

Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu 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 Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. AvivaSA Emeklilik ve Hayat A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Halka Arz

Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ve Ticaret Anonim Şirketi (“Şirket”), mevcut 40.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin 12.000.000 TL’lik kısmını temsil eden 12.000.000 TL nominal değerli mevcut ortakların paylarının satışı ile halka arz edecektir.

Halka arz edilen payların nominal değeri 12.000.000 TL olup, Şirket’in çıkarılmış sermayesine oranı %30’dur. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, 1.800.000 TL nominal değerli ve toplamda halka arz edilen payların %15’ine tekabül eden payların, dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır.

Özet

Ödenmiş Sermaye - TL	40,000,000
Halka Arz - TL	12,000,000
Halka Arz - %	30.00%
Ek Satış - TL	1,800,000
Halka Arz - TL (Ek Satış Dahil)	13,800,000
Halka Arz - % (Ek Satış Dahil)	34.50%
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Hisse Satmama Taahhüdü - Şirket ve Tüm Hissedarları	1 yıl
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile
Alt Fiyat - TL	13.40
Üst Fiyat - TL	16.00
Piyasa Değeri @ 13.40 TL	536,000,000
Piyasa Değeri @ 16.00 TL	640,000,000
Ek Satış Hariç Halka Arz Değeri @ 13.40 TL	160,800,000
Ek Satış Hariç Halka Arz Değeri @ 16.00 TL	192,000,000
Ek Satış Dahil Halka Arz Değeri @ 13.40 TL	184,920,000
Ek Satış Dahil Halka Arz Değeri @ 16.00 TL	220,800,000
F/K (x) @ 13.40 TL	6.92
F/K (x) @ 16.00 TL	8.26
PD/DD (x) @ 13.40 TL	5.13
PD/DD (x) @ 16.00 TL	6.13
FD/FAVÖK (x) @ 13.40 TL	5.84
FD/FAVÖK (x) @ 16.00 TL	6.94

Halka arz sonrası ortaklık yapısı Sait Ulusoy %28.57, Kubilay Hakkı Ulusoy %11.50, Enis Ulusoy %11.50, diğer Ulusoy Ailesi mensupları %18.43 ve halka açık payları %30.00 olacaktır. Ek satış hakkının kullanılması durumunda halka açıklık oranı %34.50'ye yükselirken Sait Ulusoy'un %24.90'a, Kubilay Hakkı Ulusoy ve Enis Ulusoy'un payları ise %11.08'e gerileyecektir.

Halka arz "fiyat aralığı" ile talep toplama ve "En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile yapılacaktır. Halka arz fiyat aralığı 13.40 – 16.00 TL'dir. Buna göre şirket değeri 536,000,000-640,000,000 TL arasındadır. Halka arz değeri ise 160,800,000 TL ile 192,000,000 TL arasında olmaktadır. Ek satış durumunda halka arz büyüklüğü 184,920,000 TL ile 220,800,000 TL arasında değişecektir.

Halka arzda talep toplama tarihi 13-14 Kasım 2014 tarihleridir.

Halka arz edilen payların %70'ı yurtdışı kurumsal yatırımcılar, %20'si yurtiçi kurumsal yatırımcılar ve %10'u yurtiçi bireysel yatırımcılara tahsis edilecektir. 1 yıl boyunca satan ortaklar Borsa'da ya da Borsa dışında satış yapmayacaktır.

Şirket

Şirket, "Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile 8 Nisan 1985 tarihinde Sait Ulusoy ve Akgül Ulusoy tarafından kurulmuştur. Şirket, ilk kurulduğu yıllarda elektrik dağıtım altyapıları, otoyol aydınlatma projeleri, havaalanı elektrifikasyon projeleri, 154KV yer altı kablo hatlarının kurulması gibi elektrik taahhüt projeleri gerçekleştirmiştir. 1987 yılında üretim faaliyetlerine başlayan Şirket ilk olarak havai hat tipi ayırıcılar ve alçak gerilim silikon kablo aksesuarları üretmeye başlamıştır. Şirket, 1992-1993 yılında üretimde yaşanan artışa paralel olarak 4000 m²'lik kapalı alana sahip yeni fabrikaya taşınmıştır.

