

ULUSOY ELEKTRİK
İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.
“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

Kasım 2014



İÇİNDEKİLER

I. SEKTÖREL BİLGİ	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	5
II. 1 Ortaklık Yapısı	5
II. 2 Üretim	6
II.3 Satışlar	6
II.4 Yatırımlar	9
III. FİNANSAL BİLGİLER	9
IV. DEĞERLENDİRME	10
V. NİHAİ GÖRÜŞ	13

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından hazırlanmıştır. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İş Yatırım") Konsorsiyum lideri olduğu Ulusoy Elektrik İmalat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ("Ulusoy Elektrik veya Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İş Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. Sektörel Bilgi

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

I.1 Türkiye Şalt Cihazları Pazarı

Aralık 2013 tarihli "The World Market for Transmission and Distribution Equipment and Systems, 2012-2022" isimli Goulden Reports raporuna göre 2012 yılı Türkiye şalt cihazları pazar büyüklüğü yaklaşık 160 milyon ABD\$ seviyesindedir. Voltaj bazlı bakıldığında, pazarın %59'unda Ulusoy elektrik ürünlerinin kullanıldığı 1-50 kV arası şalt cihazlarından oluştuğu görülmektedir. Yine aynı raporda, Ulusoy Elektrik tarafından 2015 yılında piyasaya sürülecek olan dağıtım trafosu ürün grubu 2012 yılı pazar büyüklüğünün 226 milyon ABD\$ seviyesinde olduğu belirtilmiştir.

1-50 kV arası şalt cihazları kategorisine giren ürünlerin (hava yalıtımlı modüler hücreler, gaz yalıtımlı modüler hücreler ve metal clad) Ulusoy Elektrik'in yerel satışlarındaki payı 2012 ve 2013 yılları için %71 düzeyindedir. Bu ürünlerin 2012 yılı Türkiye satış tutarının 35,4 milyon ABD\$ olduğu ve Goulden Reports'un 2012 yılı için ilgili pazar büyüklüğünü 95 milyon ABD\$ olarak belirtmiş olduğu göz önüne alındığında, Şirket'in Türkiye 1-50 kV arası şalt cihazları pazar payı %37,1 olarak hesaplanmaktadır.

Türkiye Şalt Cihazları Pazarı (2012)		
Şalt Cihazları Pazarı	mn USD	160
1-50 kV	mn USD	95
50-150 kV	mn USD	35
>150 kV	mn USD	30
Dağıtım Trafoları Pazarı	mn USD	226

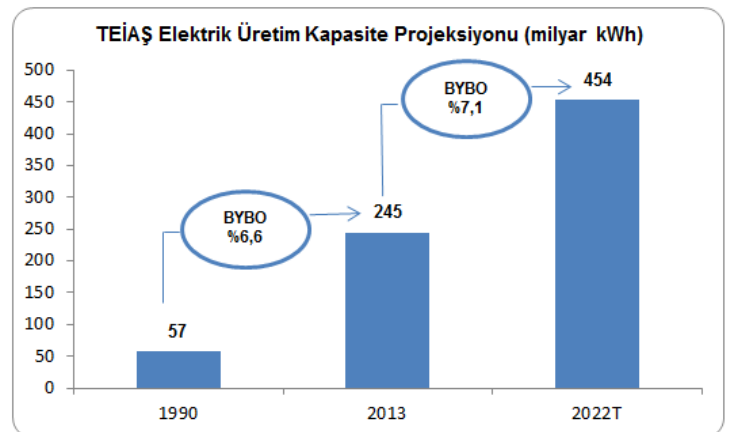
Kaynak: İzahname

Türkiye şalt pazarının büyüme etkenleri arasında, elektrik tüketimindeki artış ilk sırada yer almaktadır. Türkiye elektrik pazarı, Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve İspanya'nın ardından Avrupa'nın en büyük 6. pazarı konumundadır. Türkiye elektrik talebi 2000-2013 arası %5,1'lik BYBO ile artmış ve brüt talep 2013 yılında 245,2 milyar kWh seviyesine ulaşmıştır.

Tüketimdeki hızlı artışa karşılık Türkiye'deki kişi başı elektrik tüketimi rakamının (3,2 kWh) AB ve OECD ülkelerine (OECD ort. 8,2 kWh) kıyasla oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu durum da Türkiye elektrik pazarında önemli bir büyüme potansiyeli olduğuna işaret etmektedir.

Kasım 2013 tarihinde Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) tarafından 2013-2017 yıllarını kapsayan projeksiyona göre Türkiye elektrik üretim kapasitesi 2017 yılında 361 milyar kWh'e, 2022 yılında ise 454 milyar kWh'e ulaşacaktır.

Türkiye'de beklenen elektrik talep artışına paralel olarak önümüzdeki yıllarda önemli miktarda yeni elektrik üretim tesisi yatırımı yapılması gerekmektedir. Ortaya çıkan elektrik üretim kapasite ihtiyacını gidermek için büyük ölçekli baz yük termik santrallerin yanı sıra çok sayıda küçük-orta ölçekli ve her biri yeni bir bağlantı noktası ihtiyacı olan yenilenebilir enerji projelerinin de devreye alınması beklenmekte olup, bu durum şalt pazarının büyümesi için önemli diğer bir neden teşkil etmektedir.



Önümüzdeki yıllarda artması beklenen elektrik talebi ve iletim ve dağıtım şebekelerindeki büyüme ve yenileme ihtiyacına paralel olarak Türkiye'de bu alandaki yatırımların artması beklenmektedir. 2011-2015 dönemi için EPDK'nın bütün dağıtım bölgeleri için onayladığı toplam yatırım yükümlülüğünün yıllık ortalaması 1.124 milyon ABD\$ düzeyindedir. 2011 yılı verilerine göre

%14,1 olan Türkiye elektrik iletim ve dağıtım kayıp/kaçak oranı gelişmiş ülkelere göre oldukça yüksektir. 14,1%'in içinde teknik kayıp oranının %7 civarı olduğu tahmin edilmektedir. Bu görünüm de Türkiye elektrik sektöründe yatırım sürecinin ve şalt pazarının büyümesinin devam edeceğine dair önemli bir işarettir.

I.2 Cezayir Şalt Cihazları Pazarı

Aralık 2013 tarihli "The World Market for Transmission and Distribution Equipment and Systems, 2012-2022" isimli Goulden Reports raporuna göre 2012 yılında Cezayir şalt cihazları pazar büyüklüğü yaklaşık 155 milyon ABD\$ seviyesindedir. Voltaj bazında kırılıma bakıldığında pazarın %75'inin Ulusoy Elektrik ürünlerinin kullanıldığı 1-50 kV arası şalt cihazlarından oluştuğu görülmektedir.

1-50 kV arası şalt cihazları kategorisine giren Ulusoy Elektrik ürünlerinin (hava yalıtımlı modüler hücreler, gaz yalıtımlı modüler hücreler ve metal clad) Şirket'in toplam Cezayir satışlarındaki payı 2012 yılında %99, 2013 yılında ise %93 olarak hesaplanmıştır.

Cezayir Şalt Cihazları Pazarı (2012)		
Şalt Cihazları Pazarı	mn USD	155
1-50 kV	mn USD	117
50-150 kV	mn USD	27
>150 kV	mn USD	12

1-50 kV arası şalt cihazları kategorisine giren Şirket ürünlerinin 2012 yılında Cezayir'deki toplam satışlarının 16,0 milyon ABD\$ olduğu ve Goulden Reports'un 2012 yılı ilgili Cezayir pazar büyüklüğü için belirttiği 117 milyon ABD\$ verisi baz alındığında, Ulusoy Elektrik'in Cezayir 1-50 kV arası şalt cihazları pazar payı %13,7 olarak hesaplanmaktadır.

Kaynak: İzahname

2012 yılında Cezayir'in elektrik tüketimi %11 oranında, oranında artmıştır. Mesken tüketimi önderliğinde gerçekleşen bu büyümenin önümüzdeki 5-6 yılda da devam etmesi beklenmektedir. Artan elektrik talebini karşılamak adına Cezayir hükümeti bir acil eylem planı hazırlamıştır; bu plan kapsamında ülke elektrik kurulu gücünün yaklaşık 2 katına çıkarılması ve mevcut dağıtım ve iletim altyapılarının yenilenmesi planlanmaktadır. Cezayir'in devlet elektrik şirketi Sonelgaz'ın açıklamasına göre acil eylem planı 2017 yılına kadar olan süreci kapsamakta ve önemli miktarda yatırımlar yapılmasını öngörmektedir.

II.3 Diğer Pazarlar

Ulusoy Elektrik 2013 yılında 18 farklı ülkeye ihracat yapmıştır. Kısa ve orta vadede Şirket hedef pazarlar olarak Endonezya, Rusya, Ortadoğu ve Güney Amerika'yı belirlemiştir. Ulusoy Elektrik'in başlıca hedef pazarlarının 2012 itibarıyla şalt cihazları pazar büyüklükleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ulusoy Elektrik Hedef Şalt Cihazları Pazar Büyüklükleri, mn \$ (2012)

	Rusya	Irak	ESBÜ	Endonezya	Güney Amerika	Kuzey Afrika
Şalt Cihazı Pazarı	1.184	26	487	394	1.316	401
1-50 kV	863	16	322	229	504	241
50-150 kV	218	6	94	90	507	88
>150 kV	103	5	71	74	304	72

Kaynak: İzahname

ESBÜ, (Eski Sovyetler Birliği Ülkeleri) tanımı içerisinde Ermenistan, Azerbaycan, Belarus, Estonya, Gürcistan, Kazakistan, Kırgızistan, Letonya, Litvanya, Moldovya, Tacikistan, Türkmenistan, Ukrayna ve Özbekistan bulunmaktadır.

Kuzey Afrika tanımında Cezayir ve Libya hariç olup Mısır, Tunus ve Fas'ı kapsamaktadır.

Ulusoy Elektrik hali hazırda 12-24 kV RMU ürün grubu geliştirme çalışmalarını sürdürmekte olup, ürünlerin 2015 itibarıyla satışına başlanması hedeflenmektedir. 2015 yılında piyasaya sürülecek olan bu yeni ürün grubuyla beraber Ulusoy Elektrik Suudi Arabistan, Libya, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE) ve Avrupa pazarlarındaki etkinliğini artırmayı hedeflemektedir.

Dağıtım trafoları Ulusoy Elektrik tarafından 2015 yılında piyasaya sunulacak bir diğer ürün grubudur. Goulden Reports verilerine göre 2012 yılındaki global dağıtım trafo pazar büyüklüğü 25,3 milyar ABD\$ olup bölgeler bazında pazar büyüklükleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

mn \$	Avrupa	ESBÜ	Afrika	Ortadoğu	Hindistan	Asya	Kuzey&Orta Amerika	Güney Amerika	Avustralya	Global
Dağıtım Trafoları Pazarı	3.518	1.354	1.210	1.503	1.069	11.012	4.200	1.170	298	25.300

Kaynak: İzahname

2015 yılında faaliyete geçecek olan yeni fabrikada üretilecek olan dağıtım trafolarının yaklaşık yüzde 40'ının Ulusoy Elektrik tarafından üretilecek beton köşklere monte edilmesi, kalanının ise ihrac pazarlara satılması hedeflenmektedir.

II. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

Ulusoy Elektrik, mühendislik faaliyetlerinde bulunmak amacıyla 1985 yılında Limited Şirket olarak kurulmuş olup, 2001 yılında Anonim Şirket statüsüne dönüşmüştür. 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, monoblok beton köşkler, alçak ve orta gerilim kablo aksesuarları üretmektedir.

Şirket'in 2014 Haziran sonu itibarıyla 498 çalışanı bulunmaktadır.

Ulusoy Elektrik 2013 yılında Türkiye İhracatçılar Meclisi tarafından yapılan Türkiye'nin en çok ihracat yapan 1000 firması sıralamasında, genel sıralamada 205. sırada, sektörel sıralamada ise 17. sırada yer almıştır.

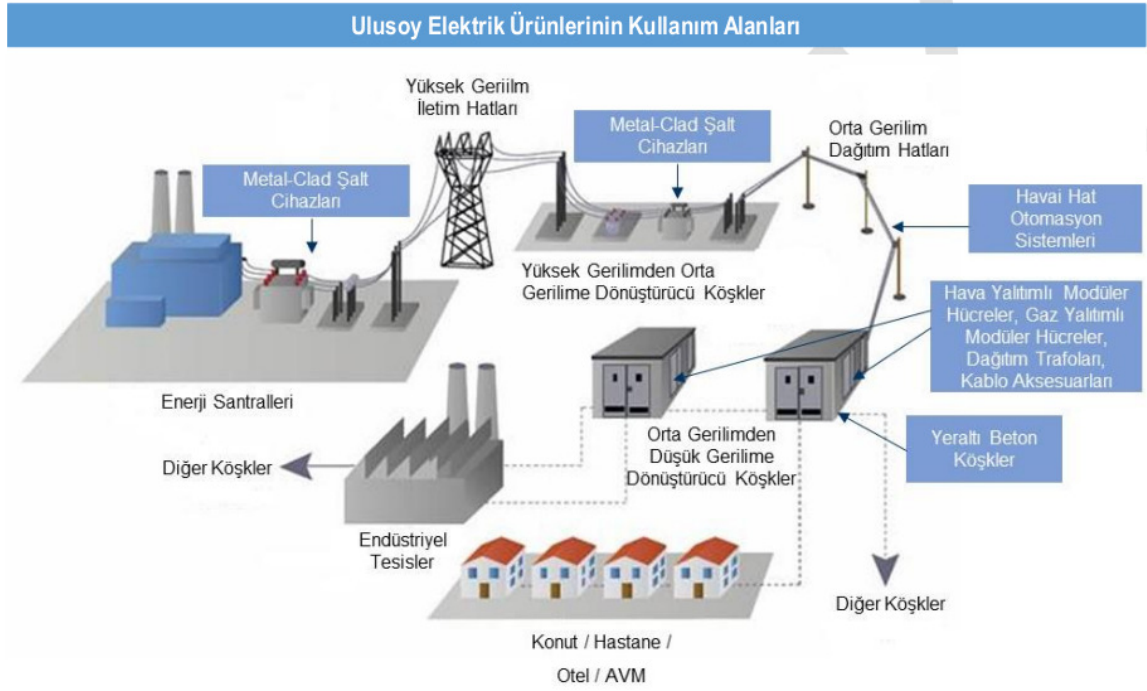
II.1 Ortaklık Yapısı:

Ortaklık Yapısı							
Bin TL	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası				
			Ek Satış Hariç		Ek Satış Dahil		
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran	Oran
Sait Ulusoy	21.204,0	53,0%	11.428,0	28,6%	9.961,6	24,9%	
Akgül Ulusoy	7.372,0	18,4%	7.372,0	18,4%	7.372,0	18,4%	
K.Hakkı Ulusoy	5.712,0	14,3%	4.600,0	11,5%	4.433,2	11,1%	
Enis Ulusoy	5.712,0	14,3%	4.600,0	11,5%	4.433,2	11,1%	
Halka Açık	-	-	12.000,0	30,0%	13.800,0	34,5%	
TOPLAM	40.000,0	100,0%	40.000,0	100,0%	40.000,0	100,0%	

Kaynak: İzahname

II.2 Üretim

Ulusoy Elektrik Ankara Organize Sanayi Bölgesi'nde 26.000 m²'si kapalı olmak üzere toplam 30.000 m²'lik alana sahip fabrikada faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket yıllık 65.000 adet hava yalıtımlı modüler hücre, 3.500 adet beton köşk ve 10.000 adet gaz yalıtımlı modüler hücre üretim kapasitesi ile çalışmaktadır. Ulusoy Elektrik genel olarak elektrik, elektronik ve mekanik ile ilgili teçhizatın imali, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmektedir. 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.



Kaynak: İzahname

Ulusoy Elektrik'in kullandığı başlıca hammaddeler; galvanize çelik sac, bakır, reçine ve silikondur.

Şirket ürettiği ürünlerin çoğunun tasarım ve teknolojilerini kendi bünyesindeki arge departmanında geliştirmektedir.

II.3 Satışlar

Şirket'in Türkiye'de İstanbul, Bursa ve İzmir'de olmak üzere 3 bölge müdürlüğü, yurtdışında da Cezayir (2008) ve Endonezya (2013)'da olmak üzere 2 satış ofisi, Cezayir, Rusya, Irak, İran, Ürdün, Gürcistan, Fas, Yemen, Şili'de olmak üzere 11 distribütörü bulunmaktadır. Mevcut müdürlüklere ek olarak Antalya bölge müdürlüğünün 2014 yılsonuna doğru açılması planlanmaktadır.

Şirket'in ürettiği ürünlerin ana kullanım alanları, elektrik dağıtım sistemleri ile alt ve üst yapı inşaat yatırımlarından oluşmaktadır. Söz konusu yatırımlar ile ilgili ürünlere olan talebin mevsimsel nedenlerle yılın ikinci yarısında daha yüksek olması sebebiyle bu dönemde daha yüksek gelir elde edilirken, maliyetlerin büyük bir kısmı ise yıl içinde dengeli bir şekilde dağılmaktadır. Sonuç olarak, yılın ilk yarısında genellikle daha az gelir elde edilmekte ve mali yılın ikinci yarısına göre daha düşük faaliyet sonuçlarına ulaşılmaktadır.

Ulusoy Elektrik ürünlerinin başlıca kullanıcıları elektrik ekipmanı dağıtım şirketleri ile yerel elektrik dağıtım şirketleri olmakla birlikte, EPC/inşaat firmaları, elektrik üretim şirketleri, fabrikalar, oteller, hastaneler, alışveriş merkezleri vb. kurumlar da Şirket ürünlerini kullanmaktadır.

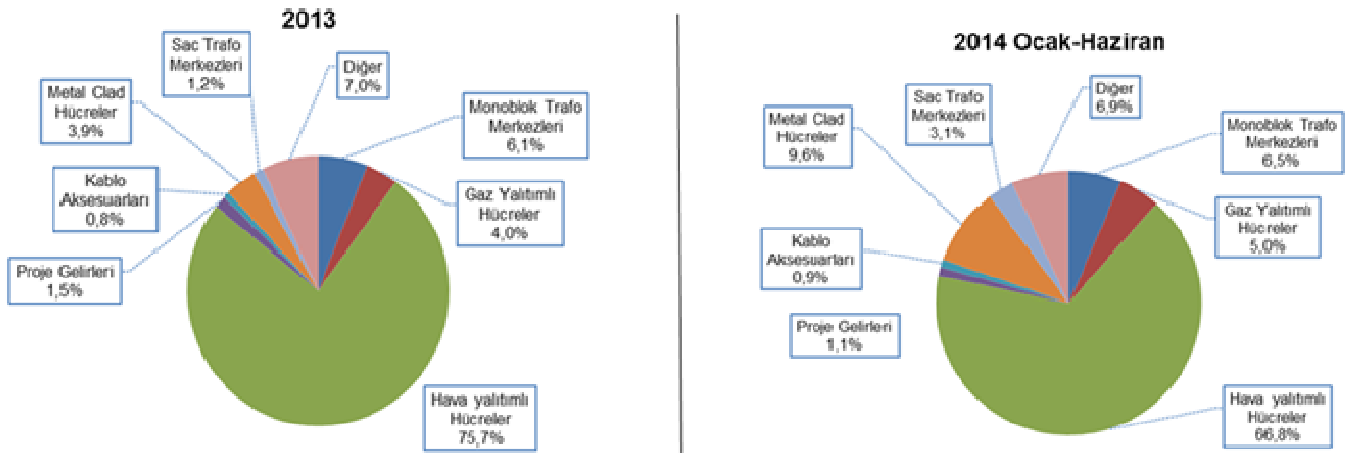
Şirket'in faaliyet gösterdiği elektromekanik sektörü temelde elektrik altyapı ve inşaat sektörünün ayrılmaz bir parçası olup, bu sektörlerde yaşanması muhtemel her türlü olumlu ve olumsuz gelişmeler, doğrudan elektromekanik sektörünü etkilemektedir.

Şirket'in faaliyette bulunduğu pazarlarda enerji altyapı ve inşaat yatırımlarının artması sonucunda Şirket'in satış gelirleri artış göstermiştir. Türkiye'de son beş yıl içerisinde inşaat projelerinin artması ve dağıtım şirketlerinin özelleşmesi sonucu pazarda doğal bir büyüme yaşanmıştır.

Yurtdışında faaliyet gösterilen ülkeler genel olarak gelişmekte olan ülkelerdir. Bu ülkelerde elektrik tüketimindeki artış, yeni elektrik dağıtım sistemleri ihtiyacını doğurmuş, bu durum da Şirket'in ürünlerine olan talebi ve böylelikle gelirlerini yükseltmiştir. 2013 yılında, Ulusoy Elektrik'in gelirinin yaklaşık %60'a yakın kısmı Türkiye dışındaki müşterilerden elde edilmiştir. 2013 yılsonu itibariyle satışlarının %57'sini ihracat olarak gerçekleştiren Ulusoy Elektrik'in başlıca ihrac pazarları Cezayir, Rusya, Irak, Türki Cumhuriyetler, Endonezya ve bazı Güney Amerika ülkeleridir.

Şirket'in Türkiye ve Cezayir'de yüksek bir pazar payı bulunmaktadır. Şirket toplam satışların %40'ını oluşturan Cezayir'e, %43'ünü de Türkiye'de gerçekleştirmektedir. Türkiye dışına olan satışların öngörülebilir gelecekte de Ulusoy Elektrik'in gelirlerinin büyük bir kısmının kaynağını oluşturacağı beklenmektedir.

Satışların ürün bazında dağılımı



Kaynak: İzahname

Ulusoy Elektrik müşterileri 4 ana grupta kategorize edilmektedir:

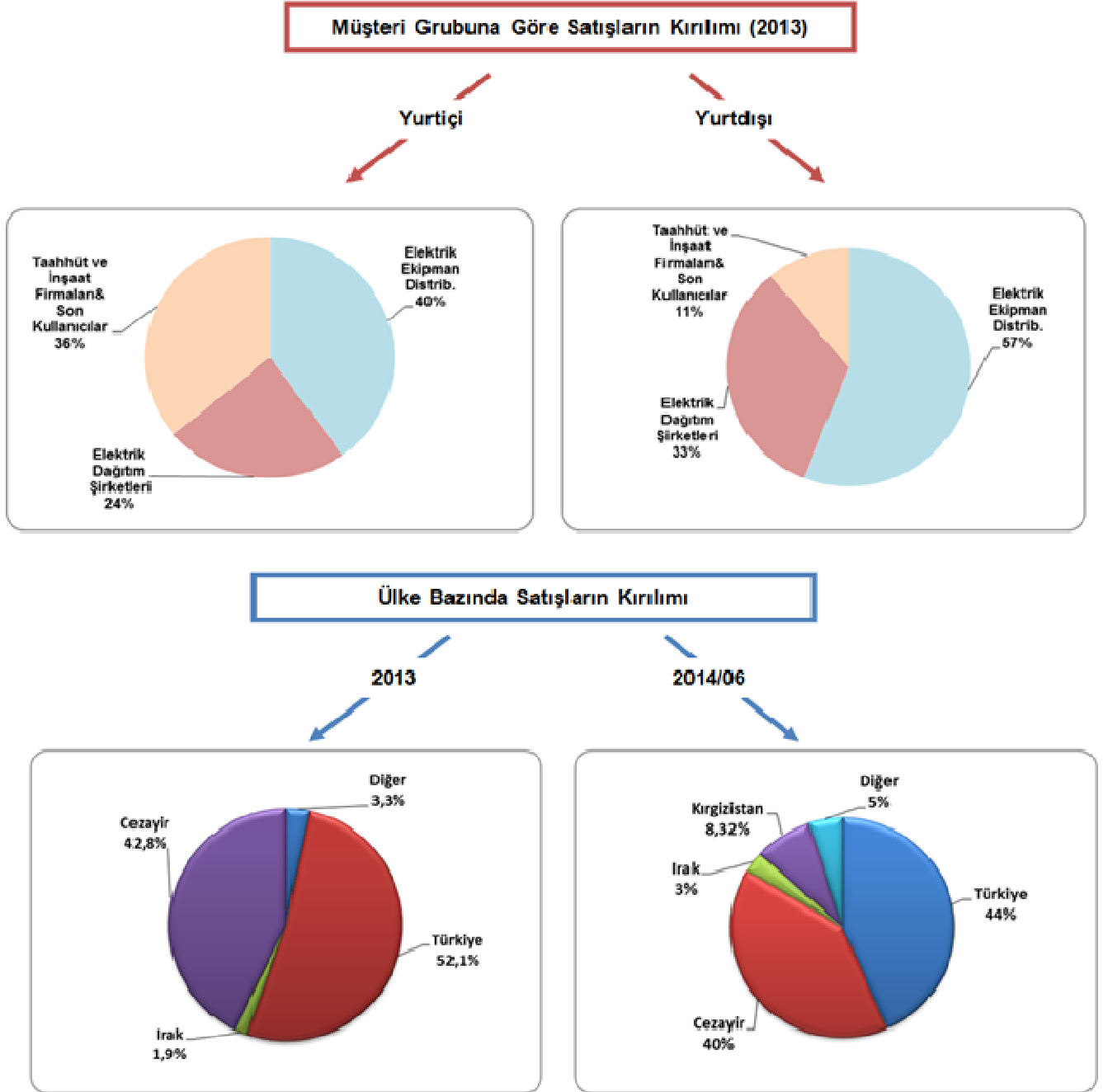
a) Elektrik Ekipman Distribütörleri: Ulusoy Elektrik, ihrac pazarlarında 11, Türkiye'de ise 12 adet distribütöre sahip durumdadır. Bu distribütörler genellikle alışveriş merkezleri, hastane, otel vb. gibi son kullanıcılara ürün tedarik etmektedir. 2013 yılı satışlarında en yüksek para sahip ilk 10 müşterinin 6 tanesi elektrik ekipman distribütörüdür.

b) Diğer Son Kullanıcılar: Bu kategoride genellikle hâlihazırda beton köşk (trafo) sahibi olup yenilemek isteyen veya yeni beton köşk temin etmek isteyen müşteriler bulunmaktadır. Sanayi tesisleri, hastaneler, oteller, alışveriş merkezleri ve elektrik üretim tesisleri bu müşteri kategorisi altında sınıflandırılmaktadır. Bu müşteri grubuna genellikle elektrik ekipman distribütörleri aracılığıyla ulaşılmakta olup, daha seyrek olarak büyük projeler için Şirket direkt satış yapabilmektedir.

c) Taahhüt ve İnşaat Firmaları: Bu firmalar kazandıkları ihaleler vasıtasıyla elektrik dağıtım şirketleri için ve diğer son kullanıcılardan gelen taleplere istinaden Ulusoy Elektrik ürünlerini tedarik etmektedir. Ulusoy Elektrik'in bu kapsama giren müşterileri (Enka, Gama Holding, Tekfen, Rönesans vd.) genellikle yerli inşaat firmalarıdır.

d) Elektrik Dağıtım Şirketleri: Dağıtım şirketleri genellikle yürütmekte oldukları yatırımlar için gerekli olan beton köşk kurulumu, kablo hatları ve daha geniş kapsamlı elektrikleştirme projeleri için ihaleler açmaktadır. Ulusoy Elektrik gerek doğrudan elektrik dağıtım firmalarına satış ile gerekse bu ihaleleri kazanan taahhüt firmalarına yaptığı satışlar ile dağıtım şirketlerine ürün tedarik etmektedir. Bu gruptaki müşteriler arasında Enerjisa, Limak, Aksa, İçtaş İnşaat sayılabilir.

Ulusoy Elektrik'in Türkiye pazarındaki müşteri dağılımı homojendir. Yurtdışı pazarlarda ise ağırlıklı olarak elektrik ekipman distribütörlerine satış yapılmakta olup, Ulusoy Elektrik müşterisi olan inşaat ve taahhüt firmaları Şirket ürünlerinin yeni pazarlara girmesinde önemli rol oynamaktadır.



Kaynak: İzahname

II.4 Yatırımlar

Mevcut üretim tesisinin yanı sıra Şirket 31.750 m²'si kapalı olmak üzere toplam 53.000 m²'lik alana sahip olacak yeni entegre üretim tesisinin inşaatına devam etmekte olup, 2015 yılı ilk çeyreğinde tamamlamayı hedeflemektedir. Şirket, yeni fabrikasında kuru ve yağlı tip üst kalite sınıfında 2500 kVA'ya kadar dağıtım trafosu üretimine başlayacak olup, ayrıca bütün köşk üretimlerinin bu tesiste yapılmasını planlamaktadır. Yatırımın toplam tutarı inşaat ve arazi için 6,7 milyon \$, yeni makine ve ekipman için de 4 milyon \$ olmak üzere 10,7 milyon TL olarak öngörülmektedir.

III. FİNANSAL BİLGİLER

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

BİLANÇO (TL)	2011	2012	2013	2014/06
	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Dönen Varlıklar	35.841.974	59.260.483	113.958.985	119.312.798
- Nakit ve Nakit Benzerleri	12.522.554	13.699.727	45.760.964	59.502.879
- Finansal Yatırımlar	244.380	251.632	278.968	212.791
- Ticari Alacaklar	16.775.187	38.777.225	53.373.519	44.046.033
İlişkili Taraflardan Alacaklar	15.885	17.873	22.317	0
İlişkili Olmayan Taraf. Alacaklar	16.759.302	38.759.352	53.351.202	44.046.033
- Diğer Alacaklar	987.176	493.112	2.956.626	1.009.703
- Stoklar	2.824.154	4.420.384	8.959.518	10.168.690
- Peşin Ödenmiş Giderler	1.706.862	1.472.783	1.676.237	4.169.682
- Diğer Dönen Varlıklar	781.661	145.620	953.153	203.020
Duran Varlıklar	12.348.170	25.246.959	42.362.300	49.699.005
- Satış Amaçlı Sınıf. Duran Varlıklar	0	10.842.997	16.529.893	21.598.003
- Finansal Yatırımlar	502.636	437.108	437.108	0
- Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	542.871	1.038.547	1.837.971	1.445.750
- Maddi Duran Varlıklar	10.673.263	12.161.989	23.380.813	26.399.000
- Madi Olmayan Duran Varlıklar	66.685	85.097	176.515	152.080
- Peşin Ödenmiş Giderler	199.246	550.924	0	0
- Ertelenen Vergi Varlıkları	363.469	130.297	0	104.172
Aktif Toplamı	48.190.144	84.507.442	156.321.285	169.011.803
Kısa Vadeli Borçlar	13.325.794	24.636.835	35.589.871	21.513.765
- Finansal Borçlar	944.450	2.193.566	394.516	539.159
- U.V.Finansal Borçların K.V.kısımları	107.038	103.004	128.619	126.665
- Ticari Borçlar	8.376.650	12.472.771	15.546.166	12.182.132
- Diğer Borçlar	1.162.124	5.681.386	4.851.571	2.423.661
- Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlıklara	0	264.846	415.298	427.646
İlişkin Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlar	976.103	1.099.975	2.541.006	1.815.814
- Finansal Borçlar	321.116	206.009	128.618	63.333
- Ticari Borçlar	0	0	1.680.000	960.000
- Uzun Vadeli Karşılıklar	654.987	893.966	624.180	792.481
Özkaynaklar	33.888.247	58.505.786	117.775.110	145.254.578
- Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	33.852.181	58.537.385	117.254.806	144.489.240
- Ödenmiş Sermaye	20.000.000	20.000.000	40.000.000	40.000.000
- Geçmiş Yıl Karları Zararları	2.701.403	10.091.500	(76.270)	60.944.120
- Net Dönem Karı (ana ortaklık)	8.150.708	24.697.512	70.945.237	32.227.901
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	36.066	(31.599)	520.304	765.338
Pasif Toplamı	48.190.144	84.507.442	156.321.285	169.011.803

GELİR TABLOSU (TL)	2011	2012	2013	2013/06	2014/06
	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
Satış Gelirleri	86.088.156	134.205.961	259.991.162	112.555.257	98.776.135
Satışların Maliyeti	(68.244.017)	(92.916.027)	(161.714.216)	(75.249.738)	(49.582.545)
Brüt Kar / Zarar	17.844.139	41.289.934	98.276.946	37.305.519	49.193.590
Faaliyet Giderleri	(8.016.117)	(10.138.547)	(8.285.916)	(3.541.355)	(7.911.646)
Esas Faaliyet Kar / Zararı	9.828.022	31.151.387	89.991.030	33.764.164	41.281.944
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	682.768	227.810	467.888	167.753	125.278
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	(50.764)	(12.065)	(2.781)	(491.600)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	10.510.790	31.328.433	90.446.853	33.929.136	40.915.622
Finansman Giderleri	(289.382)	(407.389)	(1.437.574)	(723.585)	(520.254)
Vergi Öncesi Kar / Zarar	10.221.408	30.921.044	89.009.279	33.205.551	40.395.368
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler	(2.075.257)	(6.262.387)	(17.562.037)	(6.700.888)	(7.860.411)
Sürdürülen Faa. Dönem Kar/Zararı	8.146.151	24.658.657	71.447.242	26.504.663	32.534.957
Durdurulan Faa. Dönem Kar/Zararı	-	(23.535)	49.898	(31.346)	(66.536)
Net Dönem Kar Zararı	8.146.151	24.635.122	71.497.140	26.473.317	32.468.421

IV. Değerlendirme

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Ulusoy Elektrik Fiyat Tespit Raporu"nda çarpan analizi ile Defter Değeri yöntemi kullanılmıştır. Her iki yöntem de kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Raporda, Ulusoy Elektrik'in finansallarına ilişkin projeksiyonlar İzahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığından, değerlemede geleceğe yönelik tahminlere yer verilmediği ve bu nedenle İndirgenmiş Nakit Akımlar Analizi'nin kullanılmadığı ifade edilmiştir.

Çarpan Analizi

Konsorsiyum lideri olan İş Yatırım tarafından hazırlanan raporun çarpan analizi kısmında, Türkiye'de Ulusoy Elektrik ile aynı alanda faaliyet gösteren halka açık bir firma bulunmadığı için benzer şirket olarak Ulusoy Elektrik ile faaliyetleri benzeşen uluslararası firmaları baz alınmıştır. Bu firmalar ile ilgili bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Benzer Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mln ABD \$) 24/10/2014	F/K	FD/FAVÖK
Siemens AG	Almanya	96.227	15,01	10,61
ABB Ltd.	İsviçre	49.244	19,70	9,19
Schneider Electric SE	Fransa	42.940	17,98	9,72
Eaton Corporation Plc	ABD	29.815	14,44	14,86
Alstom	Fransa	10.680	15,13	-
Bharat Heavy Electricals	Hindistan	9.617	17,00	-
Woodward Inc	ABD	3.174	19,48	11,49
Boer Power Holdings	Çin	922	14,85	12,46
Nisin Electric Co. Ltd.	Japonya	569	19,42	11,24
Elektrobudowa SA	Polonya	111	19,88	8,52
Kwang Myung Electric Engineering	Güney Kore	98	19,55	8,61
American Electric Technology	ABD	55	19,68	-
Allis Electric	Tayvan	53	14,64	-
Vitzro Technologies Co. Ltd.	Güney Kore	46	-	14,80

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İş Yatırım

Ancak İş Yatırım analizinde sadece uluslararası firmalara bağlı kalmamak adına Borsa İstanbul'da işlem gören ve Sanayi Endeksi'nde yer alan şirketlerden piyasa değeri 200-1.000 milyon Dolar aralığında olan 28 şirketin çarpan değerlerini (FD/FAVÖK ve F/K) de kullanmıştır.

Yapılan değerlemede Ulusoy Elektrik'in 30 Haziran 2014 tarihi ile hesaplanan son 12 aylık finansal verileri baz alınmış olup, bunun için de 31 Aralık 2013, 30 Haziran 2013 ve 30 Haziran 2014 mali tabloları kullanılmıştır.

	Milyon Dolar	Değer
	FAVÖK	45,7
	Düzeltilme	5,5
	Düzeltilmiş FAVÖK	40,2
	Uluslararası Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	10,93
	Uluslararası Benzer Şirketler Çarpanına göre Hesaplanan Firma Değeri	439,2
	Net Borç (-)	-8,8
1	Uluslararası Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri	448,0
	BIST Sanayi Şirketleri Medyan FD/FAVÖK Çarpanı (x)	7,75
	BIST Sanayi Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Firma Değeri	311,5
	Net Borç (-)	-8,8
2	BIST Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri	320,4
	Net Kar	37,3
	Düzeltilme	4,5
	Düzeltilmiş Net Kar	32,8
	Uluslararası Benzer Şirketler Medyan F/K Çarpanı (x)	17,98
3	Uluslararası Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri	589,7
	BIST Sanayi Şirketleri Medyan F/K Çarpanı (x)	10,5
4	BIST Sanayi Şirketleri F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri	344,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İş Yatırım

2013 itibariyle Şirket'in yurtdışı satışlarının büyük kısmı Cezayir'e yapılmış olup, 2012 ve 2013 yılları ihracat gelirleri karşılaştırıldığında önemli bir artış kaydedildiği görülmektedir. Bu artış 2013 yılında Cezayir devlet şirketi Cameg'den alınan 20.880.000 Euro'luk bir ihaleden kaynaklanmaktadır. İş Yatırım, bu büyüklükteki bir ihalenin her yıl tekrarlanmaması ihtimalinin bulunması gerekçesiyle söz konusu ihalenin finansallara olan etkisini normalize etmek amacıyla FAVÖK ve Net Kar kalemlerinde bir düzeltme işlemi yaptığını ifade etmiştir. Bu düzeltme etkisi yukarıdaki tabloda da görülmektedir.

Raporda, uluslararası benzer şirketler F/K çarpanından elde edilen 589,7 milyon Dolar tutarındaki özsermaye değerinin, uluslararası benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı ile BIST Sanayi Endeksi FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarından elde edilen özsermaye değerlerinden yüksek olması nedeniyle gözardı edildiği ifade edilmiştir. Bu kapsamda halka arz fiyatının tespitinde yukarıdaki tabloda yer alan 1,2 ve 3 numaralı özsermaye değerlerinin baz alındığı görülmektedir.

Defter Değeri Yöntemi

İş Yatırım tarafından hazırlanan raporun defter değeri yöntemi kısmında, Ulusoy Elektrik'in 30 Haziran 2014 tarihli bilançosunda yer alan özkaynak değerinden, Eylül ayında yapılan Olağanüstü Genel Kurul'da kararı alınan 40 milyon TL'lik temettü ödemesinin düşüldüğü ve , birim pay fiyatının 2,63 TL olarak bulunduğu belirtilmektedir. Ancak raporda bu yöntemin ağırlıklı olarak gayrimenkul şirketleri, yatırım / holding şirketleri ile gayri faal ve tasfiye halindeki şirket değerlemelerinde kullanılıyor olması gerekçesi ile Ulusoy Elektrik halka arz fiyatının tespitinde gözardı edildiği ifade edilmiştir.

Tüm bu veriler altında, İş Yatırım, Ulusoy Elektrik için ortalama özsermaye değerini 370,8 milyon \$ (829,8 milyon TL), ortalama hisse fiyatını da 20,75 TL olarak hesaplamıştır.

Değer Tespit Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Uluslararası Benzer Şirketler-FD/FAVÖK	33,33%	448,0 milyon \$
Seçilmiş BIST Sanayi Endeksi Şirketleri-FD/FAVÖK	33,33%	320,4 milyon \$
Seçilmiş BIST Sanayi Endeksi Şirketleri-F/K	33,33%	344,2 milyon \$

Ortalama Özsermaye Değeri	370,8 milyon \$
Hisse Adedi (milyon)	40,0
Ortalama Hisse Fiyatı (\$)	9,27 \$
Ortalama Hisse Fiyatı (TL)	20,75 TL

Halka Arz Fiyat Aralığı (TL)

13,40-16,0 TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İş Yatırım

Ziraat Yatırım olarak yaptığımız analizde, Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören ve nispeten Ulusoy Elektrik ile benzer faaliyette bulunan şirketler arasından seçtiğimiz beş şirketin F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının medyanları kullanılmıştır. Bu şirketlere ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Şirket Adı	Kodu	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD / SATIŞLAR
ANEL ELEKTRİK	ANELE	a.d	0,53	8,31	0,65
EMEK ELEKTRİK	EMKEL	-	0,72	13,01	0,68
GERSAN ELEKTRİK	GEREL	12,75	0,84	14,23	0,84
ORGE ENERJİ ELEKTRİK	ORGE	11,24	1,52	9,69	1,52
SANEL MÜHENDİSLİK	SANEL	12,81	2,57	11,54	1,15
SEKTÖR ORTALAMA		9,20	1,24	11,35	0,97
SEKTÖR MEDYAN		12,00	0,84	11,54	0,84

ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ (TL)					
Çarpan Ağırlıkları	30%	20%	20%	30%	
Çarpanlar	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK	
BIST-100 ENDEKSİ	846.256.953	210.245.573	263.258.680	862.316.366	607.272.846
YURTİÇİ SEKTÖR	880.265.407	120.828.569	2.842.271.514	75.943.402	879.482.659
				Tahmini Firma Değeri (TL)	743.377.753
				Net Borç (-) (TL)	-18.773.722
				TAHMİNİ ÖZSERMAYE DEĞERİ (TL)	762.151.475
				İskontosuz Birim Hisse Fiyatı (TL)	19,05

Yurtiçi sektör ve BIST 100 endeksine %50-50 olmak üzere eşit ağırlık verilmiştir. Ek olarak, F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına %30'ar, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarına da %20'şer ağırlık vererek yaptığımız hesaplamada tahmini firma değeri 743,4 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Net borç düşüldükten sonra ulaşılan tahmini özsermaye değeri 762,2 milyon TL olup, bu değer üzerinden birim pay değeri 19,05 TL olarak hesaplanmıştır.

V. Nihai Görüş

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan fiyat tespit raporunun genel olarak net, anlaşılır ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Raporda FD/FAVÖK ve F/K olmak üzere iki farklı çarpana dayanan çarpan analizine göre hesaplama yapılmış olması tarafımızca uygundur.

Uluslararası benzer şirketler medyan FD/FAVÖK çarpanından çıkan Özsermaye Değeri (Benzer Şirket FD/FAVÖK), seçilmiş BIST Sanayi Endeksi şirketleri medyan FD/FAVÖK çarpanından çıkan Özsermaye Değeri (BIST FD/FAVÖK) ve seçilmiş BIST Sanayi Endeksi şirketleri medyan F/K çarpanından çıkan Özsermaye Değeri (BIST F/K) olmak üzere bulunan üç Özsermaye Değeri'ne eşit ağırlık verilmesinin kabul edilebilir nitelikte olduğunu düşünüyoruz.

Özsermaye değeri hesabında kullanılan net borç tutarında Ulusoy Elektrik'in Eylül ayında yapılan Olağanüstü Genel Kurul'da kararı alınan 40 milyon TL'lik temettü ödemesinin düşülmüş olması, makul değer hesabı için önemli bir unsur olarak nitelendirilebilir. Yine aynı şekilde, Ulusoy Elektrik'in 2013 yılında Cezayir Devlet şirketi Cameg'den aldığı 20.880.000 Euro tutarlı ihalenin finansallara olan etkisini normalize etmek amacıyla, toplam ihale gelirinin 2013 ve 2014 yıllarına eşit dağılacağına ilişkin varsayımla FAVÖK ve Net Kar kalemlerinde yapılan düzeltme de makul bir değer tespiti yapıma çabası açısından olumludur. Ek olarak uluslararası benzer şirketler F/K çarpanından çıkan 589,7 milyon Dolar tutarındaki özsermaye değerinin diğer 3 değerden (Benzer Şirket FD/FAVÖK, BIST FD/FAVÖK ve BIST F/K) yüksek olduğu için göz ardı edilmesi de yatırımcılar açısından olumludur.

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan fiyat tespit raporunda bulunan ve 13,40-16,0 TL halka arz fiyat aralığı ile hesaplanan 536,0-640,0 milyon TL düzeyindeki piyasa değerinin yukarıda detayları verilen çarpan analizimize göre %16-30 arasında iskontolu olduğunu 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. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.