



Fiyat Analiz Raporu

Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

12 Kasım 2014

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrasına istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ("Ulusoy Elektrik") halka arzı için hazırlanmış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgiler doğru kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir inceleme yapılmamıştır. İşbu rapor; İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırlanmış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

1. Şirket

Ulusoy Elektrik, elektrik dağıtım ekipmanı üretmektedir. Şirket; elektrik, elektronik ve mekanik ile ilgili teçhizatın imali, ithalatı ve ihracatını yapmaktadır. Özellikle orta gerilim (OG) elektrik dağıtım ekipmanları alanına yoğunlaşmıştır.

Şirket, faaliyetlerini Ankara Organize Sanayi Bölgesi'nde 26.000 m²'si kapalı olmak üzere 30.000 m²'lik toplam alana sahip fabrikasında sürdürmektedir. Ulusoy Elektrik, Ankara-Temelli Organize Sanayi Bölgesi'nde, 30.000 m²'si kapalı olmak üzere, 53.000 m²'lik alana sahip olacak yeni fabrikanın yatırımına devam etmektedir, yatırımın 2014 yılsonu itibariyle tamamlanması planlanmaktadır.

Şirket'in tamamı Ulusoy Ailesi'ne aittir.

- Şirket, 2013 yılında Türkiye İhracatçılar Meclisi tarafından yapılan Türkiye'nin en çok ihracat yapan 1.000 firması sıralamasında genel sıralamada 205., sektörel sıralamada 17. sırada yer almıştır.
- Şirket, İstanbul Sanayi Odası'nın 2013 yılı "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu" listesinde de 393. sırada yer almıştır.
- ISO 500 listesinde Ulusoy Elektrik, adını ve verilerini açıklayan kuruluşlar arasında, %58,91 ile aktif karlılığı en yüksek şirkettir.

1.1. Ürünler

Hava yalıtımlı modüler hücreler, metal-clad hücreler, havai hat ürünleri olan otomatik yük ayırıcısı ve otomatik tekrar kapamalı kesiciler, komple gaz yalıtımlı hücreler, monoblok beton köşkler, alçak ve orta gerilim kablo aksesuarları Şirket'in üretimini yaptığı ürünlerdir.

Ulusoy Elektrik, ürettiği ürünlerin tasarımının tamamını kendi bünyesindeki Ar-Ge departmanında yapmaktadır. Ana ürün grupları altında çeşitli üretim opsiyonları sunularak müşteri ihtiyaçlarına uygun ürün üretiminde rekabet avantajı yaratılmaya çalışılmaktadır. Herhangi bir lisans hakkı gerekmediğinden Şirket'in üretimi dışa bağımlı değildir.

1.2. Önemli Pazarlar ve Potansiyelleri

Ulusoy Elektrik, Türkiye ve Cezayir şalt cihazları pazarının 1-50 kV arası segmentinde önemli pay sahibidir.

Şirket'in 2012 itibarıyla Türkiye pazar payı yaklaşık %37, Cezayir pazar payı yaklaşık %14 olarak hesaplanmaktadır.



PhillipCapital

Your Partner In Finance

Phillip Capital Turkey

Istanbul

Fiyat Analiz Raporu

1.2.1. Türkiye Pazarının Büyüme Potansiyeli

Ulusoy Elektrik ürünlerinin kullanıldığı OG şalt cihazları pazarındaki büyüme elektrik tüketimindeki büyüme ile doğrudan ilişkilidir. Türkiye Elektrik İletim A.Ş. ("TEİAŞ") APK Dairesi Başkanlığı tarafından Kasım 2013'te yayınlanan 'Türkiye Elektrik Enerjisi 5 Yıllık Üretim Kapasite Projeksiyonu, 2013-2017' çalışmasında Türkiye elektrik talebi bileşik yıllık büyüme oranı (BYBO) düşük talep senaryosuna göre %4,3, yüksek talep senaryosuna göre %7,2 olarak öngörülmektedir.

Türkiye elektrik talebindeki artışı destekleyen diğer bir husus, Türkiye'de 3.200 kWh olan kişi başı elektrik tüketiminin 8.200 kWh'lik OECD ülkeleri kişi başı elektrik tüketim ortalamasına kıyasla halen oldukça düşük seviyelerde olmasıdır.

