

## LİMAK YATIRIM ENERJİ ÜRETİM İŞLETME HİZMETLERİ VE İNŞAAT A.Ş.

Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu: **TR AA-**  
Kısa Vadeli Kredi Ulusal Derecelendirme Notu: **TR A1**  
Görünüm: **Durağan**

**İstanbul, 05 Aralık 2016** - Limak Yatırım Enerji Üretim İşletme Hizmetleri ve İnşaat A.Ş.'nin (kısaca Limak Yatırım veya Şirket) Uzun Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR AA-, Kısa Vadeli Ulusal Kredi Derecelendirme Notu TR A1 ve görünümü durağan olarak belirlenmiştir. Kredi notu, Şirket'in sektördeki konumunu, gelir kaynaklarının çeşitliliğini, tecrübeli yönetim kadrolarının varlığını ve portföyündeki şirketlerin nakit yaratma kabiliyetini yansıtmaktadır. Ayrıca ana ortak Limak İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Limak İnşaat) geçmişte tamamlanan yatırım projeleri ile yurt içinde ve yurt dışında devam eden projelerinden sağlanan fonların, nakit akışı üzerinde yaratacağı olumlu etki, Şirket'i destekleme gücünü arttıracaktır. Şirket'in finansal borçlarından kaynaklanan kur riski ve faaliyet ortamının istikrarsızlığı, notu baskılayan unsurlardır.

**Güçlü Bir Grup:** 1976 yılında inşaat alanında faaliyetlerine başlayan Limak Grubu, aynı zamanda turizm, enerji, çimento, altyapı, havalimanı operasyonları, liman işletmeciliği olmak üzere çeşitli sektörlerde faaliyet göstermektedir. 2008 yılında kurulmuş olan Limak Yatırım, enerji, liman ve havalimanı işletmesi yatırımları bulunan bir altyapı yatırım platformudur. Hakim ortak Limak Holding ve ana ortak Limak İnşaat'ın güçlü finansal yapısı Limak Yatırım'ın kredi derecelendirme analizinde olumlu etki yaratmıştır.

**Faaliyet Gösterdiği Sektörlerde Öncü:** Limak Yatırım 2.922 MW kurulu gücü ile bugün en büyük ikinci serbest enerji üretim şirketi konumundadır. Enerji üretim faaliyetlerindeki ortaklıklardaki paylar esas alındığında, Limak Yatırım'ın sahip olduğu pay 1.914 MW'dır. Üretim kaynakları itibarıyla, Limak Yatırım'ın, doğalgaz, kömür ve akarsulara dayalı elektrik santralleriyle güçlü bir kaynak çeşitliliğine sahip olduğu görülmektedir. Gelirlerin büyük bölümünü oluşturan enerji sektöründe; üretim ve dağıtım ile perakende ve toptan satış alt sektörlerinin tümünde sağlanan entegrasyon, Limak Yatırım'ı en rekabetçi oyuncuların birisi yapmıştır. Ayrıca Limak Yatırım'ın işlettiği İskenderun Limanı ise, elleçlenen yük toplamı bakımından Ekim 2016 itibarıyla Türkiye'nin dördüncü büyük limanı konumundadır.

**Gelir Kaynaklarının Çeşitliliği:** Limak Yatırım dikey entegrasyon hedefinin gereği olarak, kamuya ait elektrik dağıtım ve perakende satış şirketlerinin özelleştirme ihalelerine katılmıştır. Limak Yatırım, üretim, elektrik dağıtım ve perakende satış ayrıca toptan satış şirketleri ile sektörün değer zincirinin tüm aşamalarında faaliyette bulunmaktadır. Şirket ayrıca portföyünde çeşitlendirmeye gitmek amacıyla 2014 yılında açık maden sahasına sahip Yeniköy ve Kemerköy termik santralleri'ne (YKK) %50 pay ile ortak olmuştur. YKK'nın yerli kömür santrallerini desteklemek amacıyla devletin alım garantisi kapsamına girmesi analizimize olumlu yansımıştır. Bunun yanı sıra Limak Yatırım'ın sahip olduğu tüm HES'lerin YEKDEM'den faydalanabilir durumda olması Şirkete yabancı para cinsinden gelir garantisi sağlamaktadır.

**Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlardan Kaynaklanan Zararlar Sebebiyle Azalan Özkaynak:** Limak Yatırım, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen elektrik üretim şirketlerinin kur zararları sebebiyle Şirket payına düşen 376,4 milyon TL zarar etmesinden dolayı özkaynaklarında net 178 mn TL azalma meydana gelmiştir. Ancak Şirket, söz konusu yatırımlardan kur farkı sebebi ile zarar elde etmesine rağmen, bu yatırımlara ait gelirlerinin de dikkate alındığı kombine EBITDA rakamını son 5 dönemdir arttırmaya devam etmektedir.

Şirket kombine EBITDA marjını son 5 dönemdir %18-19 bandında tutmayı başarmıştır. Yıl sonu tahmini EBITDA marjı %19,3 seviyesindedir.

**Dalgalı Kaldıraç Oranları:** 2012'den başlayan 4,5 yıllık süreçte, Grubun büyüme stratejisine uygun olarak sürekli artan yatırımlar nedeniyle, toplam yükümlülüklerinin özkaynaklara olan oranı dalgalı bir seyir izlemiştir. 2013'te özelleştirme bedellerinin finansmanı için kullanılan yabancı para cinsi banka kredileri ile ÖİB ve Devlet Su İşlerine (DSİ) ödenmesi gereken paylar, toplam yükümlülüğün artışına neden olurken, dönem zararının etkisiyle özkaynakları azalmıştır. Bu nedenle kaldıraç oranında hızlı bir yükseliş meydana gelmiştir. 2014'te Sabiha Gökçen Havalimanı ortaklık paylarının satışından elde edilen karın etkisiyle kaldıraç oranını son 4,5 yıllık dönem içindeki en düşük seviyeye indirmiştir.

**Yüksek Kur Riski:** Limak Yatırım faaliyet gösterdiği sektörlerin doğası gereği, projelerinin finansmanlarını uzun vadeli kredilerle yapmıştır. Türkiye'deki finansal sistemin uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını sadece yabancı para cinsinden banka kredileriyle karşılaması nedeniyle Limak Yatırım'ın kur riski yüksektir. Haziran 2016 itibarıyla bilanço açık pozisyonu 1,8 milyar TL'yi bulan Limak Yatırım, türev ve benzeri ürünler ile yükümlülüklerini hedge etmiş ve bilanço açık pozisyonunu 1,3 milyar TL'ye indirmiştir.

**Önümüzdeki Yıllarda Ortakların Sermaye Katkısı Devam Edecek:** Şirket yetkilileri tarafından hazırlanan projeksiyona göre, Limak Yatırım özelleştirme taksit ödemeleri bulunan ve yatırım faaliyetlerine devam eden iştirak ve bağlı ortaklıklarının ihtiyaç duyacağı fonlamaya ilişkin olarak bu ödeme ve yatırımlar için yapılandırılan proje finansman kredileri kapsamında enjekte etmesi gereken öz kaynak bedelleri için gerekli olması durumunda hissedarlarının (Limak İnşaat) sermaye katkısına ihtiyaç duyabilecektir.

**Uluslararası Büyüme Fırsatları Değerlendiriliyor:** Limak Grubunun ve dolayısıyla Limak Yatırım'ın esas gücü, finansal tablolarına yansımayan Grubun kendi inşaa ettiği ve devraldığı projelerindeki iş referanslarında, uluslararası ilişkilerde ve deneyimli yönetici kadrosundadır. Son yıllarda yurt dışında kazanılan ihaleler bu olguyu kanıtlamakta ve büyümesinin sadece Türkiye ekonomisine bağımlı olmadığını göstermektedir.

**Kurumsal Yönetim:** Şirket'in kurumsal yönetime önem verdiği ve bu kapsamda önemli adımlar atmış olduğu gözlenirse de, özellikle ilgili taraflar (stakeholders) nezdinde şeffaflık bakımından henüz uluslararası standartlara erişme adına yol alınması gerektiği gözlenmiştir.

#### **Güçlü Yönler ve Fırsatlar**

- Çeşitlendirilmiş gelir kaynakları
- Yerli ve yenilenebilir kaynaklara dayalı üretim ve düşük üretim maliyetine sahip elektrik santralleri
- Kömür santralleri kapsamında sağlanan teşvik mekanizmasından faydalanma
- YEKDEM kapsamında yabancı para cinsinden gelir yaratan HES'ler.
- Uzun vadeli fonlama imkânı olan yatırımlar
- Konularında bilgi ve deneyime sahip yöneticiler
- İhtiyaç duyulduğunda nakit akımı sağlayabilecek ortakların varlığı
- Sektör içi ve sektörler arası entegrasyona dayalı verimlilik ve sinerji
- Dış ticarete bağlı olarak gelişebilecek liman hizmetleri
- Elektrik dağıtım şirketleri için yeni iş birliği olanakları

#### **Zayıf Yönler ve Tehditler**

- Açık döviz pozisyonu ve döviz kurlarındaki volatilité nedeniyle oluşan kambiyo zararları kaynaklı negatif karlılık
- Yatırım evresi yeni tamamlanan portföyü sebebi ile yüksek borç stoku
- İlgili taraflar (stakeholders) nezdinde şeffaflığın ve bilgi paylaşımının istenen seviyede olmayışı
- İç ve dış politik konjonktüre bağlı olarak kur ve faiz artışları
- Ekonomik yavaşlamaya bağlı olarak elektrik talebinde yaşanabilecek daralma

Limak Yatırım'ın Seçilmiş Finansal Göstergeleri (1000 TL)

	2012	2013	2014	2015	2016/6
Dönen Varlıklar	250.537	423.627	1.114.989	314.526	445.927
Duran Varlıklar	2.334.631	3.378.112	3.705.035	4.365.868	4.832.473
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>2.585.168</b>	<b>3.801.739</b>	<b>4.820.024</b>	<b>4.680.394</b>	<b>5.278.399</b>
<i>Aktiflerdeki Büyüme (%)</i>	-	47,1	26,8	-2,9	12,8
Kısa Vadeli Yükümlülükler	342.090	588.349	666.794	675.386	790.095
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.907.875	2.963.919	2.872.190	2.906.391	3.378.441
<b>Özkaynaklar</b>	<b>335.203</b>	<b>249.472</b>	<b>1.281.040</b>	<b>1.098.616</b>	<b>1.109.863</b>
Net Satışlar	694.972	1.170.796	1.206.293	1.705.498	1.064.212
<i>Satışlardaki Büyüme (%)*</i>	-	68,5	3,0	41,4	30,9*
Net Kar / Zarar	180.109	-225.868	842.383	-500.847	60.117
<b>EBITDA (Kombine)</b>	<b>356.258</b>	<b>594.958</b>	<b>888.953</b>	<b>1.102.829</b>	<b>690.560</b>
EBITDA Marjı (Kombine) (%)	23,4	18,3	18,7	17,3	20,5
Toplam Yükümlülükler/Özkaynak (x)	6,7	14,2	2,8	3,3	3,8
Özkaynak / Aktifler (%)	13,0	6,6	26,6	23,5	21,0

\* 2015/6 dönemindeki büyüme oranları bir önceki yılın aynı dönemine göre büyüme oranıdır.