca, B-'nin altındaki notlar için JCR ER hem pozitif hem de negatif etki için modülatörleri ihmal eder.

### 2.5.1 1. Aşama Modülatör Değerlendirmesi

1.aşamada belirli bir temel risk profili altında kalan firmaların stresli durumlarla başa çıkabilme yeteneklerinin ölçümü için likidite değerlendirmesi yapılır. Likidite yönetimi, mevcut kredi limitleri ve yıl içi likidite ihtiyaçlarına ilişkin kontroller dahil olmak üzere şirketin likidite pozisyonuna odaklanır. Likidite değerlendirmesinin ana itici güçlerinden biri, bir şirketin likidite tamponunun temel göstergeleri olan nakit akışlarıdır. Likidite değerlendirmesi, şirketin likidite pozisyonu, savunma aralığı süresi (Defensive Interval Period) ve bankacılık sisteminden ulaşabileceği kaynakların firma üzerinde yüksek etkisi olan olaylara karşı koyma kabiliyetini ele alan nitel analizi içerir. 1. aşama modülatörün çıktısı; 1; güçlü pozitif, 2; pozitif, 3; nötr şeklindedir.

### 2.5.2 2. Aşama Modülatör Değerlendirmesi

2. aşama modülatör değerlendirmesinde, borç yapısı, finans politikası, kurumsallık, ESG ve diğer uyarılama faktörlerinin analizini içerir.

JCR ER, borç yapısını analiz ederek ve risklerini değerlendirerek, kaldıraç ve karşılama seviyelerini gözden geçirerek tipik olarak ele alınmayan ilgili konuları dikkate alır. Bu faktörler borç yapısına ilişkin, borcun vade ve kur riski ile değişken faiz oranı risklerini içermektedir.

Finans politikası değerlendirmesi, kaldıraç ve karşılama analizi, borç yapısı ve likidite değerlendirme analizlerinin ötesinde standart varsayımları anlamayı ve keşfetmeyi amaçlar. Bu varsayımlar, şirketin uzun vadeli finansal politika risklerini yansıtmayabilir veya yeterince yakalamayabilir. Finans politikası değerlendirmesi, yönetimin mali kararlarının tahmin edilen mali risk profilini ne ölçüde iyileştirebileceğinin bir ölçüsüdür. Değerlendirme kapsamında, temettü karşılama oranı, mali disiplin, mali politika çerçevesi ve firmanın risk iştahı gibi konular ele alınır.

Kurumsallık değerlendirilmesi, yönetim ve yönetim analizi, yönetimin stratejik yetkinliği, organizasyonel etkinliği, risk yönetimi ve yönetim uygulamalarının firmanın pazardaki rekabet gücünü, finansal risk yönetiminin gücünü ve yönetimiminin sağlamlığını nasıl şekillendirdiğini ele alır. Önemli stratejik ve finansal risklerin daha güçlü yönetimi, kredi itibarını artırabilir.

Bir sonraki adım, firmanın çevresel, toplumsal ve kurumsal yönetim değerlendirme analizlerini içerir. Çevresel mevzuat ve düzenlemeler ile çevre duyarlılığı, sürdürülebilirlik konusundaki yaklaşımları, pandemi dönemi gibi değişen sosyal paradigmalardan ve alışkanlıkların şirketin faaliyetleri üzerindeki etkileri, şirketin çalışan devir hızı, emek maliyetlerinin esneklik düzeyi, Yönetim Kurulu'nun gözetim fonksiyonunu ifa etmeye yönelik yönetimden bağımsızlık düzeyi, kontrolü elinde tutan ortakların etkinliği, risk bilincine sahip profesyonel yönetim kadroları, şirketin mevzuat / düzenlemeler, vergi ve diğer hukuki konuları ihlal etmeme ve düzenleyici otoritelerle istikrarlı ilişkiler içinde bulunması, şirketin, önemli hususlarda, tüm paydaşlara, kamuoyuna ve ilgili taraflara tutarlı mesajlar aktarma ve iletme konusundaki becerisi, şirketin iç kontrol sistemi ve prosesleri etkinliği ve yeterliliği, kurumsal iletişim & şeffaflık & derecelendirme dokümantasyonu sunma hususlarındaki yeterlilikleri gibi faktörler dikkate alınır.

2. aşama modülatör değerlendirme sürecindeki son değerlendirme faktörü, diğer uyarılma faktörleridir. JCR ER, diğer uyarılma faktörü olarak dikkate aldığı temel hususlar; şirketin sektörel deneyimi, birleşme, satın alma gibi stratejilerde ciddi ölçüde değişikliğe neden olabilecek geçiş dönemleri, sektörel trend değişimleri, makroekonomik trend değişimleri, karşılaştırma analizi (Aynı Temel Risk Profil notuna sahip diğer şirketlerle kıyaslandığında alt kategori metrikleri ve kalitatif değerlerinin karşılaştırılması) ve olay riskleridir.

Yukarıda bahsedilen 5 farklı değerlendirme kriteri skorları her bir grup için: 1; pozitif, 2; nötr, 3; negatif şeklinde gruplandırılır. Her bir kriterden elde edilen skorlar ağırlıklandırılarak 2. aşama için nihai bir sonuca ulaşılır. 2. aşama modülatör değerlendirmesinin çıktısı; 1; güçlü pozitif, 2; pozitif, 3; nötr, 4; negatif ve 5; güçlü negatif şeklindedir.

### 2.5.3 3. Aşama Modülatör Değerlendirmesi

Modülatör değerlendirmesinin son adımı memzuç değerlendirmesi olup, firmanın Bankacılık sisteminden ele edilen bilgilerine dayanır. Memzuç değerlendirme analizinden sonra Bağımsız Risk Profili (BRP) sonlandırılır. Özellikle moralite kriterleri bu değerlendirmede önemli paya sahiptir. Firmaların kullandığı kredilerde gecikmeli ödemeleri, tazmin edilen gayri nakdi kredileri, kredilerinin yapılandırılmış olup olmaması, limit doluluk oranının yüksek olması ve yazılmış çek kayıtlarının bulunması bu değerlendirme kapsamında dikkate alınır. Memzuç değerlendirmesi daha çok firmaların yaşadığı olumsuz durumları ele alabilmek için kullanılır. Memzuç değerlendirmesinin çıktısı; 1; Nötr, 2; Negatif, 3; Güçlü Negatif şeklindedir.

### 2.6 Destek Değerlendirmeleri

Destek değerlendirmesi kapsamında ele alınan kriterler, verilen garanti ve diğer destek biçimlerinin bir şirketin derecelendirmesi üzerindeki etkisini belirlemeye yönelik JCR ER'nin yaklaşımını özetlemektedir. Bu kriterler aynı zamanda kamu ile ilişkili bir şirketin, borç yükümlülüğü kapsamında devlet tarafından sağlanan garantilere yaklaşımını da içerir. Kriterler kapsamında, değerlendirilmesi yapılan firma ile ilişkili grup üyeleri ve onların ana firması hakkında bir değerlendirme de ele alınır. Bu, grup risk profilini, grup üyelerinin bağımsız risk profillerini ve değerlendirilen firmanın diğer grup üyelerine göre statüsünün değerlendirilmesini içerir. Bu tip firmalar için, sahipliklerinin, kontrollerinin, etkilerinin veya başka bir kuruluşa desteğinin kredi kalitesi üzerinde önemli bir etkisi olabileceği düşünülmektedir. Kriterler ayrıca grup üyelerinden veya kamu gibi diğer dış kaynaklardan gelen destek (veya olumsuz etki) potansiyelini nasıl ele alındığını da açıklar.

Destek değerlendirmesi kapsamında öncelikle grup destek değerlendirmesi yapılır, bir sonraki aşamada kamu ile ilişkili destek değerlendirmeleri yapılır. Son aşamada ise spekülatif düzeyde nota sahip olan firmalar için dış destek unsurları olup olmadığı değerlendirilir. Tüm bu değerlendirmeler ile firmanın Bağımsız Risk Profili (BRP) sonrası Kurum Kredi Ratingi (KKR) elde edilir.

### 2.7 İhraç Değerlendirmesi

İhraç derecelendirme notlarının temel bileşeni ihraççı firmanın kapasitesi ve dolayısıyla ihraççı derecelendirme notu olmakla beraber ihraca özgü oluşabilecek bazı koşullar da ihraç notunun ihraççının notundan farklılaşması sonucunu doğurabilecektir.

Bu farklılaşmaya yol açabilecek temel durumlara aşağıda yer verilmiştir.

- Temerrüt ve iflas durumunda ihraç edilen araçların göreceli kıdem durumu ve/veya araca özgü pozitif olarak farklılaştırılmış kurtarma sürecinin varlığı,
- İhraçtan kaynaklanan yükümlülüğe özgü yasal olarak teminat veren garantörlerin kredibilite düzeyi,
- İflas durumunda dahi olsa ve alacaklıların haklarını etkileyen diğer kanunlar kapsamında, yükümlülüğe özgü yasal olarak verilmiş garantiler yoluyla sağlanacak ek kıdem ve rücu kolaylıkları düzeyi,

- Yükümlülüğe özgü poliçeler düzenleyen sigorta kuruluşlarının kredibilite düzeyi,
- Yükümlülüğe özgü düzenlenen sigorta poliçeleri ile sağlanacak ek kıdem ve rücu kolaylıkları,
- Yükümlülüğe özgü yasal olarak sağlanan kredi zenginleştirme (örneğin, gayrimenkul teminatı) düzeyi,
- Yükümlülüğe özgü kredi zenginleştirme yoluyla sağlanacak ek kıdem ve rücu kolaylıklarının seviyesi.

İhraç derecelendirme notları uzun vadeli veya kısa vadeli olabilir. İhraç edilen (edilecek) borçlanma araçlarının vadesi 1 yıldan uzun ise uzun vadeli, 1 yıl ve 1 yıldan kısa ise kısa vadeli ihraç notu atanır.

## **2.8 Finansal Analizlerde Kullanılan Temel Kriterler**

Kredi riskinin analizi için çeşitli nicel nakit akışı, karlılık, kaldıraç ve karşılama ölçütleri kullanır. Aşağıdaki bölümler, kredi temerrüt riskini analiz etmek için kullanılan temel kredi metriklerini özetlemektedir. Pek çok sınırlaması olmasına rağmen, faiz, amortisman ve vergi öncesi faaliyet kazançları (FAVÖK) nakit akışının en yaygın kullanılan ölçüsüdür ve bu nedenle analizlerde sıklıkla kullanılmaktadır. FAVÖK aynı zamanda süreklilik değerlemelerinde (going concern) en yaygın kullanılan ölçüdür. Bu nedenle FAVÖK, temerrüde düşme olasılığı analizinde önemli bir rol oynamaktadır.

Ancak, nakit akışının önemli bir ölçüsü olan FAVÖK'ün sınırlamaları göz önüne alındığında, borç ödeme kabiliyetini değerlendirmek amacıyla bir dizi başka kriterler de kullanılır. Bunlar, şirketlerin borç ödeme kabiliyetlerini ölçmeye yarayan önemli kriterlerden olan faaliyetlerden sağlanan fonları (FFO), faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışını (CFO), faaliyetlerden serbest nakit akışını (FOCF) ve serbest nakit akışını (UCF) içerir.

### **FAVÖK**

FAVÖK, bazı kısıtları olmasına rağmen, yaygın olarak kullanılan ve dolayısıyla oldukça karşılaştırılabilir bir nakit akışı göstergesidir. Faiz ödemeleri spekülasyon düzeyindeki şirketler için önemli bir nakit çıkışı olabilir ve bu nedenle FAVÖK bazı durumlarda nakit akışını önemli ölçüde yüksek gösterebilir. Bununla birlikte, nakit akışı analizi için faydalı ve ortak bir başlangıç noktası olarak hizmet eder ve farklı şirketlerin finansal güçlerini sıralamada faydalıdır.

### **Faaliyetlerden Sağlanan Fonlar (FFO)**

FFO, bir şirketin, işletme sermayesi dalgalanmalarından bağımsız olarak faaliyetlerinden tekrar eden nakit akışı yaratma konusundaki doğal yeteneğini tahmin eden karma bir nakit akışı ölçümüdür. FFO, işletme sermayesi, sermaye harcamaları ve temettüleri, satın almalar vb. gibi isteğe bağlı kalemlerden önce şirketin kullanabileceği nakit akışını ölçer.

Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı (CFO), FFO'dan daha volatil olma eğiliminde olduğundan, FFO, işletme sermayesinde dönemler arası değişimi yumuşatmak için sıklıkla kullanılır. Şirketler, likidite veya muhasebe ihtiyaçlarına bağlı olarak işletme sermayesini daha kolay manipüle edebildiğinden, FFO tekrar eden nakit



akışı yaratmanın daha iyi bir temsilcisi olarak görülmektedir. Bununla birlikte, işletme sermayesi değişikliklerinin değerlendirilmesinin bir şirketin nakit akışı yaratma kabiliyetini ve genel kredi itibarını değerlendirmek için önemli olduğu durumlarda nakit akışı ölçüsü olarak sadece FFO'ya bağlı kalınmamaktadır. Örneğin, perakendecilik gibi işletme sermayesi yoğun endüstriler için, faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı, firmanın fiili nakit üretimine ilişkin FFO'dan daha iyi bir gösterge olabilir.

FFO, kredibilitesi yüksek köklü şirketler için (yani yüksek ratingli şirketler için) için iyi bir nakit akışı ölçüsüdür. Bu tür şirketler için, FFO'ya ve bunun toplam borç yüküyle ilişkisine analitik olarak daha fazla ağırlık verilebilir. FFO, şirketlerin göreceli sıralamasında önemli bir yere sahiptir. Daha köklü ve daha sağlıklı şirketler genellikle potansiyel kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak ve yaklaşan kredi vadelerini yeniden finanse etmek için daha geniş bir finansman olanaklarına sahiptir. Görece daha düşük kredibiliteye sahip firmalar için, faaliyetlerden kaynaklanan serbest nakit akışı (FOCF) daha önemli hale gelebilir. Bu kriter cari borç servisi kapasitesi ile daha doğrudan ilişkili olduğundan, işletme sermayesi yatırımı ve sermaye harcamaları gibi çeşitli gider kalemleri düşüldükten sonraki serbest nakit akışı analize konu edilebilir.

### **Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı (CFO)**

CFO'nun ölçümü ve analizi, özellikle işletme sermayesi yoğun sektörlerde veya işletme sermayesi akışlarının değişken olabileceği sektörlerde faaliyet gösteren şirketler için önemli hale gelebilir. CFO, işletme varlıkları ve yükümlülüklerindeki değişikliklerin gelirler üzerindeki etkisinin muhasebeleştirilmesinden sonra hesaplanan bir nakit akışı ölçüsü olduğu için FFO'dan farklıdır. CFO, sermaye harcamaları, borç geri ödemeleri, temettü ödemeleri ve hisse geri alımları gibi kalemleri finanse etmek için kullanılabilen nakit akışıdır.

Birçok sektörde şirketler, ekonomik durgunluk ve gerileme dönemlerinde odaklarını nakit akışı yaratmaya kaydırır. Sonuç olarak, düşük kapasite kullanımı ve nispeten düşük sabit maliyet giderleri nedeniyle olağan ticari faaliyetlerden tipik olarak daha az nakit üretseler de stokları ve alacakları azaltarak nakit üretebilirler. Bu nedenle, bu dönemlerde FFO'nun daha düşük olması muhtemel olsa da CFO üzerindeki etkisi o kadar büyük olmayabilir. Güçlü büyüme zamanlarında ise bunun tersi geçerli olacaktır ve gelir ve karlılıktaki iyileşmeye karşılık gelen bir artış olmaksızın FFO'ya kıyasla sürekli olarak daha düşük CFO, şirketler için sıkıntılı bir duruma işaret edebilir.