Bir mühendislik şirketi olarak kurulan ve 2013 yılsonu itibarıyla 577 çalışanı bulunan Ulusoy Elektrik, günümüzde faaliyetlerini ağırlıklı olarak elektrik dağıtım ekipmanı üretimi üzerine yoğunlaştırmıştır. Üretilen ürünlerin pazarlama ve satışı da Şirket bünyesinde yapılmaktadır. Şirket'in mevcut ve potansiyel müşterileri arasında elektrik dağıtım şirketleri, enerji üretim santralleri, inşaat altyapı ve üstyapı taahhüt firmaları ve organize sanayi bölgeleri yer almaktadır.

Şirket, tesislerinde hava yalıtımlı modüler hücreler, metal-clad hücreler, havai hat ürünleri olan otomatik yük ayırıcısı ve otomatik tekrar kapamalı kesici, komple gaz yalıtımlı hücreler, Mono blok beton köşkler, alçak ve orta gerilim kablo aksesuarları üretmektedir.

Şirket, üretim faaliyetlerini 26.000 m²'si kapalı olmak üzere, toplamda 30.000 m²'lik alanda gerçekleştirmektedir. Şirket'in Ankara Organize Sanayi Bölgesi'nde 30.000 m²'si kapalı alan olmak üzere, toplamda 53.000 m²'lik entegre üretim tesisi yatırımı devam etmektedir.

	17.09.2014 Tarihli Olağanüstü Genel Kurul'a Göre		İzahname Tarihine Göre Son Durum	
			(19.09.2014)	
Ortaklar	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)
Sait Ulusoy	53.01	21.204.000	53.01	21.204.000
Kubilay Hakkı Ulusoy	14.28	5.712.000	14.28	5.712.000
Enis Ulusoy	14.28	5.712.000	14.28	5.712.000
Akgül Ulusoy	18.43	7.372.000	18.43	7.372.000
Toplam	100	40.000.000	100	40.000.000

İştirakler Hakkında Bilgiler

Sarl Eldis

Kuruluş ve İştirak Tarihi	: 25.04.2011
Kuruluş Yeri	: Cezayir
Ortaklık Yapısı	:Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Tic. A.Ş.: %49 Boubekeur Lezar: %51
Sermayesi	: 400.000 Euro
Sermaye Artırımları	: Yoktur
Faaliyetleri	: Beton trafo merkezleri üretmek üzere kurulmuştur.

Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar

Bozat Elektrik

- Bozat Elektrik Üretim A.Ş.'nin %100 hissesi 2012 yılında Ulusoy Elektrik tarafından satın alınmıştır.
- Bozat Elektrik 4.18 MW kurulu güce sahip bir hidroelektrik santral lisansına sahiptir.
- Türkiye'nin kuzey kısmında yer alan santralin geçici kabulü çok yakın zamanda tamamlanmış, ticari faaliyete başlanmıştır.
- Şirket, Bozat Elektrik'teki paylarını satmayı planlamaktadır.
- İlgili mevzuat gereği Bozat Elektrik hisse satışı EPDK onayına tabidir.

Genel Bilgi	
Kurulu Güç (MW)	2 × 2,88
Yıllık Üretim (kWh)	13.600.000
Tip	Nehir Tipi
Konum	Giresun ; Piraziz
Su Kaynağı	Pazar nehri, Bozat deresi
Su Kullanım Ücreti	-
Lisans Tarihi ve Geçerlilik Süresi	27.11.2008, 49 yıl
ÇED Gerekli Değildir Belgesi Temin Tarihi	24.06.2010
ETKB Geçici Kabulü	Devam ediyor
Toplam Yatırım - KDV Dahil (ABD\$)	11.204.076