1.2.2. Cezayir Pazarının Büyüme Potansiyeli

Türkiye elektrik dağıtım altyapısına benzerliği dolayısıyla ihraç pazarı olarak belirlenen Cezayir'e satışlar 2010 yılında başlamış, 2013 itibarıyla 135 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2012 yılında Cezayir'in elektrik tüketimi %11 oranında, Temmuz ve Ağustos aylarındaki pik talep ise %18 oranında artmıştır. Mesken tüketimi önderliğinde gerçekleşen bu büyümenin önümüzdeki 5-6 yılda da devam etmesi beklenmektedir.

Artan elektrik talebini karşılamak adına Cezayir hükümeti tarafından hazırlanan ve yürürlüğe konan acil eylem planı kapsamında 2012'de 12,9 GW olan ülke elektrik kurulu gücünün 2017-2018 yılına kadar yaklaşık 2 katına çıkarılması ve mevcut dağıtım ve iletim altyapılarının yenilenmesi planlanmaktadır.

Cezayir'de kurulumuna başlanan hücre montaj tesisi ile Ulusoy Elektrik devlet ihalelerinde uygulanan %25 indirim teşvikinden faydalanabilecek olup, teslim sürelerini kısaltarak rekabet avantajını artırmayı hedeflemektedir.



Fiyat Analiz Raporu

1.3. Mali Tablolar

1.3.1. Bilanço

Bilanço (Bin TL)				
Seçilmiş Kalemler	30.06.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Dönen Varlıklar	119.313	113.959	59.260	35.842
Nakit ve Nakit Benzerleri	59.503	45.791	13.700	12.523
Ticari Alacaklar	44.046	53.374	38.777	16.775
Stoklar	10.169	8.960	4.420	28.424
Satış Amaçlı Sın. Duran Var.	21.598	16.530	10.843	0,00
Duran Varlıklar	28.101	25.832	14.404	12.348
Maddi Duran Varlıklar	26.399	23.381	12.162	10.673
Toplam Varlıklar	169.012	156.321	84.507	48.190
Kısa Vadeli Yükümlülükler	21.514	35.590	24.637	13.326
Ticari Borçlar	12.182	15.546	12.473	8.377
Dönem Karı Vergi Yükü.	3.702	4.917	72	9
Satış Ama. Sın. Var. İliş. Yük.	428	415	265	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.816	2.541	1.100	976
Ticari Borçlar	960	1.680	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	792	624	894	655
Özkaynaklar	145.255	117.775	58.506	33.888
Ana Ort. Ait Özkaynaklar	144.489	117.255	58.537	33.852
Ödenmiş Sermaye	40.000	40.000	20.000	20.000
Geçmiş Yıllar K/Z	60.944	-76	10.092	2.701
Net Dönem Karı	32.228	70.945	24.698	8.151
Toplam Kaynaklar	169.012	156.321	84.507	48.190



Fiyat Analiz Raporu

1.3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu					
Milyon TL	30.06.2014	30.06.2013	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Hasılat	99	113	260	134	86
SMM	-50	-75	-162	-93	-68
Brüt Kar	49	37	98	41	18
<i>Marj</i>	<i>50%</i>	<i>33%</i>	<i>38%</i>	<i>31%</i>	<i>21%</i>
Genel Yönetim Giderleri	-2	-1	-3	-2	-2
Pazarlama Giderleri	-4	-4	-10	-6	-4
AR&GE Giderleri	-1	0	-1	-2	-2
Faaliyet Giderleri	-8	-5	-15	-10	-8
Faaliyet Karı	42	32	83	31	10
<i>Marj</i>	<i>42%</i>	<i>28%</i>	<i>32%</i>	<i>23%</i>	<i>12%</i>
Dönem Net Karı	32	26	71	25	8
<i>Marj</i>	<i>33%</i>	<i>24%</i>	<i>27%</i>	<i>18%</i>	<i>9%</i>
Amortisman	1	1	2	1	1
FAVÖK	43	33	85	32	11
<i>Marj</i>	<i>43%</i>	<i>29%</i>	<i>33%</i>	<i>24%</i>	<i>13%</i>

2. Değerleme

2.1. Defter Değeri Yöntemi

Defter Değeri, Şirket'in 30.06.2014 mali tablolarındaki 145.254.578 TL olan özkaynaklarından 40.000.000 TL nakit kar payının düşülmesinin ardından ulaşılan 105.254.578 TL'nin ödenmiş sermayeye bölünmesi ile bulunmaktadır. Buna göre; 1 TL nominal değerli payın defter değeri 2,63 TL olarak hesaplanmaktadır.

2.2. Çarpan Analizi Yöntemi

2.2.1. FAVÖK ve Net Kar Düzeltmesi

Şirket'in ihracat gelirlerinde 2012 ile 2013 yılları arasında önemli bir artış olmuştur. Bu artış 2013 yılında Cezayir şirketi Cameg'den alınan €20.880.000 değerindeki ihaleden kaynaklanmaktadır. Bu büyüklükte bir ihalenin her yıl tekrarlanmaması ihtimali bulunduğundan FAVÖK ve Net Kar rakamlarında düzeltme yapılmıştır. Son 12 aylık FAVÖK değeri \$40,2 milyon, Net Kar ise \$32,8 milyon olarak dikkate alınmıştır.

2.2.2. Net Borç

Şirket'in 30.06.2014 tarihli mali tablolarına göre -58,8 milyon TL olan net borç rakamı, 17 Eylül 2014 tarihli genel kurul toplantısında dağıtılması kararı alınan 40.000.000 TL'lik kar payı yansıtılarak -18,8 milyon TL olarak hesaplanmıştır.



Fiyat Analiz Raporu

2.2.3. FD/FAVÖK Çarpanı

FD/FAVÖK çarpanları halka açık benzer şirketlerin cari firma değerlerinin, şirketin son 12 aylık dönemde elde ettiği FAVÖK rakamlarına bölünmesi ile elde edilmiştir. BIST'te işlem gören benzer bir şirket olmamasından dolayı değerlemede uluslararası benzer şirketler baz alınmıştır. Ayrıca BIST'te işlem gören sanayi şirketlerinden 28 tanesinin çarpanları dikkate alınarak BIST Sanayi Şirketleri çarpanı oluşturulmuştur.

Uluslararası Benzer Şirketler		
Şirket	Ülke	FD/FAVÖK
Siemens AG	Almanya	10,61
ABB Ltd	İsviçre	9,19
Schneider Electric SE	Fransa	9,72
Eaton Corporation Plc	ABD	14,86
Woodward Inc	ABD	11,49
Boer Power Holdings	Çin	12,46
Nissin Electric	Japonya	11,24
Elektrobudowa SA	Polonya	8,52
Kwang Myung Electric	Güney Kore	8,61
Vitzro Technologies Co. Ltd	Güney Kore	14,80
Medyan		10,93
BIST Sanayi Şirketleri* Medyan		7,75
*BIST'te işlem gören sanayi şirketleri arasından seçilmiş 28 şirketin verilerine dayanmaktadır.		
30.06.2013 - 30.06.2014		
FAVÖK (mn USD)		40,2
Firma Değeri Uluslararası Benzer Şirketler		439,2
Net Borç		-8,8
Özsermaye Değeri		448,0
Firma Değeri BIST Sanayi Şirketleri		311,5
Net Borç		-8,8
Özsermaye Değeri		320,4



Fiyat Analiz Raporu

2.2.4. F/K Çarpanı

F/K çarpanı, halka açık benzer şirketlerin cari piyasa değerlerinin, şirketin son 12 aylık dönemde elde ettiği net kar rakamlarına bölünmesi ile elde edilmiştir. BIST'te işlem gören benzer bir şirket olmamasından dolayı değerlemede uluslararası benzer şirketler baz alınmıştır. Ayrıca BIST'te işlem gören sanayi şirketlerinden 28 tanesinin çarpanları dikkate alınarak BIST Sanayi Şirketleri çarpanı oluşturulmuştur.

