



Kurumsal Yönetim ve Kredi
Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

2 Ekim 2015

Kredi Derecelendirme

Derecelendirme Notu (Ulusal):
Uzun vadeli

(TR) A (-)

Görünüm:

Stabil

Derecelendirme Notu (Ulusal):
Kısa vadeli

(TR) A2

Görünüm:

Stabil

İrtibat:

S.Suhan Seçkin
suhan@saharating.com

S. Mehmet İnan
minhan@saharating.com

Oğuzhan Güner
oguner@saharating.com

Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Merkez Adresi: Hançerli Mah.
Necipbey Cad. No: 107 İlkadım /
Samsun

Tel: 0 362 266 90 90

www.ulusoyun.com.tr

ULUSOY UN SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

Derecelendirme Notu Gerekçesi

Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi; ("Ulusoy Un") hububat ve bakliyattan mamul un, ırmik, makarna ve bisküvi gibi her türlü gıda maddesinin imalatını, ticaretini, ithalat ve ihracatını yapmak üzere 1989 yılında kurulmuştur.

Şirketin Samsun'da 500 ton/gün ve Çorlu'da 400 ton/gün olmak üzere toplam 900 ton/gün buğday işleme kapasiteli iki fabrikası (208.000 ton/yıl un üretimi) ve 100.000 tondan fazla tahıl stoklama kapasitesine sahip silo, depo ve serbest bölge depoları bulunmaktadır.

Şirketin yurtiçi pazardaki geçmişi ve konumunun yanı sıra, tarafımızca yapılan sektör mukayeseli analizler ve şirketin bilançolarında taşıdığı finansal / operasyonel risklerinin incelenmesinin neticesinde, Ulusoy Un (Ulusal) A (-) notu ile derecelendirilmiştir.

Güçlü Yönler ve Riskler

Güçlü Yönler

- Şirket kurumsallaşmış ve yönetimi yeterlidir.
- Şirket tesisleri lokasyonu itibarıyla rekabet avantajı yaratmaktadır.
- Şirket yüksek deneyime ve ulusal pazarda bilinirliğe sahiptir.

Riskler

- Kur volatilitesinin şirket karlılığını olumsuz etkileme ihtimali bulunmaktadır.
- Kaldıraç kullanımı yüksektir.

Görünüm

Kısa vadeli dönemde firmanın genel görünümünü etkileyebilecek başlıca faktörler aşağıda belirtilmiştir:

- Döviz kurlarındaki ve yurtiçi/yurtdışı hammadde piyasalarındaki gelişmelerin hammadde ve döviz cinsinden kredi maliyetleri üzerindeki etkisi,
- Şirketin ihracat pazarındaki payının artırılabilmesi,
- Şirketin sahip olduğu rekabet avantajlarından faydalanarak maliyet avantajı yaratılabilmesi,

Yukarıda belirtilen ve diğer tüm faktörler dikkate alındığında şirketin görünümü **Stabil** olarak değerlendirilmektedir.

Ekonomik Görünüm ve Sektör Analizi

2014 yılında küresel ekonomideki toparlanma öngörülenin altında kalmıştır. Küresel ekonomik aktivite 2014 yılında genele yayılan bir toparlanmadan ziyade ülkeler arasında farklılık arz eden bir görünüm sergilemiştir. Bu dönemde, ABD ekonomisi az da olsa artan büyüme oranları ile diğer gelişmiş ülkelerden ayrılmıştır. Euro Alanı'nda ise ekonomik aktivite zayıf bir görünüm sergilemeye devam etmekte, parasal gevşeme sonucunda ekonomik aktivitenin ne olacağı belirsizliğini korumaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde resesyona giren Japonya ekonomisinde deflasyonla mücadele etmek amacıyla 2013 yılından itibaren uygulanan politikalar henüz hedeflenen etkiyi yaratamamıştır.

2014 yılında gelişmekte olan ülkelerin büyüme performansları da gerek küresel kriz öncesi gerekse küresel kriz sonrası döneme kıyasla düşük düzeyde kalmıştır. Özellikle, dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin'de büyümenin ivme kaybetmeye devam etmesi küresel ekonomiye ilişkin endişeleri artıran bir unsur olmuştur.