Finansal Durum

Şirket'in brüt satış gelirleri, 2011 yılı sonunda 87,5 milyon TL, 2012 yılı sonunda 135,6 milyon TL ve 2013 yılı sonunda 261,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Satışların dağılımına baktığımızda ise 2011-2013 yıllarını kapsayan dönemde yurtdışı satışlar yaklaşık 7 kat ve yurtiçi satışlar 2 kat artış göstermiştir. Ayrıca brüt satış gelirleri içinde ihracatın payı 2011 yılındaki %25 oranından 2013 yılında %57'ye yükselmiştir. Şirket'in Cezayir'e yapmış olduğu satışlar 2013 yılında kazanılan ihale ile oldukça yükselmiş ve Cezayir, Şirket'in en büyük ihracat pazarı haline gelmiştir. Yurtdışı pazarlara yapılan satışların kar marjının yurtiçi pazara kıyasla daha yüksek olması ve bahse konu dönemde ihracatta görülen artış karlılıkta yaşanan artışın önemli sebebidir.

Önceki üç yıl boyunca kaydedilen olumlu gelişmelere rağmen, Şirket'in satış gelirleri 2014 yılının ilk altı ayında %12 azalarak 99 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satış gelirlerinde yaşanan bu azalışa karşın hammadde fiyatlarının yatay seyretmesi ve/veya azalması ile yurtiçi satış fiyatlarının artması FAVÖK marjının, Haziran 2014 döneminde Haziran 2013 dönemine kıyasla artarak %43'e yükselmesine neden olmuştur (Haziran 2013 FAVÖK marjı: %29).

Aynı dönemde net kar, 2011 yılı sonunda 8 milyon TL, 2012 yılsonunda 25 milyon TL ve 2013 yılsonunda 71 milyon TL olmuştur. 2014 yılının ilk altı ayında ise Şirket'in net karını bir önceki yılın aynı dönemine göre %21.8 oranında artırarak 32.4 milyon TL net kar elde ettiği görülmektedir.

2011-2013 yıllarını kapsayan dönemde Şirket'in nakit ve nakit benzeri kalemleri 2011 yılsonundaki 12,5 milyon TL'den 2013 yılsonunda 45,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Ticari alacaklar ve stoklar rakamları da benzer şekilde artış göstererek 2013 yılsonu itibariyle sırasıyla, 53,4 milyon TL ve 8,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Dönen varlıklar rakamı da aynı dönemde artarak 2011 yılında görülen 35,8 milyon TL'den 2013 yılsonunda 113,9 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in aktiflerini 2011 yılından bu yana düzenli olarak artırdığı görülmektedir. 2011 yılı başında 48,2 milyon TL olan toplam aktifler 2014/06 döneminde 169 milyon TL'ye yükselmiştir. Aynı dönemde Şirket özkaynaklarının da düzenli artış gösterdiği ve Şirket faaliyetlerinin ağırlıklı olarak özkaynaklarla finanse edildiği görülmektedir. Özkaynaklardaki düzenli artışın en önemli kaynağı Şirket faaliyetlerinden elde edilen karlardır. Özkaynaklar kalemi 2011 yılında 33,9 milyon TL'den 2013 yılsonunda 117,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Özkaynaklar rakamı 2014'ün ilk altı aylık döneminde de artışını sürdürmüş ve Haziran 2014 itibariyle 145,2 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in faaliyetlerini sürdürürken finansal borçlanma tercihini mümkün olduğunca az kullandığı görülmektedir. Aynı zamanda ticari borçlar kaleminin de toplam kaynaklar içindeki payının nispeten düşük kaldığı görülmektedir. 2014/06 döneminde Şirket'in ticari borçlarının özkaynaklar içindeki oranı %7.2'dir.

İlişkili taraflardan olan ticari alacakların yaklaşık vadeleri 45-60 gün arasındır. İlişkili taraflara olan ticari borçların yaklaşık vadeleri 45-60 gün arasındır.

Şirket'in geçmiş üç yıllık (2011, 2012, 2013) döneminde net işletme sermayesi pozitif seyretmiş ve 2014 yılı 6 aylık mali döneminde net işletme sermayesi 97.799.033 TL'ye yükselmiştir.

Finansal Tablolar

Ulusoy Elektrik				
Bilanço - (milyon TL)				
	2011	2012	2013	2014/06
Dönen Varlık	35.8	59.3	114.2	119.3
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
Duran Varlıklar	12.4	14.4	25.8	28.1
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
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	0.0	10.8	16.5	21.6
Toplam Varlıklar	48.2	84.5	156.3	169.0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.3	24.7	35.6	21.4
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
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.0	1.1	2.5	1.9
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
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Grup. İş. Yüküml.	0.0	0.3	0.4	0.4
Özkaynaklar	33.9	58.6	117.2	144.4
Ödenmiş Sermaye	20.0	20.0	40.0	40.0
Sermaye Düzeltmesi Farkları	1.6	1.6	1.6	1.6
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	1.4	2.2	4.8	9.7
Kar veya Zararda Ynd. Snf. Brk. Diğ. Kaps. Gel. veya Gid.	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	58.6	117.2	144.4
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0.0	0.0	0.5	0.8
Toplam Kaynaklar	33.9	58.6	117.7	145.2
Toplam Kaynaklar & Özkaynaklar	48.2	84.5	156.3	169.0

Ulusoy Elektrik Gelir Tablosu - (milyon TL)					
	2011	2012	2013	2013/06	2014/06
Hasılat (net)	86.1	134.2	260	112.6	98.8
% Değişim		56%	94%		-12%
Satışların Maliyeti (-)	-68.2	-92.9	-161.7	-75.2	-49.6
Brüt Kar	17.9	41.3	98.3	37.4	49.2
Brüt Kar Marjı	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
Araşt. Ve Geliş. 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	31.1	90.1	33.8	41.3
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	31.4	90.6	34.0	40.9
Finansman Giderleri	-0.3	-0.4	-1.4	-0.7	-0.5
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	10.2	31.0	89.2	33.3	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	24.8	71.7	26.6	32.5
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Dönem Net Karı/Zararı	8.1	24.8	71.7	26.6	32.4
Dönem Net Kar Marjı	9%	18%	27%	24%	33%
Amortisman ve İtfa Payı	0.8	1.2	1.6	0.7	1.0
FAVÖK	11.1	32.2	85.0	32.6	42.5
FAVÖK Marjı	13%	24%	33%	29%	43%

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz ve Sonuçlar

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt Ve Ticaret A. Ş. Fiyat Tespit Raporu'nda fiyatın tespitinde fiyatın FD/FAVÖK ve F/K metotları kullanılarak halka arz fiyat aralığının belirlendiği görülmektedir.

Şirket'in geleceğe yönelik projeksiyonları paylaşılmadığı için İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun kullanılmadığını görüyoruz. Aynı şekilde çarpan hesaplamasında da kullanılan değerlerin geçmiş yıl rakamları sonucu oluşmuş değerlerden elde edildiği için halka arz fiyat tespitinde geleceğe yönelik olarak herhangi bir görüş bulunmamaktadır.

Şirket'in değerleme çalışmasında özkaynak tutarı 145,2 milyon TL yerine 105,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır. 17 Eylül 2014 tarihli Olağanüstü Genel Kurul'da alınan nakit kar payı dağıtım kararının özkaynak değerine yansıtılması değerleme açısından olumludur.

Cezayir'den elde edilen ihracat gelirlerinin tekrarlanmama ihtimaline karşılık, Çarpanlar hesaplanırken net kar ve FAVÖK düzeltmelerinin makul olduğunu düşünmekteyiz.

Çarpanlar hesaplamasında medyan kullanılmasının değerleme sonucunda çıkacak değerin normalize edilmesi açısından makul olduğunu düşünmekteyiz.

Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından BİST Sanayi Endeksi'nde olan Şirketler ve BİST 100 şirketleri ile hesaplanan F/K, PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerine göre şirketin özkaynak değerleri hesaplanmıştır. 06/11/2014 kapanış verilerini kullanarak BİST 100 ve BİST Sanayi endeksinde yer alan seçilmiş hisselerin çarpan hesaplamalarında çıkan ortalama değere göre Şirket'in piyasa değerini 589,592,460 TL olarak hesaplamaktayız. Buna göre halka arz taban fiyatı %9.1 iskontolu, halka arz tavan fiyatı ise %8.5 primlidir.

Tarafımızca hesaplanan hisse fiyatı 13.40-16.00 TL fiyat aralığında yer aldığından belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğu düşünüyoruz.

'Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.'