

ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29.Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

1985 yılında mühendislik şirketi olarak kurulan Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ve Ticaret A.Ş. (Ulusoy Elektrik), bugün itibariyle Türkiye'nin elektrik dağıtım ekipmanı üretici şirketlerinden biri olarak sektörde yer almaktadır. Şirket son 10 yılda birincil ve ikincil elektrik dağıtım, iletim ve üretim tesislerinde orta gerilim seviyesinde kullanılan ekipmanların Türkiye'deki önde gelen üreticilerinden biri konumuna gelmiştir. Ulusoy Elektrik Türkiye ve Cezayir iletim ve dağıtım şalt cihazları pazarlarında (özellikle 1-50kV segmetinde) önemli bir Pazar payına sahiptir. Şirketin Türkiye ve Cezayir yanı sıra K.Afrika, Ortadoğu, Güneydoğu Asya ve Güney Amerika gibi diğer ihraç pazarlarına olan satışları giderek artmaktadır.

Şirket satışlarının çoğunluğunu orta gerilim şalt cihazları oluşturmaktadır. 2013 yılında orta gerilim şalt cihazlarının toplam satışlar içindeki ağırlığı ortalama %87 olarak gerçekleşmiştir. Başlıca ürünler arasında metal mahfazalı müler hücreler, RMU'lar, metal-clad hücreler, devre kesiciler, yük ayırıcılar, havai hat fider ürünleri, metal ve beton köşkle, kablo aksesuarları bulunmaktadır.

Ulusoy Elektrik, Ankara Organize Sanayi Bölgesi'nde 26.000 m²'si kapalı olmak üzere toplam 30.000 m²'lik alana sahip bir fabrikada faaliyet göstermektedir. Şirketin mevcut tesisin yanı sıra, 31.750 m²'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m²'lik alana sahip olacak yeni üretim tesisinin inşaatı devam etmekte olup, yıl sonu itibariyle tamamlanması planlanmaktadır.

Halka Arz Hakkında Bilgi

Şirket'in unvanı	Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Fiyat aralığı ile talep toplama
Halka Arz Şekli	Ortak satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	9.776.000 adet - Ana ortak Sait Ulusoy'a ait hisseler 1.112.000 adet - Ana ortak Kubilay Hakkı Ulusoy'a ait hisseler 1.112.000 adet - Ana ortak Enis Ulusoy'a ait hisseler
Ek Satış	1.800.000 TL nominal değerli 1.800.000 adet pay (Halka arzın %15'i)
Fiyat İstikrarı	Ek satış gelirinin, BIST'te işlem görmeye başladıktan sonra 30 gün süreyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler için kullanılması planlanmaktadır
Halka Açıklık	%30 halka açıklık oranı (Ek satış dahil %34.5)
Halka Arz Fiyat Aralığı	Alt bant - 13,4 TL Üst bant - 16,0 TL
Talep Toplama Tarihi	13-14 Kasım 2014
Tahsis Grupları	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (%70) Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%10) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%20)

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Hazırlamış ve KAP'ta yayınlamış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

- İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan halka arz fiyat tespit raporunda sadece benzer şirket çarpanları metodu ve varlık esaslı değerlendirme yöntemi olan Defter Değeri Yöntemi kullanılmıştır. Ulusoy Elektrik'e ait projeksiyonların izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmamış olması nedeniyle İş Yatırım tarafından indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmamıştır. Dolayısıyla tarafımızdan sadece Defter Değeri Yöntemi ve benzer şirket çarpanları metodu analiz edilmiştir.
- İş Yatırım Halka arz fiyat tespitinde;
 - Defter Değeri Yöntemi
 - **FD/ FAVÖK** (Firma Değeri / Faizi Vergi, Amortisman Öncesi Kar) ve
 - **F/K** (Fiyat /Kazanç) Çarpanlarını kullanmıştır.

