

“  
**JCR  
 Eurasia Rating,**

periyodik gözden  
 geçirme sürecinde

**Zorlu Osmangazi  
 Enerji Sanayi ve  
 Ticaret A.Ş.’nin  
 Konsolide Yapısı’nın  
 ve Mevcut Tahvil  
 İhraçları’nın Nakit  
 Akımları’nın**

Uzun ve Kısa Vadeli  
 Ulusal Notları’nı ‘**A-**  
**(Trk)’** ve  
**‘A-1 (Trk)’**  
 olarak, söz konusu  
 notlara ilişkin  
 görünümünü ise  
**‘Stabil’**  
 olarak teyit etti.”

## NOTLAR

		Uzun	Kısa
Uluslararası	Yabancı Para	BBB-	A-3
	Türk Parası	BBB-	A-3
	Görünüm	YP Negatif	YP Negatif
	İhraç Notu	-	-
Ulusal	Ulusal Not (Trk)	A-	A-1
	Görünüm	Stabil	Stabil
	İhraç Notu (Trk)	A-	A-1
	Desteklenme Notu	2	-
Ortaklardan Bağımsızlık Notu	B	-	

Sektör: Elektrik Dağıtım/Satış  
 Rapor Tarihi: 23/11/2018

### Analistler

Gökhan İYİGÜN (Baş Analist)  
 +90 212 352 56 73

[gokhani@jcrer.com.tr](mailto:gokhani@jcrer.com.tr)

Diñer SEMERCİLER (Yard.  
 Analist)

+90 212 352 56 73

[dincer.semerciler@jcrer.com.tr](mailto:dincer.semerciler@jcrer.com.tr)

## Basın Açıklaması İstanbul – 23 Kasım 2018

JCR-Eurasia Rating, periyodik gözden geçirme sürecinde, “Zorlu Osmangazi Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.” (“Zorlu Osmangazi” ya da “Şirket”)’nin konsolide yapısını ve “Mevcut Tahvil İhraçları’nın Nakit Akımları”’nı yatırım yapılabilir kategori içerisinde değerlendirerek, Uzun Vadeli Ulusal Notu’nu ‘**A- (Trk)**’ olarak ve söz konusu nota ilişkin görünümünü ise ‘**Stabil**’ olarak teyit etmiştir. Diğer taraftan, Uzun Vadeli Uluslararası Yabancı ve Yerel Para Notları’nı teyit eden ‘**BBB-**’ olarak teyit edilmiş olup, görünüm ise Japan Credit Rating Agency Ltd’nin 14 Ağustos 2018 tarihli değerlendirmesi doğrultusunda ‘**Stabil**’den, ‘**Negatif**’e revize edilmiştir.

Zorlu Osmangazi, Şubat 2017’de tamamlamış olduğu satın alma ve devir işlemleri sonrasında bağlı ortaklıkları olan “Osmangazi Elektrik Dağıtım A.Ş.” (OEDAS) ve “Osmangazi Elektrik Perakende Satış A.Ş.” (OEPSAŞ)’ın sahip oldukları EPDK lisansları doğrultusunda, faaliyet bölgesi olan Afyon, Bilecik, Eskişehir, Kütahya ve Uşak illerinde elektrik dağıtımı ile aynı bölge ve Türkiye genelindeki serbest tüketicilere elektrik perakende satış hizmetleri sunma faaliyeti ile yetkilendirilmiştir. Enerji üretimi, dağıtım, satışı ve ticareti alanında Türkiye’nin önde gelen gruplarından biri olan ve hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (Zorlu Enerji) bünyesinde faaliyet gösteren firma, tamamlanan mali yılda da lisans bölgesinde istikrarlı olarak artan abone sayıları ve tüketim miktarına paralel olarak varlık tabanını büyütmüş ve satış gelirleri ile faaliyet karlılığını önemli ölçüde artırmıştır.

EPDK tarafından, 2017 yılı sonunda devreye alınan ve beş yıllık üçüncü tarife döneminin son üç yılını kapsayan 2018-2020 arasında düzeltilmiş reel makul getiri oranının artırılması ve tahakkuk ettirilen kaçak elektrik enerjisi kullanım gelirlerinin tarife dışında tutulan kısmının yükseltilmesinin önümüzdeki dönemde dağıtım şirketlerinin ciro ve karlılık göstergelerine önemli katkı yapması beklenmektedir. Elektrik dağıtım sektöründe tamamlanan özelleştirme süreçleri sonrasında özel sektör tarafından artan şebeke iyileştirme ve altyapı yatırımlarının etkisiyle kaçak oranları ülke genelindeki düşüş trendi ve OECD ortalamasına yakınsama süreci devam etmektedir. Ancak, ağırlıklı olarak döviz cinsi satın alma ve proje finansmanı kredilerinden kaynaklanan kur riski ve Türk Lirası’nda yaşanan değer kaybı, gelirlerini yerel para cinsinden elde eden sektör genelinde borç karşılama kapasitesini zayıflatmıştır. Zorlu Osmangazi, sektöre daha geç bir noktada giriş yapmasının avantajlarını kullanarak, satın alınan içsel kaynaklardan karşılanması ve mevcut mali yıl içinde kullanılmasına başlanacak olan ve ağırlıklı uluslararası finansal kuruluşlar tarafından sağlanan kur riski içermeyen TL bazlı uzun vadeli proje finansmanı paketi sayesinde diğer oyuncularından olumlu yönde ayrılmaktadır. Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kaynaklı maliyetler ve elektrik fiyatlarında yaşanan artışlara karşın ulusal tarifenin aynı oranda artmaması, tüketimi yüksek serbest müşterileri ikili anlaşmalar kapsamında daha ucuz kaynak arayışına yönlendirmiş ve OEPSAŞ’ın tamamlanan mali yılda konsolide FAVÖK’e katkısı zayıflamış olmakla beraber, bu durumun sene başında ulusal tarife yapılan artışlar ve gerçekleşen ve tarife yoluyla alınan YEKDEM maliyetleri arasındaki gecikme farkının azaltılması ile dengelenmesi beklenmektedir. Geçtiğimiz yılın son çeyreğinde tamamlanan tahvil ihraçlarının da katkısıyla devam etmekte olan yoğun altyapı yatırım süreçlerinin net işletme sermayesi ve likidite yönetimi üzerinde baskının, ödemesiz döneme sahip uzun vadeli proje finansmanı paketinin uzun vadeli kaynaklar lehine geliştireceği borç kompozisyonu ile iyileştirilmesi planlanmaktadır. Ana ortak Zorlu Enerji tarafından finansman amacıyla şirkete tahsis edilen USD bazlı sermaye benzeri kredinin etkisiyle mevcut mali yılda artan oranda kur zararlarına maruz kalınmasına karşın, firma finansman giderlerini karşılayacak seviyede bir faaliyet karlılığı yaratmıştır.