İşletme sermayesi, bir şirketin nakit akışı yaratmasının önemli bir unsurudur. Büyüme veya genişleme dönemlerinde işletme sermayesi oluşturmaya ve dolayısıyla nakit tüketmeye ihtiyaç duyulmasına rağmen, işletme sermayesindeki değişiklikler gerileme dönemlerinde tampon görevi görebilir. Birçok şirket, gerileme dönemlerinde zayıf ticari faaliyetler nedeniyle stoklarını satacak ve hammaddelere daha düşük miktarda yatırım yapacaktır ki her ikisi de işletme sermayesine bağlı nakit ve sermaye miktarını azaltabilecektir. Bu nedenle hem gelir artışı hem de daralma dönemlerinde işletme sermayesi dalgalanmaları meydana gelebilir ve bir şirketin kısa vadeli işletme sermayesi ihtiyaçlarının analiz

edilmesi, gelecekteki nakit akışı gelişmelerini tahmin etmek için önemli hale gelmektedir.

Sermaye yoğun işletmelerde, genellikle işletme sermayesi daha düşüktür. Sermaye harcamaları çoğu ekipman ve makinelerde ön plandayken, duran varlıkların düşük olduğu şirketler ise görece olarak stoklara ve alacaklara daha fazla yatırım yapmak zorunda kalabilir. Bu durum aynı zamanda kar marjlarını da etkilemektedir, çünkü sermaye yoğun işletmeler orantısal olarak daha düşük işletme giderlerine (ve dolayısıyla daha yüksek FAVÖK marjlarına) sahip olma eğilimindeyken, işletme sermayesi yoğun işletmeler genellikle daha düşük FAVÖK marjlarına sahiptirler. Bu durum ortaya çıkan nakit akışı oynaklığını önemli hale getirebilir. Sermaye yoğun bir şirkette yatırımların çoğu önceden yapıldığından, genellikle daha sonraki FAVÖK oynaklığını absorbe edebilmek için daha fazla alanları vardır, çünkü marjlar daha yüksektir. Örneğin, sermaye yoğun bir şirket, FAVÖK marjı %40'dan %30'a düşse bile makul ölçüde kârlı kalabilir. Buna karşılık, %10'luk daha düşük FAVÖK marjına (yüksek işletme giderleri nedeniyle) sahip işletme sermayesi yoğun bir şirket, FAVÖK oynaklığının yüksek olması durumunda negatif FAVÖK marjlarına düşebilir.

### **Faaliyetlerden Serbest Nakit Akışı (FOCF)**

CFO'dan sermaye harcamalarını çıkararak, bir şirketin temel faaliyetlerden elde ettiği nakit akışını ölçebilmek için kullanılacak FOCF'ye ulaşılır. Şirketler için, güçlü talep artışı veya teknolojik değişiklikler nedeniyle yatırımlarını artırmak ihtiyacı olabilir. Ayrıca yasal düzenlemelerle regüle edilen şirketler (örneğin telekomünikasyon şirketleri) düzenlemeler kapsamında önemli tutarda yatırım gereksinimleriyle karşı karşıya kalabilirler. Pozitif FOCF, şirketler için güçlü bir göstergedir ve aynı FFO'ya sahip iki şirket arasında ayırım yapılmasına yardımcı olabilir.

Yüksek sermaye yoğun sektörlerde (bakım giderlerinin yüksek olma eğiliminde olması gibi) veya şirketlerin sermaye harcamalarını erteleme esnekliğinin çok az olduğu durumlarda, FFO/Borç ve Borç/ FAVÖK gibi kriterler yerine, potansiyel olarak anlamlı sermaye harcamalarını da dikkate alacak olan FOCF/Borç oranı, daha yüksek bir analitik öngörü sağlayabilir.

