

ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT ve TİC. A.Ş.

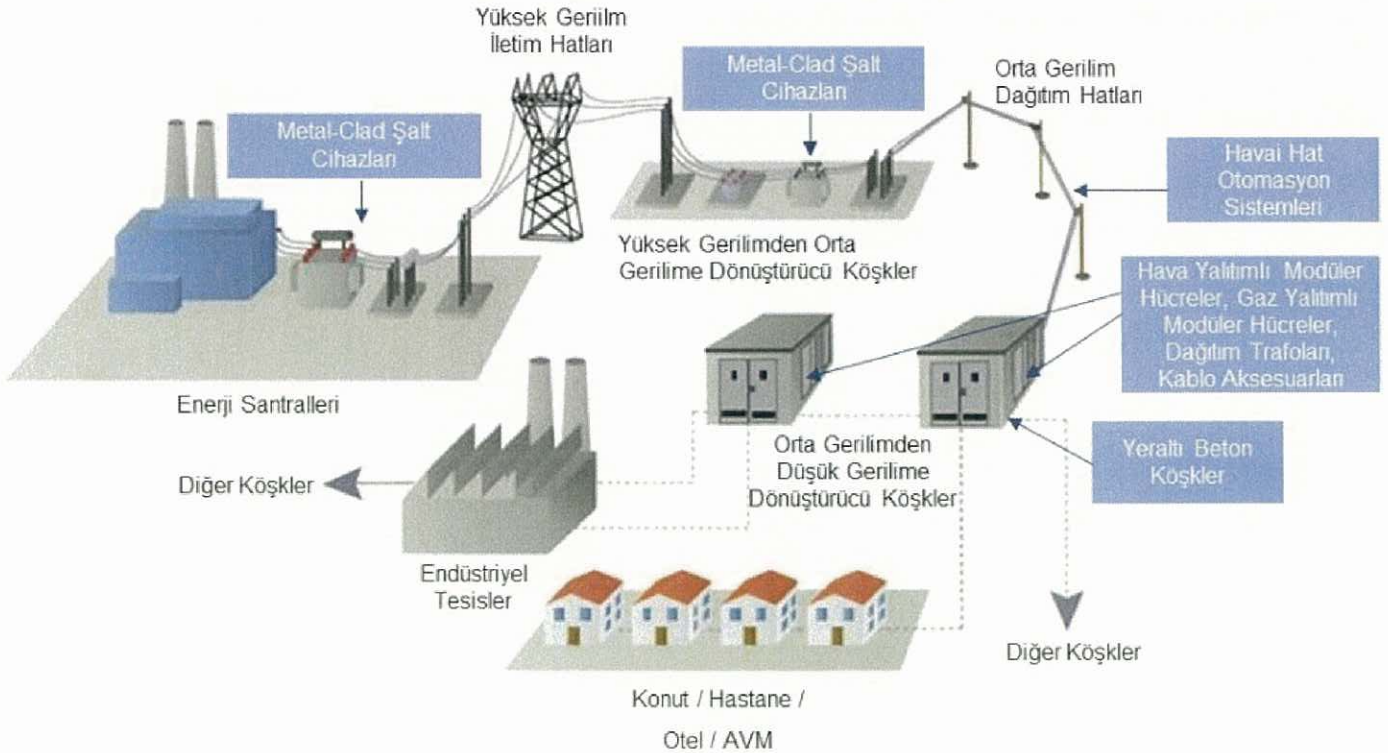
Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Tic. A.Ş. ("Ulusoy Elektrik" veya "Şirket"), 1985 yılında Sait Ulusoy tarafından bir mühendislik firması olarak kurulmuş, bugün ise Ankara Organize Sanayi Bölgesi'ndeki fabrikasında birincil ve ikincil elektrik dağıtım, iletim ve üretim tesislerinde orta gerilim seviyesinde kullanılan ekipmanları üretmektedir. Şirket, Türkiye ve Cezayir iletim ve dağıtım şalt cihazları pazarlarında (özellikle 1-50 kV segmentinde) önemli bir pazar payına sahiptir. Bu iki ülkenin yanı sıra Kuzey Afrika, BDT, Ortadoğu, Güneydoğu Asya ve Güney Amerika gibi ihrac pazarlarına olan satışları giderek artmaktadır. Şirketin toplam satışlarının büyük kısmı (2013: %87) orta gerilim şalt cihazlarından oluşmaktadır. Ana ürünleri olarak metal mahfazalı modüler hücreler, RMU'lar, metal-clad hücreler, devre kesiciler, yük ayırıcılar, havai hat fider ürünleri metal ve beton köşkler ve kablo aksesuarları sıralanabilir. 2014 yılında katener (demiryolu iletim sistemleri) satışına başlamış ve kısa vadede tamamlanacak olan yeni fabrika yatırımı sayesinde de 2015 yılında dağıtım trafoları üretim ve satışına başlayacaktır. Şirketin ana müşteri grupları; i) elektrik ekipman distribütörleri, ii) elektrik dağıtım şirketleri, iii) taahhüt ve inşaat firmaları ve iii) diğer son kullanıcılar (sanayi tesisleri, hastaneler, oteller, alışveriş merkezleri, elektrik üretim tesisleri) şeklinde sıralanabilir.

Ulusoy Elektrik Ürünlerinin Kullanım Alanları



Kaynak: Ulusoy Elektrik

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL

DEĞERLER A.Ş.

Koç **YapıKredi** **Grub**
Yapı Kredi Plaza
A Blok Kat:11 34390 Levent / İSTANBUL
Sicil No: 257689
Mersis No: 0368002319100016
www.yapikrediyatirim.com.tr

Temettü Politikası

Şirket 2014 yılında oluşacak dağıtılabilir karının en az %50'sinin 2015 yılında nakit kar payı olarak dağıtılmasına ilişkin Yönetim Kurulu kararı almıştır. Ek olarak Esas Sözleşme tadil metninin "Karın Tespiti ve Dağılımı" başlıklı maddesinde, oluşacak dağıtılabilir karın en az %25'inin nakit ve/veya bedelsiz pay şeklinde kar payı olarak dağıtılacağı taahhüt edilmiştir.

Finansal Görünüm

Elektrik dağıtım bölgelerinin özelleştirilmesi sonrasında dağıtım şirketlerini devralan yatırımcıların EPDK tarafından belirlenen miktarda yatırım yapma zorunlulukları Ulusoy Elektrik'in son birkaç yılda büyümesinde ana etkenlerden biri olmuştur. Ek olarak Cezayir'e yapılan ihracattaki kuvvetli artışın da katkısıyla, Ulusoy Elektrik'in satış gelirleri 2011-2013 döneminde ortalama %74, VAFÖK rakamı ise ortalama %177 büyümüştür. Bununla birlikte, 2014'ün ilk yarısında seçimlerin etkisiyle yurtiçinde yaşanan %4'lük ciro daralması ve Cezayir'de 2013'te kazanılan ve her yıl bu büyüklükte tekrarlanması beklenmeyen ihalenin baz etkisine bağlı olarak ortaya çıkan %17'lik satış geliri düşüşü sonucunda konsolide gelirler %12 gerilemiştir. Buna rağmen, hammadde maliyetlerindeki gerileme, zayıf TL ve yurtiçi pazarda yapılan ürün zammının katkısıyla şirketin VAFÖK rakamı 1H14'te yıllık bazda %30 artmıştır.

Gelir Tablosu (mn TL)	2011	2012	2013	1Y13	1Y14
Hasılat (Net)	86.1	134.2	260.0	112.6	98.8
<i>Değişim (%)</i>		56%	94%		-12%
Satışların Maliyeti	-68.2	-92.9	-161.7	-75.2	-49.6
Brüt Kar	17.8	41.3	98.3	37.3	49.2
<i>Brüt Kar Marjı</i>	21%	31%	38%	33%	50%
Genel Yönetim Giderleri	-2.1	-2.5	-3.4	-1.3	-2.3
Pazarlama Giderleri	-4.0	-6.2	-10.4	-3.8	-4.2
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.6	-1.6	-1.0	-0.4	-1.1
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.4	2.2	11.4	4.2	4.7
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-3.8	-2.1	-4.8	-2.3	-5.0
Esas Faaliyet Karı	9.8	31.2	90.0	33.8	41.3
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	11%	23%	35%	30%	42%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.7	0.2	0.5	0.2	0.1
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.5
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	10.5	31.3	90.4	33.9	40.9
Finansman Giderleri	-0.3	-0.4	-1.4	-0.7	-0.5
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	10.2	30.9	89.0	33.2	40.4
Dönem Vergi Gideri	-2.5	-6.0	-17.3	-6.9	-8.1
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	0.4	-0.2	-0.2	0.2	0.2
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	8.1	24.7	71.4	26.5	32.5
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Dönem Net Karı/Zararı	8.1	24.6	71.5	26.5	32.5
<i>Dönem Net Kar Marjı</i>	9%	18%	27%	24%	33%
Amortisman ve İtfa Payı	0.8	1.2	1.6	0.7	1.0
VAFÖK	11.1	32.2	85.0	32.6	42.5
<i>VAFÖK Marjı</i>	13%	24%	33%	29%	43%

Kaynak: Ulusoy Elektrik

**YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.**

Büyükdere Cad. Yapı Kredi Plaza
A Blok Kat:11 34730 Levent / İSTANBUL
Sicil No: 257689
Mersis No: 0888002319100010
www.yapikrediyatirim.com.tr

Bilanço (mn TL)	2011	2012	2013	1Y14
VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	12.5	13.7	45.8	59.5
Finansal Yatırımlar	0.2	0.3	0.3	0.2
Ticari Alacaklar	16.8	38.8	53.4	44.0
Diğer Alacaklar	1.0	0.5	3.0	1.0
Stoklar	2.8	4.4	9.0	10.2
Peşin Ödenmiş Giderler	1.7	1.5	1.7	4.2
Diğer Dönen Varlıklar	0.8	0.1	1.0	0.2
Toplam Dönen Varlıklar	35.8	59.3	114.0	119.3
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	0.0	10.8	16.5	21.6
Finansal Yatırımlar	0.5	0.4	0.4	0.0
Maddi Duran Varlıklar	10.7	12.2	23.4	26.4
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0.5	1.0	1.8	1.4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0.1	0.1	0.2	0.2
Peşin Ödenmiş Giderler	0.2	0.6	0.0	0.0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0.4	0.1	0.0	0.1
Toplam Duran Varlıklar	12.3	14.4	25.8	28.1
TOPLAM VARLIKLAR	48.2	84.5	156.3	169.0
YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0.9	2.2	0.4	0.5
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0.1	0.1	0.1	0.1
Ticari Borçlar	8.4	12.5	15.5	12.2
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0.8	2.0	1.1	1.0
Ertelenmiş Gelirler	1.6	1.6	8.3	0.9
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.0	0.1	4.9	3.7
Kısa Vadeli Karşılıklar	0.3	0.5	0.4	0.6
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.2	5.7	4.9	2.4
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.3	24.6	35.6	21.5
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler	0.0	0.3	0.4	0.4
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0.3	0.2	0.1	0.1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0.0	0.0	0.1	0.0
Ticari Borçlar	0.0	0.0	1.7	1.0
Uzun Vadeli Karşılıklar	0.7	0.9	0.6	0.8
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.0	1.1	2.5	1.8
ÖZKAYNAKLAR				
Ödenmiş Sermaye	20.0	20.0	40.0	40.0
Sermaye Düzeltmesi Farkları	1.6	1.6	1.6	1.6
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.4	2.2	4.8	9.7
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0.0	0.0	0.0	0.0
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	2.7	10.1	-0.1	60.9
Net Dönem Karı	8.2	24.7	70.9	32.2
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	33.9	58.5	117.3	144.5
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0.0	0.0	0.5	0.8
TOPLAM KAYNAKLAR	33.9	58.5	117.8	145.3
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜK VE ÖZKAYNAKLAR	48.2	84.5	156.3	169.0

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Büyükdere Cad. YapıKredi Plaza
A Blok Kat: 7/20 Levent / İSTANBUL
Sicil No: 257689
Mersis No: 0388002319100016
www.yapikrediyatirim.com.tr

Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Ulusoy Elektrik'in 40.000.000TL'lik toplam çıkarılmış sermayesinin %30'una denk gelen 12.000.000TL'lik hissenin ortak satışı yoluyla halka arz edilmesi planlanmaktadır. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması durumunda, 1.800.000TL nominal değerli payların da dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satış sonrası halka açıklık oranı %34.5 olacaktır. Halka arz edilecek payların %70'inin Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılara, %20'sinin Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılara ve %10'unun Yurtiçi Bireysel Yatırımcılara tahsis edilmesi planlanmaktadır. İzahnamede yer alan bilgiye göre, halka arzın %15'i oranında fiyat istikrarı işlemi yapılması planlanmaktadır.

İhraççı	• Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.
Çıkarılmış Sermaye	• 40.000.000 TL
Halka Arz	• Ortak Satışı – 12.000.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet pay • %30 halka açıklık oranı
Ek Satış ve Fiyat İstikrarı	• 1.800.000 TL nominal değerli 1.800.000 adet pay (Halka arzın %15'i) • Ek satış sonrası %34.5 halka açıklık oranı • Halka arzın %15'i oranında fiyat istikrarı planlanmaktadır.
Satan Ortaklar	• Sait Ulusoy - 9.776.000 TL nominal değerli 9.776.000 adet pay • Kubilay Hakkı Ulusoy - 1.112.000 TL nominal değerli 1.112.000 adet pay • Enis Ulusoy - 1.112.000 TL nominal değerli 1.112.000 adet pay
Tahsisat	• Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar - %70 • Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar - %20 • Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar - %10
Satmama Taahhüdü (Lock-up)	• Satan Ortaklar ve Şirket için 1 yıl
Halka Arz Şekli	• Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Zamanlama	• 2014 6 aylık mali tablolar ile Kasım ayının ilk yarısı

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Adedi	%	Pay Adedi	%
Sait Ulusoy	21,204,000	53%	11,428,000	29%
Akgül Ulusoy	7,372,000	18%	7,372,000	18%
Kubilay Hakkı Ulusoy	5,712,000	14%	4,600,000	12%
Enis Ulusoy	5,712,000	14%	4,600,000	12%
Halka Açık	-	0%	12,000,000	30%
Toplam	40,000,000	100%	40,000,000	100%

Kaynak: Ulusoy Elektrik

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Büyükdere Caddesi, Yapı Kredi Plaza
A Blok Kat:11/34330 Levent / İSTANBUL
Sicil No:257689

Mersis No:0388002319100016
www.yapikrediyatirim.com.tr

Yatırım Unsurları

Türkiye’de özelleştirme sonrasında dağıtım bölgelerinin devam eden yatırım yükümlülükleri ve Cezayir’de 2017 yılına kadar elektrik üretim gücünün iki katına çıkarılması ve elektrik iletim ve dağıtım altyapılarının yenilenmesini kapsayan plan, şirketin orta vadeli büyüme potansiyelini destekleyen unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ek olarak, şirketin net nakit pozisyonunda olması, mevcut durumda tek vardiya çalışarak talep artışı durumunda çift vardiyaya geçme seçeneği ile herhangi bir ek kapasite yatırımı olmadan satış hacmini artırabilme yeteneği, 2014 dağıtılabilir karının en az %50’sinin (2013: 56% dağıtım oranı) nakit kar payı olarak (düşük tek haneli temettü verimi), sonrasındaki yıllarda ise en az %25’inin temettü ya da bedelsiz hisse olarak dağıtılacağı yönündeki taahhütler şirketin diğer pozitif yönleri olarak gösterilebilir.

Riskler

Elektrik dağıtım bölgelerinin özelleştirilmeleri sonrasında devam eden yoğun altyapı yenileme ve onarım yatırımları, mevcut altyapının revize edilmesini takiben ilk yıllardaki düzeyinin önemli oranda altına inebilir. Ulusoy Elektrik’in son yıllardaki hızlı ciro büyümesinin ana nedenlerinden birinin bu yatırımlar olduğu düşünüldüğünde önümüzdeki yıllar için şirketin gelir büyümesi açısından risk oluşturabilir. Ek olarak, Ulusoy Elektrik’in ikinci en önemli pazarı (ciro içindeki payı 1H14: 40%, 2013: 52%) olan Cezayir’deki siyasi gelişmeler şirket açısından risk unsuru olarak önemini koruyacaktır. Ayrıca, ana üretim girdileri olan galvanizli sac, bakır ve reçine fiyatlarındaki olası artış şirketin karlılığı üzerinde baskı yaratabilir.

Değerleme

Ulusoy Elektrik için değerlememizi İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Karşılaştırma yöntemleri üzerinden yapıyoruz. Ulusoy Elektrik hisseleri için 17.3TL – 18.8TL makul fiyat aralığına ulaşıyoruz.

Metod	Makul Değer (TRY mn)	Hisse başına (TRY)
Çarpan karşılaştırma	752	18.8
İNA	690	17.3

1) İndirgenmiş Nakit Akımları

Aşağıdaki temel varsayımlara dayalı olarak oluşturduğumuz İndirgenmiş Nakit Akımları modelimiz Ulusoy Elektrik için 690mnTL toplam makul değere ve hisse başına 17.3TL makul fiyata işaret etmektedir.