Değerlemede baz alınan Finansal tablolar

(Mn TL)	2013/12	2012/12	2014/06
Net Satış Gelirleri	260,0	112,6	98,8
Brüt Kar	98,3	37,3	49,2
Faaliyet Giderleri	-14,8	-5,5	-7,6
Esas Faaliyetlerinden Net Diğer Gelir/Giderler	6,6	1,9	-0,3
Esas Faaliyet Karı	90,0	33,8	41,3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,5	0,2	0,1
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0,0	0,0	-0,5
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet karı	90,4	33,9	40,9
Finansman Giderleri	-1,4	-0,7	-0,5
Vergi Öncesi Kar	89,0	33,2	40,4
Dönem Vergi Gideri	-17,3	-6,9	-8,1
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-0,2	0,2	0,2
Dönem Karı	71,4	26,5	32,5
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/zararı	0,0	0,0	-0,1
Dönem Net kar	71,5	26,5	32,5
Amortisman ve İtfa payı	1,6	0,7	1,0
FAVÖK	85,0	32,6	42,5
FAVÖK (Mn Dolar)	44,7	18	19,6

Şirketin net borç pozisyonu olarak -18.8 mn TL (-8.8 mn dolar) seviyesi kullanılmıştır.

Değerleme Yöntemleri

1- Defter Değeri Yöntemi

İş Yatırım Defter Değeri yönteminde, duran varlıkların değerlendirilmesi yapılmaksızın Ulusoy Elektrik'in 30.06.2014 tarihli bilanço değeri üzerinden defter değeri hesaplanmıştır. Şirketin 30.06.2014 itibariyle özkaynakları 145.254.578 TL seviyesinde bulunmaktadır. Ulusoy Elektrik'in 17 Eylül 2014 tarihindeki Olağanüstü Genel Kurul toplantısında 40 milyon TL nakit kar payı kararı bulunmaktadır. Buna göre bu hesaplamada özkaynak toplamı, 40 milyon TL'nin düşürülmesi ile 102.254.578 TL

olarak hesaplanmıştır. Olağanüstü Genel Kurul'da alınan nakit kar payı dağıtım kararının özkaynak değerine yansıtılmasını olumlu değerlendiriyoruz.

Ulusoy Elektrik'in çıkarılmış sermayesinin 40 milyon TL olması nedeniyle özkaynak rakamına denk gelen birim fiyat 2.63 TL olarak hesaplanmıştır.

Ancak, İş Yatırım değerlendirme çalışmasında, Defter Değeri Yöntemi'nin ağırlıklı olarak gayrimenkul şirketleri, yatırım veya holding şirketleri ile gayri-faal ve tasfiye halindeki şirketlerin değerlemesinde kullanıldığı ifade edilmiştir. Bu bağlamda bu yöntemin geçmiş durumu yansıtmakta olup geleceğe yönelik beklentiyi ve katma değer yaratacak hususu değere yansıtmaması nedeniyle Fiyat Tespit raporundan göz ardı edildiğini belirtmiştir.

Buna göre İş Yatırım Ulusoy Elektrik'in Fiyat Tespit Raporu'nu çarpan analizi yöntemine dayandırmıştır.

2-Çarpan Analizi Yöntemi

Ulusoy Elektrik'in ağırlıklı olarak orta gerilim hatlarına yönelik elektromekanik çözümler sunan üretim firması olması ve aynı alanda faaliyet gösteren halka açık firma bulunmadığı için benzer şirket analizinde Ulusoy Elektrik ile benzeşen uluslararası firmalar baz alınmıştır.

Ayrıca, değerlendirme çalışmasında Türkiye'de aynı alanda faaliyet gösteren halka açık firma bulunmadığı için ve uluslararası firmalara bağlı kalmamak adına Borsa İstanbul'da işlem gören sanayi şirketleri (ancak piyasa değeri 200 milyon dolar ile 1 milyar dolar aralığındaki 38 şirketin çarpanlarında, uç noktadaki çarpanların elenmesi sonucu kalan 28 sanayi şirketin çarpan değeri) baz alınmıştır.

Şirketin değerlemeye esas 2014/06 Net Kar ve FAVÖK rakamları yıllıklandırılmış ayrıca aşağı yapılan açıklamaya istinaden düzeltilerek kullanılmıştır.