ABD'de varlık alım programı sonlandırılmıştır. ABD ekonomisi, 2014 yılının ilk çeyreğinde olumsuz hava koşulları nedeniyle zayıf bir performans sergilese de izleyen dönemde kaydadeğer bir toparlanma kaydetmiştir. ABD Merkez Bankası (FED), ekonomide kaydedilen iyileşme çerçevesinde iki yılı aşkın bir süredir uyguladığı aylık 85 milyar ABD doları tutarındaki varlık alımlarını tedrici bir biçimde azaltarak Ekim 2014 'te sonlandırmıştır. Euro Alanı'nda ise ekonomik aktivitenin zayıf seyri yeni önlemler alınmasını gerekli kılmıştır. 2014 yılında Avrupa Merkez Bankası (ECB) ekonomiyi desteklemek amacıyla politika faiz oranını sifıra yakın düzeye çekmiştir. ECB aynı zamanda bankaların, kendi nezdinde tuttıkları mevduata negatif faiz uygulanmasına karar vermiştir. Bunlara ek olarak ECB; uzun vadeli finansman operasyonları ve varlık alım programı ile piyasaya likidite sunmaya başlamıştır.

2015 yılında küresel ekonominin en önemli gündem maddesini FED'in para politikasındaki normalleşme sürecinin oluşturacağı düşünülmektedir. FED'in ekonomideki toparlanma paralelinde faiz artırımlarına başlamasının özellikle gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarında dalgalanmalara neden olabileceği tahmin edilmektedir. Bu durum, küresel krizin ardından dünya ekonomisinin lokomotifini olan, aralarında Türkiye'nin de yer aldığı, gelişmekte olan ülkelerdeki ılımlı büyüme performansının 2015 yılında da devam edeceğine işaret etmektedir. Ayrıca, ABD ekonomisindeki iyileşmenin dış ticaret kanalı ile gelişmekte olan ülkelere olumlu yönde yansıtılabileceği düşünülmektedir. Petrol fiyatlarının önümüzdeki dönemde de mevcut düşük seviyesini korumasının Türkiye gibi net enerji ithalatçısı ülkelerde büyümeyi destekleyeceği öngörülmektedir. Bununla birlikte, petrol ihraç eden ülkeler, özellikle de Türkiye'nin önemli ihraç pazarlarından biri olan Rusya bu durumdan olumsuz yönde etkilenecektir.

2015 yılında enflasyon görünümünü olumlu ve olumsuz yönde etkileyebilecek birçok faktör bulunmaktadır. İktisadi faaliyette öngörülen toparlanmanın kademeli bir şekilde gerçekleşmesi ve toplam talep gelişmelerinin enflasyondaki düşüş sürecini desteklemesi beklenmektedir. Para politikasındaki sıkı duruş ve alınan makro ihtiyati önlemler enflasyonu, özellikle enerji ve gıda dışı (çekirdek) enflasyon göstergelerini olumlu yönde etkilemektedir. Başta petrol olmak üzere düşen emtia fiyatları enflasyondaki düşüş sürecini desteklemektedir. Öte yandan, gelişmekte olan ülkelere paralel olarak Türkiye'de de artış trendine giren kurların, bu trende ek olarak siyasi riskler ve ekonomik belirsizlik nedeniyle daha da yüksek gerçekleştiği görülmektedir. Kurlardaki bu artışın enflasyona olumsuz etkilerini yıl sonuna doğru hissettirmeye başlayacağı beklenmelidir. Maliyet enflasyonunun kontrol altında tutulamaması halinde faizler üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşması gündeme gelebilecektir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı sıkı para politikası neticesinde iç talep önemli ölçüde yavaşlamıştır. Bu çerçevede, özel tüketim harcamalarının büyümeye katkısı azalırken Türkiye net ihracat ağırlıklı bir büyüme kompozisyonuna kavuşmuştur. Net ihracatın güçlü seyri paralelinde 2014 yılsonu itibarıyla dış ticaret açığı bir önceki yılın aynı dönemine göre %15,4 oranında daralarak 84,5 milyar ABD doları düzeyinde gerçekleşmiştir. 2015 yılında ise Ocak-Nisan döneminde 20,19 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Avrupa Birliği ülkelerinin Türkiye'nin ihracatı içindeki payı 2014 yılında yükselirken, Orta Doğu'da yaşanan çatışmalar bu bölgenin ihracattaki payının azalmasına neden olmuştur. 2014 yılında zayıf iç talep koşullarına ve dış ticaret dengesindeki gelişmelere bağlı olarak cari açık da önemli ölçüde daralmıştır. 2014 yılında cari açık 2013 yılsonuna göre 18,8 milyar ABD doları azalarak 45,8 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir.

Türkiye'nin ihrac pazarlarında devam eden sorunlara rağmen petrol fiyatlarındaki düşük seviyelerin kalıcı olması halinde cari açık üzerinde yukarı yönlü baskı olmayacağı düşünülmektedir.

Buğday ve Un Sektörü

2014/2015 yılında kurak geçen sonbahar ve Nisan başındaki sert don sebebiyle Türkiye buğday üretimi 2013/2014 sezonuna göre %18,6 oranında düşüş kaydetmiştir.

Türkiye Buğday Üretimi (Ton)	
2011/2012	21.800.000
2012/2013	20.100.000
2013/2014	22.100.000
2014/2015	18.000.000

Türkiye'nin yıllık un üretimi ise 12 milyon tondur. Bu üretimin yaklaşık 2 milyon tonu ihracatta, 10 milyon tonu iç tüketimde kullanılmaktadır. Türkiye un ihracatı 2014 yıl sonu itibarıyla son 5 yılda %22 yükselerek 2.2 milyon tona ulaşmıştır.

İç piyasa un satışları, nüfusla birlikte doğru orantılı hareket etmektedir, nüfusun artışı ve değişen tüketim eğilimleri iç piyasayı büyütmektedir. İç piyasa büyümesi tonaj bazında ihracata göre daha minimal olup yıllık %1 civarındadır.

Türkiye Un İhracatı (Ton)	
2010	1.800.000
2011	2.000.000
2012	2.000.000
2013	2.100.000
2014	2.200.000

Şirket Hakkında

Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi; hububat ve bakliyattan mamul un, irmik, makarna ve bisküvi gibi her türlü gıda maddesinin imalatını, ticaretini, ithalat ve ihracatını yapmak üzere 1989 yılında kurulmuştur. Ulusoy Un'un esas faaliyet konusu, buğday unu, kepek ve diğer yem hammaddelerin üretimi, ticareti, yurt içi ve yurt dışı satışı ile buğday başta olmak üzere çeşitli tahılların yurt içi ve yurt dışı ticaretidir.

Şirketin Samsun'da 500 ton/gün ve Çorlu'da 400 ton/gün olmak üzere toplam 900 ton/gün buğday işleme kapasiteli iki fabrikası (208.000 ton/yıl un üretimi) ve 100.000 tondan fazla tahıl stoklama kapasitesine sahip silo, depo ve serbest bölge depoları bulunmaktadır.

2014 yılında Türkiye'de sektör ihracatının %5'ini gerçekleştiren Ulusoy Un, 2015 yılında açıklanan Türkiye İhracatçılar Meclisi verilerine göre; 2014 yılında Türkiye'de en çok ihracat yapan ilk 1.000 firması arasında 513. sırada, sektöründe ise 5. sırada yer almıştır. Toplam üretimden satışı ile İstanbul Sanayi Odasının 2015'de açıklanan verilerine göre Türkiye'nin 2014 yılı en çok üretim yapan sanayi kuruluşları arasında 472. sırada, sektöründe ise 3. sırada yer almıştır.

Şirket, 28 Mart 2013 tarihinde SASBAŞ Samsun Serbest Bölgesi Kurucusu ve İşleticisi A.Ş.'nin %17 hissesini satın almıştır.

Şirket, 27.02.2015 tarihinde, Uludaş Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk Anonim Şirketini kurmuştur.

Şirketin iştirak ve bağılı ortaklıkları aşağıda belirtilmiştir:

Şirket	Faaliyet Konusu	İştirak Oranı (%)
Uludaş Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş.	Lisanslı Depoculuk	100,00
Sasbaş Samsun Serbest Bölge Kurucu ve İşleticisi A.Ş.	Serbest Bölge İşletmeciliği	17,00

Yıllar itibarıyla şirket bünyesindeki çalışan sayıları aşağıda verilmiştir:

Yıl	Samsun Fabrika				Çorlu Fabrika			Toplam
	Üretim	Yönetim	Şoför	Pazarlama	Üretim	Yönetim	Şoför	
2015	51	57	11	35	35	20	6	215
2014	52	49	11	32	17	31	7	199
2013	55	41	11	21	23	16	5	172
2012	47	49	12	7	31	16	6	168
2011	47	42	11	10	28	21	6	165
2010	39	36	9	10	35	16	6	151

Şirket'in çıkarılmış sermayesi, 84.500.000-TL'dir. Şirket paylarının % 27,81'i 20 Kasım 2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Ulusal Pazarında işlem görmekte olup, -BIST GIDA, İÇECEK / -BIST HALKA ARZ / -BIST SINAİ / -BIST TÜM / -BIST TÜM-100 / -BIST ULUSAL endekslerine dahildir.

Şirket sermayesi her biri 1 TL itibari kıymetinde 9.750.000 adet A Grubu, 6.500.000 adet B Grubu ve 68.250.000 adet C Grubu olmak üzere toplam 84.500.000 adet paya ayrılmıştır. A, B Grubu paylar nama yazılı, C Grubu payların Borsa İstanbul'da işlem gören kısmı hamiline, diğer C Grubu paylar ise nama yazılıdır.

A Grubu payların Yönetim Kurulu seçiminde; A ve B Grubu payların Genel Kurulda oy kullanımında imtiyazları bulunmakta olup, bağımsız üyeler hariç olmak üzere, Yönetim Kurulu'nun beş üyeden oluşması halinde en az iki üyesi; altı veya yedi üyeden oluşması halinde en az üç üyesi; sekiz veya dokuz üyeden oluşması halinde en az dört üyesi, on veya on bir üyeden oluşması halinde en az beş üyesi (A) Grubu pay sahiplerinin çoğunluğunun göstereceği adaylar arasından seçilmektedir. Olağan ve Olağan Üstü Genel Kurul toplantılarında hazır bulunan (A) Grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 15 (on beş) oy hakkı, (B) Grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 10

(on) oy hakkı ve (C) Grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 (bir) oy hakkı bulunmaktadır.

Rapor tarihimiz itibarıyla şirketin sermaye yapısı aşağıdaki gibidir:

Ortak Adı Soyadı	Grubu	Adet	Toplam Adet	Pay Oranı %	Toplam TL
Fahrettin ULUSOY	A	4.550.000	30.373.882	35,94	30.373.882,00
	B	1.950.000			
	C	23.873.882			
Nevin ULUSOY	A	650.000	7.780.756	9,21	7.780.756,00
	B	1.300.000			
	C	5.830.756			
Onur Erhan ULUSOY	A	650.000	10.023.684	11,86	10.023.684,00
	B	1.950.000			
	C	7.423.684			
Eren Günhan ULUSOY	A	3.900.000	12.699.375	15,04	12.699.375,00
	B	1.300.000			
	C	7.499.375			
Kamil ADEM	C	26.941	26.941	0,03	26.941,00
Mithat DENİZCİGİL	C	95.362	95.362	0,11	95.362,00
Halka Açık	C	23.500.000	23.500.000	27,81	23.500.000,00
Toplam			84.500.000	100,00	84.500.000,00

Ulusoy Un Bilanço ve Gelir Tabloları (TL)

AKTİF KALEMLER	31.12.2014	31.12.2013
DÖNEN VARLIKLAR	440.546.330	288.866.127
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	66.466.944	63.983.460
FİNANSAL YATIRIMLAR	256.679	10.557
TİCARİ ALACAKLAR	177.055.422	103.894.335
FİNANS SEKTÖRÜ FAALİYETLERİNDEN ALACAKLAR	-	-
DİĞER ALACAKLAR	878.777	3.429.237
TÜREV ARAÇLAR	3.770.212	3.314.950
STOKLAR	175.012.462	104.017.540
CANLI VARLIKLAR	-	-
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	14.140.472	8.651.196
CARİ DÖNEM VERGİSİ İLE İLGİLİ VARLIKLAR	374.740	-
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	2.590.622	1.564.852
SATIŞ AMAÇLI SINIFLANDIRILAN DURAN VARLIKLAR	-	-
DURAN VARLIKLAR	53.336.233	51.116.025
FİNANSAL YATIRIMLAR	15.000	15.000
TİCARİ ALACAKLAR	-	-
FİNANS SEKTÖRÜ FAALİYETLERİNDEN ALACAKLAR	-	-
DİĞER ALACAKLAR	34.051	142.153
ÖZKAYNAK YÖNTEMİYLE DEĞERLENEN YATIRIMLAR	4.256.112	4.250.000
CANLI VARLIKLAR	-	-
YATIRIM AMAÇLI GAYRİMENKULLER	-	-
MADDİ DURAN VARLIKLAR	47.524.698	46.236.180
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR	50.134	49.488
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	1.502	-
ERTELENMİŞ VERGİ VARLIĞI	1.454.736	423.204
DİĞER DURAN VARLIKLAR	-	-
AKTİF TOPLAMI	493.882.563	339.982.152

PASİF KALEMLER	31.12.2014	31.12.2013
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	319.988.236	244.262.605
KISA VADELİ BORÇLANMALAR	36.457.969	17.050.569
UZUN VADELİ BORÇLARIN K.V. KISIMLARI	7.339.321	2.100.382
DİĞER FİNANSAL YÜKÜMLÜLÜKLER	-	-
TİCARİ BORÇLAR	263.547.230	221.397.906
ÇALIŞANLARA SAĞLANAN FAYDALAR KAPSAMINDA BORÇLAR	387.692	301.943
DİĞER BORÇLAR	30.366	618
DEVLET TEŞVİK VE YARDIMLARI	-	-
ERTELENMİŞ GELİRLER	-	-
DÖNEM KARI VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ	1.026.155	142.466
KISA VADELİ KARŞILIKLAR	-	-
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	11.199.503	3.268.721
ARA TOPLAM	319.988.236	244.262.605
SATIŞ AMAÇLI SINIFLANDIRILAN VARLIK GRUPLARINA İLİŞ.YÜK.	-	-
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	11.005.694	8.327.037
UZUN VADELİ BORÇLANMALAR	3.173.288	1.713.933
DİĞER FİNANSAL YÜKÜMLÜLÜKLER	-	-
TİCARİ BORÇLAR	-	-
DİĞER BORÇLAR	-	2.120
ERTELENMİŞ GELİRLER	-	-
UZUN VADELİ KARŞILIKLAR	607.917	543.165
CARİ DÖNEM VERGİSİYLE İLGİLİ BORÇLAR	-	-
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ	7.224.489	6.067.819
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	-	-
ÖZKAYNAKLAR	162.888.633	87.392.510
ÖDENMİŞ SERMAYE	84.500.000	50.000.000
PAYLARA İLİŞKİN PRİMLER/İSKONTOLAR	38.607.992	-
KAR VE ZARARDA YENİDEN SINIFLANDIRILMAYACAK BİR.DİĞ.KAPS.GEL.	21.716.201	21.877.446
DİĞER YEDEKLER	-	4.999.928
KARDAN AYRILMIŞ KISITLANMIŞ YEDEKLER	1.400.369	1.050.779
GEÇMİŞ YIL KARLARI	2.474.682	1.415.578
NET DÖNEM KARI	14.189.389	8.048.779
PASİF TOPLAMI	493.882.563	339.982.152

GELİR TABLOSU	31.12.2014	31.12.2013
HASILAT	921.577.365	682.163.343
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	(862.192.903)	(633.783.566)
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR	59.384.462	48.379.777
GENEL YÖNETİM GİDERLERİ (-)	(5.234.767)	(4.253.659)
PAZARLAMA GİDERLERİ (-)	(20.335.403)	(17.759.151)
ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİDERLERİ (-)	-	-
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER	4.809.953	5.374.244
ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER (-)	(3.773.614)	(2.916.287)
ESAS FAALİYET KARI	34.850.631	28.824.924
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GELİRLER	-	-
YATIRIM FAALİYETLERİNDEN GİDERLER (-)	-	-
ÖZKAYNAK YÖNTEMİYLE DEĞERLENEN YATIRIMLARIN KARLARINDAKİ PAYLAR	323.509	-
FİNANSMAN GELİRİ/GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	35.174.140	28.824.924
FİNANSMAN GELİRLERİ	86.195.073	49.744.700
FİNANSMAN GİDERLERİ (-)	(103.822.184)	(67.937.188)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	17.547.029	10.632.436
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ GİDERİ/GELİRİ	(3.357.640)	(2.583.657)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER NET DÖNEM KARI/ZARARI	14.189.389	8.048.779
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM ZARARI	-	-
NET DÖNEM ZARARI	14.189.389	8.048.779

Şirketin aktif büyüklüğü bir önceki seneye göre %45 oranında büyüyerek 493.882.563 TL seviyesinde oluşmuştur. Bu artış ağırlıklı olarak ticari alacaklar ve stoklar kalemlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. 2014 yılsonunda şirketin ticari alacakları %70, stokları ise %68 oranında artmıştır. Alacak ve stok devir hızlarında bir düşüş görülmesine rağmen şirketin cirosundaki büyüme düşünüldüğünde, alacak ve stok kalemlerindeki artışın makul seviyelerde olduğunu söylemek mümkündür.

Şirketin aktif büyüklüğünün %36'sı ticari alacaklardan oluşmaktadır. (2013:%31) 177.055.422 TL tutarındaki ticari alacağın tamamına yakını ilişkili olmayan taraflardan alacaklardan meydana gelmiştir. Firma yetkilileri iç piyasa satış kanalı müşteri portföyünün bir kısmı ile açık hesap çalışıldığını, bu büyüklüğün toplam müşteri riskinin %27 si civarında olduğunu beyan etmişlerdir.

Şirket, hammadde alımları ve faaliyetlerinin finansmanında ağırlıklı olarak satıcı kredilerinin yanı sıra, yurtiçi bankalardan kullandığı kısa vadeli banka kredileri ve zaman zaman leasing anlaşmalarından yararlanmaktadır. Toplam finansal yükümlülük incelendiğinde; 31.12.2013 itibarıyla 20.864.884,00 TL seviyesindeki toplam finansal borcun 31.12.2014 tarihi itibarıyla 46.970.578,00 TL seviyesine yükseldiği görülmektedir.

Şirketin aktif büyümesinin önemli bir kısmının önemli bir kısmının da özkaynaklarındaki artışla finanse edildiği görülmektedir. 31.12.2013 tarihinde 87.392.510 TL olan özkaynaklar toplamı 31.12.2014 itibarıyla 162.888.633 TL ye yükselmiştir. Şirketin 50.000.000 TL lik ödenmiş sermayesi 84.500.000 TL ye çıkarılmıştır. Sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz edilen toplam 23.500.000 TL nominal değerli payların tamamı satılmıştır. Şirket paylarının % 27,81'i Borsa İstanbul'da 20 Kasım 2014 tarihinden itibaren işlem görmektedir.

Şirket gelirleri 12/2013 dönemine göre %35 büyüme kaydederek 921.577.365 TL seviyesine gelmiştir. (Reel büyüme: %26) Bu tutarın 380.550.059 TL si yurtdışı satış gelirlerinden oluşmaktadır. (2013: 270.961.061 TL)

Şirket yetkililerinden alınan veriler ışığında; son 4 yıl içinde Ulusoy Un'un yurtiçi un piyasasından global ve yerel buğday ticaretindeki payı istikrarlı bir şekilde arttığı görülmektedir. İhracatta ise Türkiye ihracatından alınan pay 4 yıl önce %7 seviyelerinde iken 2014 yılsonu itibariyle %5 e gerilemiştir. Buradaki major etkinin Asya ülkelerinin koruma önlemleri neticesinde pazarda meydana gelen daralma olduğu yine şirket yetkililerince beyan edilmiştir. Şirket, son yıllarda alınan stratejik kararlar ile ihracat yaptığı ülkeleri çeşitlendirmiş ve Afrika kıtasının ağırlığını artırmıştır. Çeşitlendirme neticesinde ihracat yapılan ülkeler sayısı 80'e ulaşmıştır.

Rasyo Analizi

I-Likidite Rasyoları	2014	2013
1- Cari Oran	1,38	1,18
2- Asit Test	0,82	0,75
3- Nakit Oran	0,21	0,26
4- Stoklar/Dönen Varlıklar	0,40	0,36
5- Stoklar/Toplam Aktifler	0,35	0,31
6- Stok Bağımlılık Oranı	0,31	0,57
7- Net İşletme Sermayesi / Toplam Aktifler	0,24	0,13

Şirketin likidite performansına bakıldığında genel olarak bir önceki seneye kıyasla daha yüksek bir performans gösterdiği görülmektedir. Kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren rasyo değerlerindeki artışın yanı sıra şirketin stok bağımlılık oranının düşmesi tarafımızca olumlu bulunmuştur. Ayrıca şirketin net işletme sermayesi ve net işletme sermayesinin aktif toplamı içindeki payı kayda değer bir biçim artmıştır.

II-Finansal Yapı Rasyoları	2014	2013
1- Finansal Kaldıraç (Özkaynak/Toplam Borç)	0,49	0,35
2- Kısa Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Varlıklar	0,65	0,72
3- Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Toplam Varlıklar	0,02	0,02
4- Uzun Vadeli Yabancı Kaynak/Devamlı Sermaye	0,06	0,09
5- Maddi Duran Varlıklar/Özkaynaklar	0,29	0,53
6- Maddi Duran Varlıklar/Uzun Vadeli Yab. Kay.	4,32	5,55
7-Maddi Duran Varlıklar/Toplam Aktif	0,10	0,14
8-Duran Varlıklar/Toplam Borç	0,16	0,20
9-Duran Varlıklar/Özkaynaklar	0,33	0,58
10-Duran varlıklar/Devamlı Sermaye	0,31	0,53
11-Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Toplam Borçlar	0,97	0,97
12-Banka Kredileri/Toplam Aktif	0,10	0,06
13-K.V. Banka Kredileri/Toplam Kısa Vadeli Borç	0,11	0,07
14-Banka Kredileri/Yabancı Kaynaklar	0,14	0,08
15-Dönen Varlıklar/Toplam Aktif	0,89	0,85

Ulusoy Un, mukayese edilen sektöre göre daha yüksek kaldıraçla çalışmaktadır. Bununla beraber 2014 yılı içinde yapılan sermaye artışının da etkisiyle Özkaynak /Toplam Borç oranının yükseldiği görülmektedir. Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam borçların içindeki payı bir önceki seneye göre aynı seviyede olmasına rağmen kısa vadeli banka kredilerinin toplam kısa vadeli borç içindeki payı ve banka kredilerinin toplam yabancı kaynaklar içindeki payı artmıştır. Dönen varlıkların aktif toplamı içindeki payının artmış olması ise şirketin mali yapısının bir önceki seneye kıyasla daha likit duruma geldiğini göstermektedir.

III-Karlılık Rasyoları	2014	2013
1- Özkaynak Kârlılığı-I (VÖK/Özkaynaklar)	0,108	0,122
2- Özkaynak Kârlılığı-II (VSK/Özkaynaklar)	0,087	0,092
3- Vergi Sonrası Kâr/Toplam Aktif	0,029	0,024
4- Faaliyet Kârı/(Toplam Aktif-MDV)	0,078	0,098
5- Faaliyet Kârı/Net Satış	0,038	0,042
6- Brüt Kârlılık	0,064	0,071
7- Vergi Sonrası Kâr/Net Satış	0,015	0,012
8- Faaliyet Gideri/Net Satış	0,028	0,032
9- Finansman Giderleri/Net Satışlar	0,019	0,027
10- Faiz Vergi Öncesi Kar / Faiz	1,995	1,584

Şirket son yıllarda artan kar rakamları ile dikkat çekmektedir. Bir önceki yılsonuna göre brüt karlılığında bir düşüş olmasına rağmen net karlılık oranı artmıştır. Bununla birlikte faaliyet ve finansman giderlerinin satışlara oranındaki azalma tarafımızca olumlu addedilmiştir. Ayrıca şirketin faiz ödeme kapasitesinin arttığı görülmektedir.

V-Faaliyet Rasyoları ve Devir Hızları	2014	2013
1- Stok Devir Hızı	4,93	6,09
2- Alacak Devir Hızı	5,21	6,57
3- İşletme Sermayesi Devir Hızı	2,09	2,36
4- Net İşletme Sermayesi Devir Hızı	7,64	15,29
5- Ticari Borç Devir Hızı	3,27	2,86
6- Maddi Duran Varlıklar Devir Hızı	19,39	14,75
7- Duran Varlıklar Devir Hızı	17,28	13,35
8- Özkaynak Devir Hızı	5,66	7,81

Devir hızları açısından bakıldığında, şirketin stok devir hızı ve alacak devir hızının bir önceki seneye göre düşüş gösterdiği, ticari borç devir hızının ise arttığı görülmektedir. Ancak likidite rasyolarında ki iyileşmenin devir hızlarındaki olumsuz yönde değişiminin etkisini bir miktar azalttığını söylemek mümkündür.

VI-Büyüme Volatilité	2014
1- Reel Büyüme	26%

2013 yılında reel olarak bir önceki yıla göre %29 artan firma gelirleri, 2014 itibarıyla enflasyondan arındırılmış şekliyle %26 civarında bir büyüme performansı göstermiştir.

Güçlü Yönler

Şirket kurumsallaşmış ve yönetimi yeterlidir.

2014 yılı itibarıyla payları Borsa İstanbul Ulusal Pazarında işlem görmekte olan şirketin kurumsal yapısının oluşturulduğu görülmüştür.

Şirket tesisleri lokasyonu itibarıyla rekabet avantajı yaratmaktadır.

Ulusoy Un üretim tesisleri ve depolarının Samsun Limanı'na yakın oluşu rakip işletmelere göre maliyet avantajı yaratmaktadır.

Şirket yüksek deneyim ve ulusal pazarda bilinirliğe sahiptir:

1991 yılından bu yana faaliyet gösteren firma iştiğal konusunda tecrübelidir. Ayrıca ulusal pazarda önemli bir oyuncu konumundadır.

Riskli Yönler

Kur volatilitésinin şirket karlılığını olumsuz etkileme ihtimali bulunmaktadır:

Şirketin yabancı kaynaklarının önemli bir kısmının riski, ağırlıklı olarak USD olmak üzere döviz cinsinden izlenen tutarlardan oluşmaktadır. Döviz cinsinden gelirleri nispeten daha düşük olan şirketin karlılık performansı kur değışimlerine duyarlıdır. Bununla birlikte, kur riskinin önemli miktarda hedge edilerek azaltılması tarafımızca olumlu addedilmiştir.

Kaldıraç kullanımı yüksektir:

Operasyonlarını ağırlıklı olarak yabancı kaynaklarla finanse eden şirketin kaldıraç kullanımının mukayese edilen sektöre kıyasla daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Buna karşın, 2014 yılında yapılan sermaye artışı sonrası söz konusu rasyoda bir iyileşme yaşandığı da görülmektedir.

Şirketin finansal göstergelerinin mukayesesi, Borsa İstanbul'da yer alan "Gıda Maddeleri Sanayi" sektörü firmaları baz alınarak yapılmıştır.

Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim uygulamaları yönünden yapılan incelemede Ulusoy Un'un, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış olduğu ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuş olduğu gözlemlenmiştir. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir. Yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir.

Metodoloji

SAHA'nın kredi derecelendirme metodolojisi belirli ağırlıklarla nihai nota tesir edecek şekilde kantitatif ve kalitatif bölümlerden oluşmaktadır. Kantitatif analizin bileşenleri, SAHA Score, firmanın temerrüt noktasından uzaklığı, sektör mukayeseli performansı, finansal risklerinin analizi ve nakit akış projeksiyonlarının değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Temerrüt noktası 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. Bu analiz, SAHA'nın Türkiye'deki gıda maddeleri sanayii şirketlerini kapsayan özgün istatistiksel çalışmasına dayandırılmaktadır. Sektör mukayeseli performans analizi ise, sektör firmalarının son dönem mali performansları ile mukayeseli olarak ilgili firmanın konumunu belirler. Finansal risklerin analizi, 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 projeksiyonlarını ele alır, 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; pazar payı ve etkinliği, büyüme trendi, 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. Halen içinde yaşadığımız global finansal krizde kurumsal yönetimin ve şeffaflığın önemi bir kez daha öne çıkmıştır. 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 adresinde yayınlanmaktadır.

Notların Anlamı

Uzun vadeli kredi derecelendirme notlarımız en yüksek kaliteyi gösteren AAA' dan başlayıp en düşük (temerrüt) kalite 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	
(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 etkilenebilir. Menkul kıymet ise, uygun koruma parametrelerine sahip ama ihracının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflayabilir.

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

(TR) B	(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, ihracının olumsuz ekonomik koşul ve değişimler dolayısıyla yükümlülüğünü yerine getirme kapasitesi zayıflarsa ciddi belirsizlikler ortaya çıkabilir.
(TR) C	(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 ihracının 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, Ulusoy Un Sanayi ve Ticareti A.Ş.'nin işbirliğiyle sağlanan ve hem de Ulusoy Un Sanayi ve Ticareti 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 olmayacağı 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).

© 2015, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. Bütün hakları saklıdır. Bu Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporunda sunulan bilgilerin, Saha A.Ş.'nin ve Ulusoy Un Sanayi ve Ticareti A.Ş.'nin izni olmaksızın yazılı veya elektronik ortamda basılması, çoğaltılması ve dağıtılması yasaktır.