- Yönetimin önümüzdeki 3 yılda %10-%15 aralığında büyümeye işaret eden beklentisine nazaran daha muhafazakar bir varsayımla %8 civarında ortalama büyüme varsayılmıştır.
- Uzun vadeli büyüme şirket beklentisine paralel olarak %3 olarak varsayılmıştır.
- VAFÖK marjının yatay seyredeceği yönündeki yönetim beklentisine rağmen uzun dönemde her yıl 50bps daralma varsayılmıştır.
- Yıllık yatırım harcamaları cironun yaklaşık %5’i oranında devam ettirilmiştir.
- Nihai büyüme oranı %2 olarak alınmıştır.
- %9.0 risksiz faiz oranı ve %5 risk primi yansıtılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Satış Gelirleri	261	230	257	278	292	300	309	319	328	338	348
Büyüme (%)		-12%	12%	8%	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
VAFÖK	85	96	107	114	118	120	122	124	126	129	131
VAFÖK Marjı	33%	42%	42%	41%	41%	40%	40%	39%	39%	38%	38%
Faaliyet Karındaki Vergi	-17	-19	-21	-23	-24	-24	-24	-25	-25	-26	-26
Yatırım Harcamaları		-11	-13	-14	-15	-15	-15	-16	-16	-17	-17
Net Çalışma Serm. Değişim		-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Serbest Nakit Akışı (SNA)		63	70	75	78	79	80	81	82	84	85
Risksiz Faiz Oranı	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Mal.	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
İndirgeme Oranı		0.98	0.86	0.76	0.67	0.59	0.52	0.45	0.40	0.35	0.31

SNA'ların şimdiki değeri	62	61	57	52	46	41	37	33	29	26
Nihai Değer	227									
Firma Değeri	671									
Düzeltilmiş Net Nakit	19									
Makul Değer	690									

Kaynak: YKY Araştırma

2) Çarpan Karşılaştırma

Yurtiçinde aynı iş kolunda faaliyet gösteren halka açık şirket olmaması nedeniyle çarpan karşılaştırma analizinde uluslararası benzer şirketleri dikkate alıyoruz. Bununla birlikte, benzer şirketler grubumuzda yer alan şirketler orta gerilim elektrik ekipman üretiminin yanısıra farklı alanlarda da faaliyet göstermektedir. Bu durumu ve söz konusu şirketlerin kısmen büyük ölçekli olmalarını dikkate alarak ortalama 9.5x FD/VAFÖK çarpanı üzerine %20 iskonto uygulayarak Ulusoy Elektrik'i 7.6x FD/VAFÖK çarpanı ile değerleyip 752mnTL makul değere ve hisse başına 18.8TL makul fiyata ulaşıyoruz.

Uluslararası Benzer Şirketler

Benzer Şirketler	FD/VAFÖK
	2014T
Siemens AG	8.8
ABB Ltd	9.6
Schneider Electric SE	11.2
Eaton Corp PLC	12.5
Boer Power Holdings Ltd	8.7
Elektrobudowa SA	6.3
Benzer Şirketler Ortalaması	9.5

Kaynak: Bloomberg

FD/VAFÖK Bazlı Değerleme

TRY mn	2014T
Ulusoy Elektrik 2014E VAFÖK	96
FD tahmini @7.6 2014T FD/VAFÖK	733
Düzeltilmiş Net Nakit	19
Makul Değer	752

Kaynak: Bloomberg, YKY Araştırma

Sonuç

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Karşılaştırma yöntemleri sonucunda Ulusoy Elektrik için 17.3TL – 18.8TL fiyat aralığına ulaşıyoruz. Açıklanan 13.4TL – 16.0TL fiyat aralığının üst bandı bizim makul fiyat aralığımızın alt ve üst bantlarına oranla sırasıyla %7 - %15 iskontoya işaret etmektedir. Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından fiyat tespit raporunda ulaşılan 2017 TL makul fiyat ise bizim değerleme sınırlarımızın dışında kalmaktadır.

DEĞERLER A.Ş.

Büyükdere Cad. Yapı Kredi Plaza
A Blok Kat:11 34380 Levent / İSTANBUL
Sicil No: 267689
Mersis No: 0388002319100016
www.yapikrediyatirim.com.tr

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından 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 değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklif veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.