Uluslararası Benzer Şirketler		
Şirket	Ülke	F/K
Siemens AG	Almanya	15,01
ABB Ltd	İsviçre	19,70
Schneider Electric SE	Fransa	17,98
Eaton Corporation Plc	ABD	14,44
Alstom	Fransa	15,13
Bharat Heavy Electricals	Hindistan	17,00
Woodward Inc	ABD	19,48
Boer Power Holdings	Çin	14,85
Nissin Electric	Japonya	19,42
Elektrobudowa SA	Polonya	19,88
Kwang Myung Electric	Güney Kore	19,55
American Electric Technology	ABD	19,68
Allis Electric	Tayvan	14,64
Medyan		17,98
BIST Sanayi Şirketleri* Medyan		10,50
*BIST'te işlem gören sanayi şirketleri arasından seçilmiş 28 şirketin verilerine dayanmaktadır.		
30.06.2013 - 30.06.2014		
Net Kar (mn USD)		32,8
Özsermaye Değeri Uluslararası Benzer Şirketler		589,7
Özsermaye Değeri BIST Sanayi Şirketleri		344,2

2.3. Değerleme Sonucu

Defter Değeri yöntemi ağırlıklı olarak gayrimenkul şirketleri, yatırım veya holding şirketleri ile gayri-faal ve tasfiye halindeki şirketlerin değerlemesinde kullanıldığından ve geleceğe dair hiçbir beklentiyi yansıtmadığından fiyat tespitinde göz ardı edilmiştir.

F/K çarpanı yönteminde, uluslararası benzer şirketler F/K çarpanları ile elde edilen \$589,7 milyon değerın çarpan yöntemiyle bulunan diğer 3 değerden yüksek olması nedeniyle fiyat tespitinde kullanılmamıştır.

Buna göre; çarpan yöntemiyle bulunan 3 değerın ortalaması alınarak \$370,8 milyon özsermaye değerine ulaşılmıştır. Hisse fiyatı 20,75 TL olarak hesaplanmıştır (\$/TL: 2,2378). %35,4 ve %22,9 olarak uygulanan halka arz iskontosu ile halka arz fiyat aralığı 13,4 – 16,0 TL olarak belirlenmiştir.



Fiyat Analiz Raporu

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri (\$ milyon)
Uluslararası Benzer Şirketler - FD/FAVÖK	%33,30	448,0
BIST Sanayi Şirketleri - FD/FAVÖK	%33,30	320,4
BIST Sanayi Şirketleri - F/K	%33,30	344,2
Ortalama Özsermaye Değeri		370,8
Hisse Adedi (milyon)		40,0
Ortalama Hisse Fiyatı (\$)		9,27
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)		20,75
Halka Arz Fiyat Aralığı (TL)		13,4 - 16,0
Halka Arz Aralığı İskontosu		%35,4 - %22,9
\$/TL: 2,2378		

3. Analiz ve Görüş

3.1. Defter Değeri Yöntemi Görüşü

Değerlemede göz ardı edilmiş olsa da defter değeri hesaplanırken, 30.06.2014 tarihinden sonra alınan kar payı dağıtım kararının değerlemeye yansıtılmasını doğru buluyoruz. Defter değerinin değerlendirme dışında tutulmasını da makul buluyoruz.

3.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi Görüşü

Borsa İstanbul'da işlem gören benzer bir şirket olmamasından dolayı uluslararası benzer şirket çarpanları ve BIST Sanayi Endeksi'nde bulunan şirket çarpanlarının uç değerler dışında bırakılarak kullanılmasını makul buluyoruz.

3.2.1. FD/FAVÖK Çarpanı

Son 12 aylık FAVÖK rakamında bir kerelik gelir olan Cameg ihalesinin düzeltilmesinin yapılmasının ve Net Borç rakamına kar payı tutarının yansıtılmasının doğru bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.

3.2.2. F/K Çarpanı

Son 12 aylık Net Kar rakamında bir kerelik gelir olan Cameg ihalesinin düzeltilmesinin yapılmasının ve uluslararası benzer şirketler F/K çarpanı ile ulaşılan değerlerin yüksek olması nedeniyle değerlendirme dışında tutulmasının doğru bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.

3.3. Sonuç

İş Yatırım'ın yaptığı değerlendirme sonucu ulaştığı \$370,8 milyon Özsermaye Değeri'nin ve halka arz iskontosu uygulanarak ulaşılan 13,4 – 16,0 TL fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.

CEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul kıymetlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir.