

Ulusoy Elektrik büyümesi ile dikkat çekiyor...

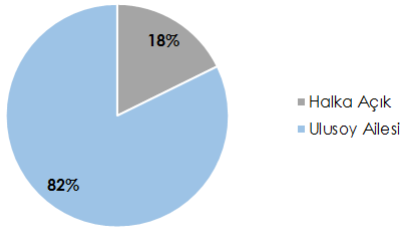
Analiz - Yorum

08 Ağustos 2018

ÖZET BİLGİLER

1985 yılında bir mühendislik şirketi olarak kurulan Ulusoy Elektrik A.Ş., Elektromekanik sanayi alanında faaliyet göstermekte olup, orta gerilim elektrik dağıtım ve koruma sistemlerinde kullanılmakta olan teçhizatların dizaynını, üretimini ve satışını gerçekleştirmektedir. Ankara ASO 1. Organize Sanayi Bölgesi, Temelli Anadolu Organize Sanayi Bölgesi ve Endonezya Cikarang Organize Sanayi Bölgesi'nde, toplamda 83.000 m² alan üzerinde 56.000 m²'lik kapalı alana sahip 3 üretim tesisinde faaliyetlerine devam etmektedir. Üretim 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, trafolar, alçak ve orta gerilim kablo aksesuarları üretilmektedir. Şirket üretimde dikey entegrasyon stratejisini benimsemiştir. Koruma röleleri dışında tüm ana ürün parçaları şirket tarafından tasarlanmakta ve üretilmektedir. Şirketin mevcut durumda 80 milyon TL ödenmiş sermayesi bulunmaktadır. Şirket'in yönetim kontrolü Ulusoy Ailesi'ne ait olup, fiili dolaşımdaki pay oranı %17,72 ve fiili dolaşımdaki pay tutarı 14 milyon TL'dir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi, her biri 1 TL nominal değerinde 8 milyon adet A Grubu nama yazılı, 72 milyon adet B Grubu nama yazılı olmak üzere toplam 80 milyon adet paydan oluşmaktadır.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Ulusoy Elektrik

Sermaye Yapısı

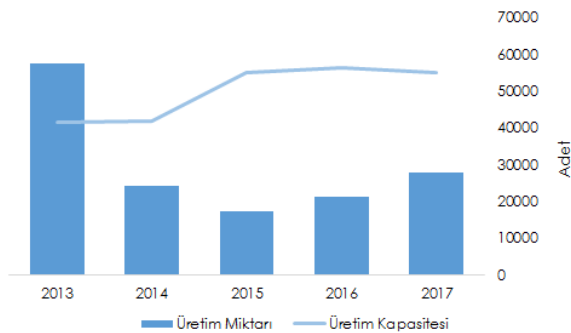
Grup	Pay (Adet)	Nominal (TL)
A Grubu	8 Milyon Adet	8 Milyon TL
B Grubu	72 Milyon Adet	72 Milyon TL
TOPLAM	80 Milyon Adet	80 Milyon TL

Üretim

Şirket, 2017 yıl sonundaki toplam 54,950 adet şeklindeki, son 5 yılda %32 artan yüksek üretim kapasitesi ile verimlilik esaslı (düşük kayıplı ve yüksek verimli) üretim anlayışını benimsemesi nedeniyle uluslararası büyük firmalarla rekabette avantaj sağlamaktadır.

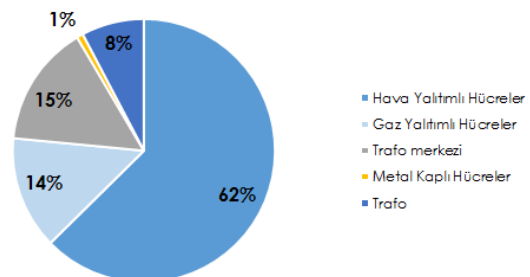
Şirketin üretim miktarı 2017 yıl sonunda toplam 27,935 şeklinde gerçekleşerek geçen yılın aynı dönemine göre %31 artmıştır. 2017 yıl sonundaki kapasite kullanım oranı ise %50 şeklinde gerçekleşerek, bir önceki yılın kapasite kullanım oranına göre %13 artmıştır. Üretilen ürünlerde en çok satış geliri elde edilen hava yalıtımlı hücreler, toplam üretimin %62'sini oluşturarak ilk sırada yer almıştır.

Üretim Miktarı ve Üretim Kapasitesi



Kaynak: Ulusoy Elektrik

Üretilen Ürünlerin Dağılımı (2017 - Adet Bazında)



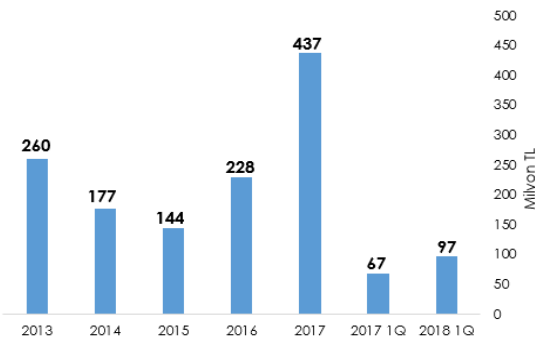
Kaynak: Ulusoy Elektrik

Satış Hacmi ve Satışların Dağılımı

Şirketin satış hacminin gelişmesine katkı sağlayan en önemli etken, Türkiye'deki elektrik dağıtım şirketi, üretim santralleri, sanayi, konut ve altyapı yatırımlarının artarak devam etmesidir. Uluslararası pazarlarda mevcut portföylerine ek olarak Dubai, Tunus, Irak, Kazakistan, Latin Amerika ve Avrupa bölgelerinde de satışlarında büyümeye devam etmekte ve buna paralel olarak özellikle yurtdışı satış gelirlerinin artış hızında yüksek bir ivme yakalamıştır.

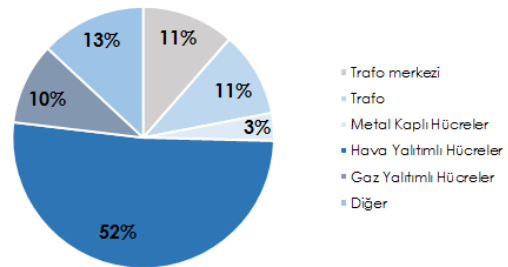
Satışların toplam gelirleri 2018 1.Çeyrekte 97 milyon TL şeklinde gerçekleşerek, geçen yılın aynı dönemine göre %44 artmıştır, FAVÖK ise 18,5 milyon TL şeklinde gerçekleşerek geçen yılın aynı dönemine göre %55 artmıştır. 2018 1.Çeyrekte yurtiçinde gerçekleşen satış gelirleri 61 milyon TL ile geçen yılın aynı dönemine göre %28 ve yurtdışında gerçekleşen satış gelirleri 36 milyon TL ile %90 artmıştır. 2017 toplam satış gelirleri, bir önceki yıl sonu toplam satış gelirlerine göre %91 artmıştır. Son 5 yılda ise toplam gelirler %44 artmıştır. 2017 yıl sonunda 437 milyon TL şeklinde gerçekleşen toplam satış gelirlerinin ürün bazında dağılımına bakıldığında, gelirlerin %52'lik kısmını 225 milyon TL ile hava yalıtımlı hücreler oluşturmaktadır.

Toplam Satış Hacmi



Kaynak: Ulusoy Elektrik

Satış Gelirlerinin Ürün Bazında Dağılımı (2017- TL Bazında)



Kaynak: Ulusoy Elektrik

Ürün Taleplerindeki Artış Potansiyeli ve Faaliyetlere İlişkin Gelişmeler

Elektrik tüketimindeki artış, şirketin sunmuş olduğu ürünlere yönelik taleplerdeki artışa neden olan başlıca unsurlardan biridir, söz konusu tüketimdeki artış, şirketi üretim, dağıtım ve iletim alanlarında yapılacak genişleme, yenileme ve iyileşmeye yönelik yeni yatırımlara teşvik etmektedir.

Bunun yanı sıra şirketin enerji verimliliği ve tasarrufu sağlamaya yönelik yapmayı planladığı yenilenebilir enerji üretim tesislerine yapılan yatırımlar ile dağıtım ve iletim kayıp kaçaklarının önlenmesine ilişkin yeni yatırımları, artan ürün taleplerine yönelik hazırlanmaktadır.

Şirket Türkiye ve Cezayir pazarlarındaki pozisyonunun yanı sıra, Irak, Rusya, Türkmenistan, Endonezya, Kuzey & Batı Afrika, ESBÜ, Ortadoğu ve Güney Amerika ihracat pazarlarında da aktif durumdadır. İş geliştirme faaliyetlerinin sonucu olarak; uluslararası pazarlarda mevcut portföyüne ek olarak Dubai, Tunus, Irak, Kazakistan ve Latin Amerika bölgelerinde de satışları artış göstermektedir. Almanya'da açmış olduğu Avrupa Bölgesi satış ofisinin iş geliştirme faaliyetleriyle, Avrupa pazarındaki satışları artmaya devam etmektedir. Hedeflenen pazarlarda, ürünlerin akreditasyonu ile ilgili çalışmaların yanı sıra, Ar-Ge faaliyetlerimizde, yeni pazarlara uygun ürün geliştirme çalışmalarını sürdürmektedir.

DEĞERLEMELER

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme (BIST Sanayi ve Genel Ortalama ile)

Ulusoy Elektrik, 2018 Mart dönemi sonunda 4.17 milyon \$ net kar açıklamıştır. Buna göre şirket için yıl sonu beklentilerimiz 30.69 milyon \$ net kar açıklaması yönündedir. Fiyat/Kazanç çarpanına göre hisse başı değer hesaplamasını BIST Sanayi ve BIST Genel çarpan ortalamalarını kullanarak yaptık. Şirketin Fiyat/Kazanç çarpanını BIST Sanayi ve BIST genel ortalama çarpanları ile karşılaştırıldığında iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 5.29 \$ (BIST Sanayi ortalama - 27.79 TL) ve 3.25 \$ (BIST genel ortalama - 17.06 TL) olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon \$)	2018 Tahmini Net Kar (milyon \$)	Ulusoy Elektrik	BIST Sanayi Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	183.59	30.69	5.98	13.80	423.52	5.29	27.79

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon \$)	2018 Tahmini Net Kar (milyon \$)	Ulusoy Elektrik	BIST Genel Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	183.59	30.69	5.98	8.47	259.94	3.25	17.06

Satışlara Göre Değerleme

2018 Mart sonu itibarıyla 25.50 milyon \$ ciro yapmış olan şirket için 2018 sonu ciro beklentimiz yaklaşık 159 milyon \$ seviyelerindedir. Şirketin 175.93 milyon \$'lık firma değeri baz alındığında Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 1.11x hesaplamaktayız ve BIST Sanayi şirketleri ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %23 primli ve tahmini hisse değerini ise 1.89 \$ (9.94TL) bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon \$)	2018 Satışlar Tahmini (milyon \$)	Ulusoy Elektrik	BIST Sanayi Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	175.93	159.00	1.11	0.90	151.40	1.89	9.94

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 Mart döneminde 4.85 milyon \$ FAVÖK açıklamış olup, yıl sonu beklentimiz 39.63 milyon \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin firma değerine göre Firma Değeri/FAVÖK 4.44x olarak hesaplanmış olup BIST Sanayi şirketleri ortalama 8.00x çarpanından işlem görmektedir. Buna göre şirket yüzde 45% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 325.34 milyon \$ ve tahmini hisse değerinin ise 4.07 \$ (21.35 TL) olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon \$)	2018 FAVÖK Tahmini (milyon \$)	Ulusoy Elektrik	BIST Sanayi Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	175.93	39.63	4.44	8.00	325.34	4.07	21.35

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin 2018 tahmini özsermayesi 76.11 milyon \$ tahmin etmekte olup, şirketin piyasa değeri/defter değeri çarpanını BIST genel ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %13 primli işlem görmektedir, tahmini hisse başı değerini 1.95 \$ (10.26 TL) olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon \$)	Defter Değeri	Ulusoy Elektrik	BIST Genel Ortalama	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	183.59	81.59	2.25	2.00	156.37	1.95	10.26

Sonuç

Ulusoy Elektrik için yaptığımız piyasa çarpanları karşılaştırma yöntemine göre olması gereken ortalama fiyatı 17.44 TL olarak hesaplamaktayız. Şirket 07/08/2018 kapanışına göre 11.19 TL den işlem görmüştür. Mevcut durumda üretim kapasitesinin yaklaşık yarısını kullanmakta olan şirketin yurtdışı satış kanalları son yıllarda ciddi oranda artmıştır. İhracat pazarlarında ülke çeşitliliğini arttırarak yoğunlaşma riskini azaltmıştır. Şirket üretiminin bir kısmını yurtdışında yapmaya ve yurtdışı satışlarını güçlendirmeye çalışmaktadır. Şirket mevcut kullandığı kapasitesinin daha üzerinde bir kapasite ile çalıştığı takdirde kar marjı daha fazla artabilecek. Ayrıca global ekonomik riskler ve kur riskleri dikkate alındığında şirketin net nakit pozisyonunda olması (net finansal borcu olmaması), yurtdışı satışlarının döviz bazlı gelir elde etmesi şirketin finansal risklerini düşürmektedir. Mevcut durumda yurtiçinde faizlerin ve döviz kurlarının yükseldiği bu ortamda şirketin mevcut güçlü ve korunaklı finansal yapısı nedeni ile BIST'te en çok tercih edilen şirketlerden arasında olmaya devam etmesini beklemekteyiz. Ürün segmentasyonuna bakıldığında şirketin spesifik ve özel ürünler üretmesi, şirketin fazla rakibi olmaması Ulusoy Elektrik'e avantaj sağlamaktadır. Sonuç olarak yaptığımız değerlemeler bazında Ulusoy Elektrik için tahmini 17.44 TL hedef fiyatımıza göre %56 getiri potansiyeli içermektedir. Buna göre pozitif piyasa şartlarında şirketin fiyatlarında yukarı yönlü bir hareket bekleyebiliriz.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyon\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme (BIST Sınai Ortalama ile)	5.98	13.80	423.52	5.29	28.06
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme (BIST Genel Ortalama ile)	5.98	8.47	259.94	3.25	17.22
Satışlara Göre Değerleme	1.11	0.90	151.40	1.89	10.03
FAVÖK'e göre değerlendirme	4.44	8.00	325.34	4.07	21.55
Defter Değerine Göre Değerleme	2.25	2.00	325.34	1.95	10.36
Ortalama					17.44
Hisse Kapanış Fiyatı					11.15
Potansiyel (Yön-%)				Yükseliş	56%

Varsayımlar

*USD/TRY kuru 5.30 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 07/08/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 11.15 üzerinden alınmıştır.

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon \$	2016	2017	2018 Yılı Sonu Tahmini	2017 1Q	2018 1Q
Totam Gelirler	75	120	159	18	26
Toplam Giderler	-60	120	-111	-15	-21
Operasyonel Gelirler	15	29	48	3	4
FAVÖK	17	31	40	3	5
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	0	0	1	0	1
Net Finansal Gelirler	-1	0	-1	0	0
Vergi Öncesi Net Kar	15	29	37	3	5
Vergi	3	5	7	1	1
Net Kar/Zarar	12	24	31	2	4

Marjlar	2016	2017	2018 Yılı Sonu Tahmini	2017 1Q	2018 1Q
Faaliyet Kar Marjı	19.9%	24.3%	30.2%	16.2%	17.5%
FAVÖK Marjı	21.9%	25.5%	24.9%	17.8%	19.0%
Net Kar Marjı	15.8%	19.9%	19.3%	13.6%	16.4%

Bilanço Büyüklükleri	2016	2017	2018 Yılı Sonu Tahmini	2017 1Q	2018 1Q
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	3	3	3	3	2
Net Borç	2	7	8	4	8
Özsermaye	38	54	82	40	55
Ödenmiş Sermaye	11	10	13	11	10



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL

+90 212 370 22 22

www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA

+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR

+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.