

ULUDAĞ ELEKTRİK DAĞITIM A.Ş.

Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR A+**
Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR A1**
Görünüm: **Durağan**

İstanbul, 1 Kasım 2017 – Uludağ Elektrik Dağıtım A.Ş.’nin (kısaca Uludağ Elektrik veya Şirket) Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR A+, Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR A1 ve görünümü durağan olarak belirlenmiştir. Şirketin istikrarlı büyümesi, kayıp kaçak oranının düşük olduğu yüksek gelirli bir coğrafi bölgede faaliyet göstermesi, dengeli borçlanma vade yapısı ve regüle bir sektörde faaliyet gösteren elektrik dağıtım şirketlerine sağlanan önemli teşviklerin varlığı bu kredi notlarını destekleyen faktörlerdir. Ayrıca ana ortak Uluğ Enerji Dağıtım ve Perakende Satış Hizmetleri A.Ş.’yi (Uluğ Enerji) bünyesinde barındıran Limak Holding A.Ş.’nin, (Limak Grubu) Türkiye’nin önde gelen girişimcilerinden biri olarak yurtiçi ve yurt dışında önemli altyapı projelerini başarıyla tamamlama gücü ve kapasitesi olması da görüşümüzü destekleyen faktörlerdendir. Diğer yandan Şirket yatırımlarının finansmanında kullanılan yabancı para banka kredilerinden kaynaklanan kur riski ve dalgalı seyir izleyen karlılık oranları notu baskılayan unsurlardır.

Sektörün Önemli Bir Oyuncusu: Uludağ Elektrik, 2006’da imzalanan İşletme Hakkı Devir Sözleşmesi ile Bursa, Balıkesir, Çanakkale ve Yalova illerinin yer aldığı elektrik dağıtım bölgesinin işletme hakkını 2036 yılına kadar devralmıştır. Diğer elektrik dağıtım şirketleri gibi bu coğrafi bölgede tek yetkili olarak monopol statüsüne haiz olan Şirket, bugün yaklaşık 2,9 milyon abonesine elektrik dağıtım hizmeti vermektedir. Şirketin faaliyet gösterdiği coğrafi bölge sanayi ve ticari kuruluşların yoğun olduğu yüksek gelirli bir bölgedir. Faaliyet bölgesinin bu özelliği ile EPDK’nın 2016 yılı için belirlediği %7,55 hedefinin altında kayıp kaçak oranı elde eden Uludağ Elektrik, %5,57 ile kayıp kaçak oranı en düşük ikinci dağıtım şirketi olmuştur. Haziran 2017 itibariyle elektrik dağıtım lisansına sahip 21 şirket arasında tüketilen elektrik hacmi bakımından 4’üncü büyük şirket konumundadır.

2006’da Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.’ye (TEDAŞ) bağlı olarak kurulan Uludağ Elektrik’in 2010’da yapılan özelleştirme ihalesini 940 milyon ABD Doları bedelle Limak Grubu kazanmıştır. Ardından Limak-Cengiz-Kolin Grupları tarafından iş ortaklığı olarak kurulan Uluğ Enerji, Uludağ Elektrik ortaklık paylarını devralmıştır. EPDK’nın aldığı elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin ayrı tüzel kişilerce yürütülmesi kararı nedeniyle, Şirket perakende elektrik satış faaliyetlerini 2013’te ana ortak Uluğ Enerji’nin kurduğu CLK Uludağ Elektrik Perakende Satış A.Ş.’ye devretmiştir. Şubat 2017’de Limak Yatırım Enerji Üretim İşletme Hizmetleri ve İnşaat A.Ş. (Limak Yatırım) diğer ortaklardan Uluğ Enerji ortaklık paylarını devralarak Şirketin hakim ortağı haline gelmiştir.

Düzenleyici Ortamın Sektöre Olan Desteği: 2013’te yürürlüğe giren Elektrik Piyasası Kanunu gereğince oluşturulan Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) yaptığı düzenlemelerle, tamamı 2013’e kadar özelleştirilen 21 elektrik dağıtım şirketine önemli hak ve sorumluluklar vermektedir. EPDK, üçüncüsü 2016’da başlayan beşer yıllık uygulama dönemlerinden önce her bir dağıtım şirketi için ayrı ayrı yatırım (CAPEX) ve operasyonel gider (OPEX) hedefleri belirlemektedir. Kendi bölgelerinde monopol durumda olan elektrik dağıtım şirketlerinin yapmak zorunda oldukları yatırımlar, enflasyon oranına ek olarak makul bir getiri oranıyla hesaplanarak, EPDK tarafından 10 yıla yaygın şekilde geri ödenmektedir. Dağıtım şirketleri, EPDK’nın kendileri için koyduğu kayıp kaçak oranı hedefinin altına düşmeleri durumunda ilave gelir yaratabilmektedir.

Gelirlere Paralel Büyüyen Aktifler: Uludağ Elektrik 2016'da toplam 11,7 GWh elektrik dağıtım hizmeti sağlamıştır. Mevzuat gereği Şirket, gelirlerinin büyük bölümünü abonelerden değil, abonelere elektrik tedarik eden ve dağıtım faaliyetleri dahil tüm hizmetleri için fatura düzenleyen perakende satış şirketinden elde etmektedir. Bu nedenle tahsilat riskinin asgari oranlarda tutulması mümkün olmaktadır. 2013'ten itibaren her yıl büyüyen net satış gelirleri 2016'da %38,8 artarak 806 milyon TL'ye, aktifler ise %18,4 artarak 1.768 milyon TL'ye yükselmiştir.

EBITDA 2016'da En Yüksek Seviyede: Elektrik dağıtım faaliyetleri ile perakende elektrik satışlarının birbirinden ayrıldığı 2013'te negatife dönüşen EBITDA, 2016'da son beş yılın en yüksek seviyesi olan 219,8 milyon TL'ye yükselmiştir. EBITDA'nın 2016'da bu kadar yükselmesinde net satış gelirlerinin artışının yanında satılan malların maliyetinde meydana gelen azalışın da etkisi vardır. 2013-2015 döneminde istikrarsız bir seyir izleyen EBITDA marjı, 2016'da %27,3 olarak gerçekleşmiştir.

Dengeli Borçlanma Yapısı: Mevzuat kapsamında yapılması zorunlu olan altyapı yatırımları, banka kredileri ve ortaklardan sağlanan finansman borçları ile fonlanmaktadır. En uzununu 2025 vadeli olan kredilerin büyük bölümü yabancı para cinsi yatırım kredilerinden oluşmaktadır. 2016 yılı sonu itibarıyla tamamı uzun vadeli olan 697,1 milyon TL banka kredisi borcunun %18,3'ü uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli kısmıdır. Aynı dönemde, 346,5 milyon TL tutarındaki ticari borçların ise %76,1'i ilişkili taraflara olan borçlardan oluşmaktadır.

Yüksek Kur Riskinden Negatif Etkilenen Karlılık: Elektrik dağıtım sektörünün doğası gereği, Şirket yatırımlarının önemli kısmı uzun vadeli yabancı para kredilerle fonlandığından, Uludağ Elektrik'in kur riski yüksektir. 2016 yılsonu itibarıyla net yabancı para açık pozisyonu 673,6 milyon TL'dir. Şirket, 2015 zararını, TL'nin değer kaybetmesi sonucu oluşan 100,6 milyon TL net kur zararına rağmen elde ettiği faaliyet karıyla 2016'da 90,2 milyon TL kara dönüştürmüştür. Şirketin operasyonel karlılığı kanaatimizce önümüzdeki dönemde devam edecektir. 2013-2015 döneminde istikrarlı bir büyüme yakalayamayan özkaynaklar 2016'da net karın etkisiyle %77,5 büyümüştür. Şirketin 2016 ortalama özkaynak ve aktif karlılık oranları sırasıyla %56,1 ve %13,5'tir.

Güçlü Bir Grup Desteği: 1976 yılında inşaat sektöründe faaliyetlerine başlayan Limak Grubu, bugün turizm, enerji, çimento, altyapı, havalimanı operasyonları, liman işletmeciliği olmak üzere çeşitli sektörlerde faaliyet göstermektedir. 2008 yılında kurulmuş olan hakim ortak Limak Yatırım, enerji, liman ve havalimanı işletmesi yatırımları bulunan bir altyapı yatırım platformudur. Limak Grubunun gerektiğinde Şirkete destek verebilecek güçte olduğu kanaatindeyiz.

Kurumsal Yönetime Önem Veriliyor: Şirket'in kurumsal yönetime önem verdiği ve bu kapsamda önemli adımlar atmış olduğu gözlenirse de, hala arzu edilen noktaya erişme adına yol alınması gerektiği düşünülmektedir.

Güçlü Yönler ve Fırsatlar

- Regüle bir sektör olarak, getirilen düzenleme ve teşvikler ile beraber, hak ve yükümlülüklerin net olarak belirlenmesi
- Gelir ve giderlerin 5 yıl boyunca planlanabilmesi nedeniyle yüksek öngörülebilirlik
- Tahsilat riskinin çok düşük olması
- Konularında bilgi ve deneyime sahip yöneticiler
- İhtiyaç duyulduğunda nakit akımı sağlayabilecek ortakların varlığı

Zayıf Yönler ve Tehditler

- Açık döviz pozisyonu ve döviz kurlarındaki volatiliteden olumsuz etkilenen karlılık
- İç ve dış politik konjonktüre bağlı olarak kur ve faiz artışları
- Likidite oranlarının düşük olması
- Toplam özkaynakların, ödenmiş sermaye seviyesine çıkamamış olması

Uludağ Elektrik Seçilmiş Finansal Göstergeleri (1000 TL)

	2013	2014	2015	2016
Dönen Varlıklar	346.551	654.728	635.029	561.149
Duran Varlıklar	458.313	469.225	858.776	1.206.792
Aktif Toplamı	804.864	1.123.953	1.493.805	1.767.941
<i>Aktiflerdeki büyüme (%)</i>	<i>-14,5</i>	<i>39,7</i>	<i>32,9</i>	<i>18,4</i>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	498.104	576.913	483.482	620.317
Uzun Vadeli Yükümlülükler	167.799	299.125	894.458	941.915
Özkaynaklar	138.960	247.914	115.865	205.709
Net Satışlar*	329.084	489.528	580.964	806.238
<i>Satışlardaki Büyüme (%)</i>	<i>-82,6</i>	<i>48,8</i>	<i>18,7</i>	<i>38,8</i>
EBITDA**	-51.835	151.445	97.558	219.847
EBITDA 2***	-51.835	151.445	-64.589	219.847
Net Kar / Zarar	-57.744	109.279	-131.801	90.232

*Altyapı yatırım harcamaları, TFRS 11 standardı çerçevesinde ilgili dönem içerisinde gelir ve satışların maliyeti olarak kayıtlara alınır. Ancak, şirket performans trendlerinin tespitine imkan vermek üzere, yatırım harcamaları kaynaklı bu tutarlar Net Satışlar kalemine dahil edilmemiştir.

Not: Şirket'in 2011-2014 döneminde gerçekleştirdiği yatırımlar ile tarife hesaplamalarında dikkate alınan yatırım tavanının farklı olması sebebiyle, söz konusu farka tekabül eden 2011-2015 dönemine ait itfa, reel makul getiri ve vergi farkı tutarları, yatırım farkı düzeltme bileşeni hesaplamalarında dikkate alınarak, 2016 ve 2017 yıllarında 2 eşit taksit halinde tarife hesaplarına yansıtılmıştır. Bu tutarın tamamı (162 milyon TL) TFRS standartları gereği 2015 yılında giderleştirilmiş olup, önceki yılların da etkisini barındıran tek seferlik bir düzeltme olması sebebiyle 2015 yılı düzeltilmiş EBITDA'sına dahil edilmemiştir.

** EBITDA: Hasılat - Amortisman Giderleri Hariç (Satışların Maliyeti - Operasyonel Giderler) +/- Diğer Faaliyetlerden Gelir/Gider Farkı (2015 yılı yatırım farkı düzeltme bileşeni gideri EBITDA hesaplamasına dahil edilmemiştir).

*** EBITDA 2: (2015 yılı yatırım farkı düzeltme bileşeni gideri EBITDA hesaplamasına dahil edilmiş).