Faaliyet bölgesinde dışsal rekabetten korunan monopol konumunun nakit akışları açısından sağladığı öngörülebilir ve sürdürülebilir yapı, faaliyet hacmi büyümesine rağmen özkaynakların bilanço kompozisyonu içerisindeki yüksek seyri ve düşük net finansal borçluluk oranı, lisans bölgesinin istikrarlı oranda büyüyen abone sayıları ve tüketim hacmi, düzenleyici otoriteler tarafından gelişmiş ülkelere kıyasla daha kısa olarak belirlenen yatırım itfa süresi, planlanan ve finansmanı hazır olan yatırımların varlık tabanına büyümesine yapacağı katkı ve stratejik, operasyonel ve finansal risklerin yönetimi konusunda Zorlu Enerji çatısı altında faaliyet gösterilmesinin yarattığı avantajlar, firmanın Uzun Vadeli Ulusal Not ve Görünümünün “**A-(Trk)**” ve “**Stabil**” olarak teyit edilmesinin ana nedenlerini oluşturmuştur. Önümüzdeki dönemde, artması beklenen finansal borç seviyesi ve kaynak maliyetlerinin finansman giderleri üzerinde oluşturacağı baskı, global ve yerel ekonomik/siyasi konjunktürde yaşanacak gelişmelerin Türk Lirası üzerindeki etkileri ve tedarik maliyetleri açısından dışarıya bağımlı olan enerji piyasasında meydana getireceği değişiklikler, net işletme sermayesi ve likidite göstergelerinin seyri, artan yatırımlara paralel olarak faaliyet bölgesindeki kaçır-kaçak oranının EPDK hedeflerine ve Türkiye ortalamasına göre sergileyeceği performans ve kaydedilen gelişime rağmen Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyum seviyesindeki ileriye yönelik artışlar, JCR Eurasia Rating tarafından izlenecek temel hususlar arasında yer almaktadır. İhraç yoluyla elde edilen kaynaklar şirket bilançosunda taşındığı için ayrı bir ihraç rating raporu düzenlemeyip kredi derecelendirme raporu içerisinde analiz edilmiştir. İhraç edilmiş tahvilin şirketin diğer yükümlülüklerine göre hukuksal ve teminat açısından bir farklılaştırılması olmadığı için Şirketin kurumsal yapısının notları ihraç rating’ini de temsil etmektedir.

Nitelikli ortak konumunda bulunan Zorlu Enerji’nin ulusal enerji sektöründe sahip olduğu ölçek ve çeşitlendirilmiş aktif portföyü, ilave kapasite ve tamamlanan yatırımların devreye alınması sonucu satış gelirleri ve faaliyet karlılığında sağladığı yüksek büyüme ve Zorlu Osmangazi’nin grubun konsolide ciro ve operasyonel karlılığında artan oranda katkı yapması beklentisi dikkate alındığında ihtiyaç halinde firmaya finansal gücünün yeterliliğine bağlı olarak likidite ve öz kaynak temin edilebilecek yeterli arzuya sahip olduğu kanaatine ulaşılmıştır. Bu kapsamda, Şirketin Desteklenme Notu JCR Eurasia Rating notasyonu içerisinde güçlü düzeyi işaret eden (2) olarak teyit edilmiştir.

Diğer taraftan, JCR Eurasia Rating olarak, ortaklarından herhangi bir destek sağlanıp sağlanamayacağına bakılmaksızın, Zorlu Osmangazi’nin regülatif piyasa koşullarında tarife metodolojisi ile desteklenen ve fiyat değişikliklerine maruziyeti sınırlı olan gelir yapısı, güçlü özkaynak seviyesi, istikrarlı ve finansman giderlerinin üzerinde bulunan FAVÖK marjı, düşük tahsilat riski, uluslararası yatırımcıların katılımıyla desteklenen ve başarıyla tamamlanan tahvil ihraçları, müşteri memnuniyeti ve kalite odaklı dönüşüm süreci ve enerji sektöründeki tecrübeli üst düzey yönetimi dikkate alındığında piyasa koşullarında önemli bir kötüleşme yaşanmaması kaydıyla, üstlendiği yükümlülükleri yönetebilecek deneyim ve altyapıya sahip olduğu kanaatine ulaşılmıştır. Bu kapsamda, JCR Eurasia Rating notasyonu içerisinde, Şirketin Ortaklardan Bağımsızlık Notu yeterli düzeyi işaret eden (B) olarak teyit edilmiştir.

Derecelendirme neticeleriyle ilgili daha fazla bilgi Kuruluşumuzun <http://www.jcrer.com.tr> adresinden sağlanabilir veya Kuruluşumuz analistlerinden Sn. Gökhan İYİGÜN ve Sn. Diñer SEMERCİLER ile iletişim kurulabilir.

**JCR EURASIA RATING**  
 Yönetim Kurulu