Düşük büyüme gösteren bir şirket, azalan sabit ve işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle nispeten güçlü FOCF sergileyebilir. Büyüyen şirketler ise, aksine, büyümeyi desteklemek için gereken yatırım nedeniyle zayıf veya hatta negatif FOCF sergileyebilir. Düşük büyüme oranına sahip şirket için, FOCF pozitif görünse de bu yüksek seviyedeki nakit akışı sürdürülebilir olmayabilir. Hızlı büyüyen şirketler için ise bunun tersi geçerlidir. Mevcut yatırımlar nakde dönüşmeye başlamadan, FOCF'nin negatif sonuç üretmesi anlamlı sonuçlar vermeyebilir. İkinci durumda, büyümeye yönelik yatırımın etkisinin geçici olduğu düşünülürse ve uzun vadede şirketin borçluluk oranlarına artmasına sebep olmuyorsa, FOCF/Borç yerine FFO/Borç daha doğru sonuçlar verebilecektir.

### **Serbest Nakit Akışı (UCF)**

Öncelikli olarak yatırım yapılabilir seviyede derecelendirilen şirketler için, UCF/Borç, temettü ödemeleri ve hisse geri alımları ile ilgili kararlar da dahil olmak

üzere bir şirketin finansal politikasını daha tam olarak yansıttığından, gelecekteki nakit akışı yeterliliğinin önemli bir göstergesi olabilir. Ayrıca, potansiyel birleşme ve satın almalar çok önemli düzeyde bir nakit kullanımını temsil edebilir ve nakit akışı analizinde önemli bir bileşendir.

Dağıtılacak temettü miktarı ve oranı, bir şirketin finansal stratejisine bağlıdır. Agresif temettü ödeme hedefleri olan şirketler, bir miktar likidite baskısı altında bile temettülerini azaltmak konusunda isteksiz olabilirler. Buna ek olarak, yatırım yapılabilir düzeydeki şirketlerin temettü ödemelerini azaltma eğilimleri genelde daha düşüktür, ancak temettüler nihayetinde Şirket yönetiminin isteğine bağlıdır. UCF, nakit akışının en gerçek göstergesi olmakla birlikte, aynı zamanda yönetim kararlarından en çok etkilenendir ve bu nedenle, mevcut potansiyel nakit akışını mutlaka yansıtmayabilir.

Kurumsal derecelendirmenin niceliksel tarafı temelde bir şirketin finansal profiline ve yükümlülüklerini iç ve dış kaynakların birleşiminden zamanında yerine getirme yeteneğine odaklanır. Bir şirketin borç ödeme kabiliyetinin gücünü belirlemek için, finansal risk profili değerlendirmelerinde hem tarihi hem güncel hem de ileriye yönelik tahmini rakamlar kullanılabilir.

Finansal analiz esas olarak kaldıraç, karşılama, karlılık ve verimlilik kriterlerini dikkate alır. Operasyonlardan kaynaklanan nakit akışının sürdürülebilirliği, bir şirketin, dış finansman kaynaklarına erişim şansını artırmakla birlikte aynı zamanda içsel kaynaklarını artırma imkânı sağlar.

Finansal oranların değerlendirmesi farklı sektörler arasında değişebileceğinden, finansal kriterler ve değerlendirme aralıkları sektör bazında değişebilir. Örneğin, düşük kazanç marjına sahip bir sektör, belirli bir derecelendirme notu için yüksek kazanç marjına sahip bir sektörden daha yüksek kaldıraç rakamlarını kaldırabilir.

Finansal risk profili değerlendirmesinde dikkate alınan rasyoların sayısı şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörler göre değişebilmektedir. Yine şirketlerin faaliyette bulunduğu sektörler göre rasyo gruplarının ve rasyolarının analitik değerlendirme içerisinde dikkate alınma ağırlıkları değişebilmektedir.