Ulusoy Elektrik, 2013 yılında yurt dışı satışlarının büyük kısmını Cezayir'e gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2013 yılında Cezayir devlet şirketi Cameg'den 20.880.000 Euro tutarında ihale alması ihracat gelirlerini 2012 ve 2013 yılına göre 2014 yılında önemli şekilde artırmıştır. Alınan ihalenin her yıl tekrarlanmaması ihtimali göz önüne alınarak söz konusu ihalenin finansallara olan etkisi normalize etmek amacıyla FAVÖK ve net kar rakamlarında düzeltme yapılmıştır. Bu işlem ile ihale gelirinin 2013 ve 2014 yıllarına eşit olarak dağılacığı varsayılmış ve bu varsayım altında FAVÖK'te 5.47 milyon dolar, Net kar rakamında ise 4.46 milyon dolar düzeltme yapılmıştır. Cezayir'den alınan ihalenin her yıl tekrarlanmaması ihtimalini göz önüne alınarak FAVÖK ve net kar düzeltmelerini makul olduğunu düşünmekteyiz.

Çarpan analizinde kullanılan finansallar.

(Mn Dolar)	30/06/2014 itibariyle Yıllık
FAVÖK	45.653.590
Düzeltilme	5.465.022
Düzeltilmiş FAVÖK	40.188.568
Net kar	37.251.715
Düzeltilme	4.459.265
Düzeltilmiş Net kar	32.792.450

Uluslararası Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
Siemens	10,61	15,01
ABB Ltd	9,19	19,7
Schneider Electric SE	9,72	17,98
Eaton Corporation Plc	14,86	14,44
Alstom	-	15,13
Bharat Heavy Electricals	-	17,00
Woodward Inc	11,49	19,48
Boer Power Holdings	12,46	14,85
Nissin Electric	11,24	19,42
Elektrobudowa SA	8,52	19,88
Kwang Myung Electric	8,61	19,55
American Electric Technology	-	19,68
Allis Electric	-	14,64
Vitzro Technologies Co Ltd.	14,8	-
Medyan	10,93	17,98

BİST Sanayi Şirketleri	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	7,75	10,5

2.1.FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri

(Milyon Dolar)	
Düzeltilmiş FAVÖK (Mn Dolar)	40,2
Uluslararası Benzer Şirketler FD/FAVÖK çarpanı	10,93
Hesaplanan Firma Değeri	439,1
Net Borç (-)	-8,8
Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanına göre Özsermaye Değeri	447,9
BİST Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK çarpanı	7,75
Hesaplanan Firma Değeri	311,5
Net Borç (-)	-8,8
BİST Sanayi Şirketleri Çarpanına göre Özsermaye Değeri	320,3

2.2.F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri

(Milyon Dolar)	
Düzeltilmiş Net Kar (Mn Dolar)	32,8
Uluslararası Benzer Şirketler F/K çarpanı	17,98
Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanına göre Özsermaye Değeri	589,6
BİST Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK çarpanı	10,5
BİST Sanayi Şirketleri Çarpanına göre Özsermaye Değeri	344,3

Sonuç

İş Yatırım Fiyat Tespit Raporunda, yukarıda hesaplamaları yaptığı çarpan analizlerine göre, Uluslararası benzer şirket F/K çarpanlarında bulunan 589.6 milyon dolar özsermaye değerinin diğer bulunan 3 değerden yüksek çıkması nedeniyle hesaplama sırasında ortalama Özsermaye değeri hesaplamalarından çıkarılmıştır. Ulusoy Elektrik'in ortalama özsermaye değerinin hesaplamasında diğer üç değere eşit ağırlık verilmiştir.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri (Mn Dolar)
Uluslararası Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri	33,3%	448
Seçilmiş BİST Sanayi Endeksi Şirketleri - FD/FAVÖK	33,3%	320
Seçilmiş BİST Sanayi Endeksi Şirketleri - F/K	33,3%	344
Ortalama Özsermaye Değeri		370
Pay Adedi (40 milyon)		40
Ort. Pay Fiyatı (USD)		9,3
Ort. Pay Fiyatı (TL)		20,75
Halka Arz Fiyat Aralığı (TL)		13,4 - 16,0
Halka Arz İskontosu		35.4% - 22.9%

İş Yatırım, Ulusoy Elektrik için iskonto öncesi birim pay fiyatını 20.75 TL olarak hesaplamış, ve buna %35.4 ile %22.9 halka arz iskontosu uygulanmasıyla halka arz fiyat aralığını 13.4 TL ile 16.0 TL arasında hesaplamıştır.

Ulusoy Elektrik için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Belirlenen yöntemler ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında pay başına belirlenen 13.4 TL- 16.0 TL fiyat aralığının makul olduğu kanaatini taşımaktayız.

Çekince: "Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir." Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımaktadır.