

QUA

Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

8 Mart 2021

İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Temel Yatırım Unsurları	8
• Riskler	10
• Değerleme Özeti	11
• Şirket Profili	12
• Ürünler	16
• Müşteriler & Tedarikçiler	17
• Satışlar	18
• Maliyetler	20
• Yatırımlar	21
• Finansallar	22
• Kovid Etkisi	28
• Değerleme	29
• Sektör	49

QUA

KISALTMALAR

Kısaltma	
A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GSYF	Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
İnfo Yatırım	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri A.Ş. (Şirket) arasında 4 Mart 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. ("A member firm of Ernst & Young Global Limited") tarafından 2018-2019 ve 2020 yılları için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, Şirket yönetiminin 10 yıllık iş planına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 8 Mart 2021'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler**Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı**

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 8 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırım, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirme projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

QUA GRANİTE FİYAT TESPİT RAPORU

Sektörün Güçlü Şirketi

- 1** Türkiye'nin en büyük teknik granit üreticisi. Şirket, Temmuz 2015'te kurulmuş olup, üretim faaliyetlerine Temmuz 2016'da Aydın Söke OSB'de 232.965 m²'lik arazi içerisinde **70.000 m² kapalı alanda** başlamış, fabrika alanı yapılan ilaveler ile 79.630 m²'ye yükselmiştir. Şirket'in faaliyet konusu yurt içinde ve yurt dışında yer ve duvar seramiği, yer ve duvar kerosu, vitrifiye ürünleri ve teknik granit üretmektir. Şirket, seramik, vitrifiye, teknik granit ve karo hammaddeleri ile yapıştırıcıları üretimi, alım satımı, ithalat ve ihracatı yapmaktadır. Şirket, yer kaplama sektöründeki en yüksek katma değere sahip ürün grubu olan teknik granit ve sırlı granit (granit karo) üretmek üzere yatırımlarına başlamış ve Temmuz 2016'da 5,5 milyon m² kapasiteli birinci hattını faaliyete geçirmiştir. Birinci hattın optimum doluluğa ulaşması, ölçek ekonomisinden faydalanılması ve ihracata yoğunlaşılması adına ikinci hattın temeli 2016 yılında atılmış ve Haziran 2017'de 5,5 milyon m² kapasite ile 2. üretim hattı faaliyete geçmiştir. Bu yatırımla birlikte, Şirket'in toplam üretim kapasitesi **11 milyon m²'ye** ulaşmış olup, **Türkiye'nin sadece teknik granit üretimi yapan en büyük tesisi haline** gelmiştir. Şirket'in sektördeki şirketlerden en büyük farkı sadece teknik granit üretimine odaklanması ve bu bağlamda tüm üretim kapasitesi ve teknolojik altyapısını buna uygun olarak dizayn etmesidir. Dünyada bu sektörde el değmeden üretimin tüm aşamalarını tamamlayan ve hammaddeden bitmiş mamule 80 dakika kadar kısa sürede hızlı üretim yapabilen çok az sayıda firma bulunmaktadır.
- 2** **Ana Ortak Ali Ercan.** Şirket'in ana ortağı olan Ali Ercan, Qua'yı kurmadan önce Türkiye'nin en büyük üretim kapasitelerinden birine sahip ve seramik sektöründe önde gelen ilk 5 markasından biri olan ilişkili taraf şirketi Bien Seramik'te uzun yıllar çeşitli kademelerde yönetici olarak çalışmıştır. Aile şirketlerinde elde ettiği deneyim ve birikim ile sadece yurt içinde değil aynı zamanda yurt dışındaki yüksek katma değerli teknik granit ürün ihtiyacını ve piyasanın rekabetçi fiyat beklentisini Qua'yı kurarak karşılamayı hedeflemiştir.
- 3** **2021 yılında 493,4 mn TL kapasite artırıcı yatırım.** Şirket'in 2020 yılında kapasite kullanım oranı %96,6 seviyesindedir. Yüksek talebi karşılamak için ilişkili taraf şirketi Bien Seramik'e ürün ürettirilerek ticari mal satış geliri elde edilmiştir. Şirket'in 2020 yılında önemli oranda ticari mal satış geliri bulunurken, söz konusu gelirin büyük bir kısmı Avrupa'ya satılmıştır. Hem ticari mal satışının portföy ağırlığını azaltıp kar marjını artırmak hem de Bien Seramik ile olan ilişkiyi azaltmak için 2021 yılında yaklaşık **493,4 mn TL** kapasite yatırımı yapılacak ve Eylül 2021 itibarıyla toplamda 15 milyon m² kapasiteli 2 hat devreye alınacaktır. 3. hattın devreye alınacağı 2022 Ocak'ta **toplam kapasite 11 milyon m²'den 33,5 mn m²'ye** çıkarılmış olacaktır. Yeni yatırım 2021 yılında karlılığı artıracak olmakla birlikte tam etki 2022 yılına yansımaktadır. Yeni yatırım sadece kapasiteyi yaklaşık 3 katına çıkarmakla kalmayacak ticari mal portföyünün satış payının azalması ile kar marjını da artıracaktır.
- 4** **Vergi Avantajı.** Şirket'in yüksek yatırım planlaması nedeniyle 2027 yılına kadar devam edecek vergi avantajı bulunmaktadır. Şirket son 3 yılda düşük oranda vergi öderken projeksiyon döneminde ortalama beklenen vergi oranı %10,2'dir. **Bu durum Şirket'in değerlendirme çarpanlarını yukarı çekici bir etkiye sahiptir.**

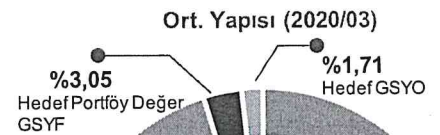
Değer	mTL
Piyasa Değeri	1.728
Net Borç (2020)	180
Firma Değeri	1.909
Bilanço (mTL)	2020
Dön. Varlıklar	432,0
Duran Varlıklar	274,8
Aktifler	706,8
Kısa Vad. Borç.	299,1
Uzun Vad. Borç.	68,2
Özkaynak	339,5
Finansal Borç	205,0

Değer Çarpanları

EV/EBITDA20	8,5x
F/K20	12,0x
PD/DD20	5,1x
EV/Satış20	2,7x
Net Borç/EBITDA20	0,8x

Piyasa Çarpanları

	EV/EBITDA20
Yurtiçi Çarpanlar	8,2x
Yurtdışı Çarpanlar	10,7x
BİST Seçilmiş	11,7x
BİST Taş Toprak	12,2x
Yıldız Pazar	10,1x
Sınai Endeksi	10,8x
BİST Tüm	10,4x

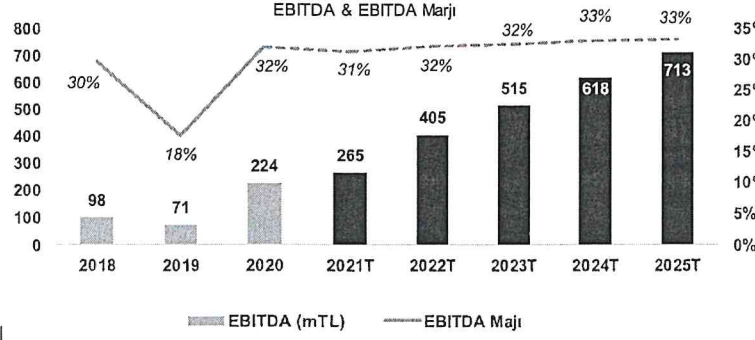


Gelir Tablosu (mTL)	2019	2020	2021T
Net Satışlar	403,8	702,8	849,9
EBITDA	71,0	224,5	265,0
EBITDA Marjı	18%	32%	31%
Net Kar	13,2	144,5	m.d.

QUA

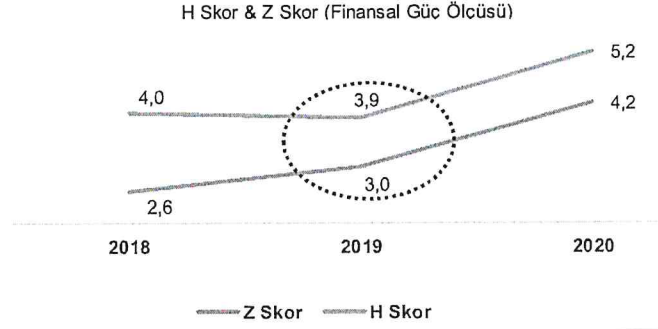
Yatırım Tezi

Grafik:1 Katma değerli ürün portföyü, döviz cinsi gelir ve ağırlıklı TL bazlı hammadde yüksek EBITDA marjı doğuruyor...



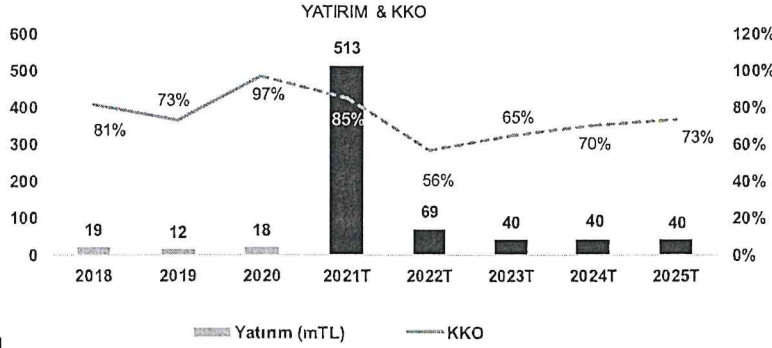
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2018-2020 döneminde güçlü mali veriler...



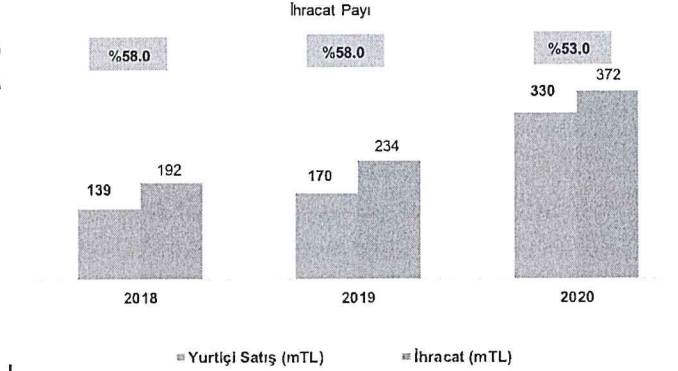
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaretleri verir.
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmini, Omer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

Grafik:3 Mevcut kapasitenin dolması sonrası 2021'de yüksek yatırım planı ile Amerika pazarına giriş yapılacaktır...



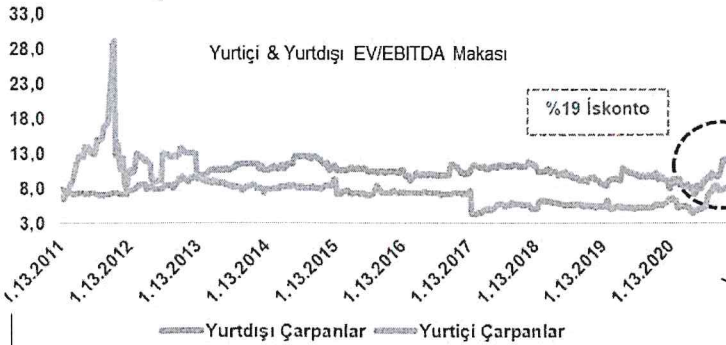
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 Yurtiçi pazar daraldığında Qua Granite yurtdışı pazara yönelmekte ve iç piyasa kompanse etmektedir...



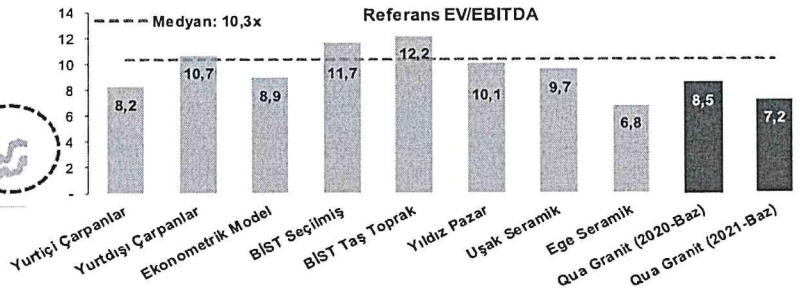
Kaynak: Şirket

Grafik:5 2011-2020 arasında yurtiçi sektör çarpanları yurtdışına göre ortalama %40 iskonto ile işlem görürken son dönemde iskonto azalmıştır...



Kaynak: Bloomberg

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

QUA

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, büyüme beklentisi, özkaynakların verimli kullanımı, borçluluk ve getiri açısından sektör şirketlerine göre oldukça güçlü bir konumda yer alıyor

Olumlu değerlendirme görüşü. Şirket, uluslararası rakiplerine göre kapasite kullanım oranının yüksekliği, verimlilik ve ölçek ekonomisinin etkisiyle yüksek EBITDA marjı ile çalışmaktadır. Şirket, güçlü EBITDA büyümesi, ortalamasının altında borçluluk, özkaynakların verimli kullanımı (yüksek ROE) ile sektördeki şirketlerden pozitif anlamda ayrılmaktadır. Şirket gelirlerinin %53,0'ü dövizle endeksli oluşurken maliyetlerdeki döviz etkisi daha düşüktür. 2020 yılındaki güçlü büyüme önemli bir hikaye oluştururken, 2021 yılında 493,4 mn TL'lik kapasite artırıcı yatırım ile Şirket yeni bir seviyeye geçmeyi planlamaktadır.

Katma değerli ürün yüksek kar marjı yaratmakta. Teknik granit katma değeri yüksek özel bir üründür. Ürünün pişirme teknolojisi diğer seramik türlerine göre (standart ve sırlı) daha zor ve pahalıdır. Şirketin teknik granit üretim hattı yaklaşık 1 km uzunluğundadır. Şirket bir ARGE merkezi olmamakla birlikte, ürün desen ve çeşitliliği için her yıl ürün geliştirme olarak Ar-Ge harcaması gerçekleştirilmektedir.

Katma değerli ürün

Türkiye'de sadece teknik granit üreten tek fabrika. Şirket'in faaliyetleri öncesi, yurtiçi piyasadaki teknik granit talebi başta Çin'den olmak üzere ithalat ile karşılanırken, teknik granitin Şirket'in Söke'deki fabrikasında üretilmeye başlanması ile daha kaliteli ürünlerin daha uygun fiyatlarla pazarda satılma imkanı doğmuştur. Sadece teknik granit üretimine odaklanan ve altyapısı buna göre dizayn edilen Şirket'in 80 dakikada ürettiği ürünler, diğer seramik fabrikalarında 1 hafta gibi bir sürede üretilmektedir. Yüksek makine parkuru teknolojisi ve sadece söz konusu ürüne odaklı çalışma prensibi şirketin ürün maliyetlerini düşürerek rekabetçi bir avantaj sağlamaktadır.

2021 yılında 493,4 mn TL kapasite yatırımı

İş modelinin kopyalanması için yüksek yatırım ihtiyacı. Şirketin mevcut 2 hattının bugünkü yeniden kurulma değeri yaklaşık 50 mn Euro seviyesindedir. Mevcut yapının kurulması için gerekli 200 mn TL işletme sermayesi düşünüldüğünde, ancak yüksek sermaye ile mevcut iş modeli kopyalanabilmekte ve sektöre giriş yapılabilmektedir.

Toplam kapasite 11 mn metrekareden 33,5 mn metrekareye yükselecek

2021 yılında 493,4 mn TL kapasite artırıcı yatırım. Şirket'in 2020 yılı kapasite kullanım oranı %96,6 seviyesindedir. Yüksek talebi karşılamak için ilişkili taraf şirketine ürün ürettirilmekte ve ticari gelir elde edilmektedir. 2020 yılında önemli tutarda ticari mal satış geliri elde edilirken, söz konusu ürünlerin büyük bir kısmı Avrupa'ya satılmıştır. Hem ticari mal satışının portföy ağırlığını azaltıp kar marjını artırmak hem de ilişkili taraf alım satımlarını azaltmak için 2021 yılında yaklaşık 493,4 mn TL kapasite yatırımı yapılacaktır ve Eylül 2021 itibarıyla 2 yeni hat devreye alınacaktır. Ocak 2022'de devreye alınacak 3. hat ile birlikte toplam kapasite 11 milyon m²'den 33,5 mn m²'ye çıkarılmış olacaktır. Yeni yatırım 2021 yılında karlılığı artıracak olmakla birlikte tam etki 2022 yılına yansımaktadır.

Teknik granitin su emme derecesi diğer seramiklerden çok daha düşüktür. Şirket yurtiçinde 29 bayi ve yurtdışında büyük distribütörlere ve yapı market zincirlerine ürün satmakla birlikte üründe nihai kullanıcılar lüks konut, AVM, rezidans üreten müteahhitlerdir. Seramik karolar su emme derecelerinin yüksek olması nedeniyle sıcak ve soğuk farklarında, içlerinde bulundukları suyun etkisiyle çatlama yaparken teknik granitin su emme oranı çok düşük olduğu için iç mekan ve dış cephe kaplamalarda kullanılmaktadır. Ürün lüks konutlarda iç mimaride de kullanılmaktadır.

2021 yılında güçlü bir şekilde ABD pazarına giriş

Yeni yatırım kar marjını artırmakla birlikte ABD kapasitesini artıracaktır. ABD yatırımı için depo yatırımı tamamlandı. ABD güçlü tüketimi ile dünyanın en büyük pazarı konumundadır. ABD'ye ürün satışı için yüksek talebin hızlı karşılanması gerekmektedir. Yeni kapasitenin yaklaşık 2 milyon m²'lik kısmının ABD'ye satılması öngörülmektedir. ABD'ye ürün satışı için ekipler kurulmuş ve depo yatırımı tamamlanmıştır. Şirket pazarlama faaliyetlerine, kapasite artışı ile birlikte ağırlık verecektir.

Ortaklık yapısında kurumsal yatırımcı

Güçlü Sermaye ve Özkaynak Yapısı. 2020 sonu itibarıyla Şirket'in sermayesi 105 mn TL seviyesindedir. Kurulardan itibaren elde edilen karlılığın sermayeye eklenmesi ile birlikte Şirket'in özkaynak yapısı da güçlenmektedir. Kapasite artırımı yatırımına başlayan Şirket halka arz sürecine girmiş ve halka arz öncesi kurumsal yatırımcı olarak Hedef GSYO ve Hedef GSYF Şirket'e yatırım yapmıştır.

QUA

Sektördeki şirketlere nazaran düşük karşılıklar

Düşük stok ve ticari alacak değer düşüklüğü karşılığı. Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürünler moda trendlerine sahip olmakla birlikte bu durum Şirket özelinde önemli bir stok değer düşüklüğü riski yaratmamaktadır. Zira Şirket sipariş usulü çalışmakta ve mevcut durumda talebe yetişemediği için ticari mal alıp satmaktadır. Ayrıca diğer seramik üreticilerinde yer, duvar ve dekor gibi farklı ürün grupları olması nedeniyle çok sayıda ürün tipi bulurken Şirket'in ürünlerinin hem duvar hem de yer döşemesinde kullanılması ve ölçülerin standart olması nedeniyle daha konsantre ürün portföyü bulunmaktadır. Bu durum Şirket'in stok tutma süresini rakiplerine göre ciddi şekilde azaltmaktadır. Bağımsız denetim raporunda son 3 yılda stok ve ticari alacakları için düşük karşılık ayrıldığı dikkat çekmektedir.

Şirketin en büyük pazarı satın alma gücü yüksek AB ülkeleri

İhracatın %80'i AB ülkelerine. Şirket ihracatının %80'i AB ülkelerine gerçekleştirilmektedir. Ürünün lüks segmentte yer alması satın alma gücü yüksek olan Avrupa ülkelerini ana müşteri yapmaktadır. Son yıllarda Şirket gelirlerinin yarısından fazlası ihracattan kaydedilmiştir. Şirket, yüksek ihracatı nedeniyle gümrüklerden hızlı ve montanlı mal çekışı ve satışı için devlet tarafından sağlanmış onaylanmış kişi statü belgesi ve KDV iadelerini indirimli teminat yoluyla düşük finansman koşullarında ve makul sürelerde alma imkanı veren ITUS sertifikasına sahiptir.

Gelirlerin önemli bir kısmı döviz cinsinden**En büyük rakipler olan Avrupalı üreticilere göre işçilik ve operasyonel maliyetlerde avantaj**

Rekabet avantajı. Avrupa ülkeleri ihracatta genelde birinci kalite ürün talep etmekte ve ürün AB'ye yüksek fiyattan satılmaktadır. AB'de Şirket'in en büyük rakipleri başta İtalya ve İspanya olmak üzere Avrupalı üreticilerdir. Söz konusu firmalara göre Şirket'in başta personel, elektrik ve doğalgaz olmak üzere operasyonel maliyet avantajları bulunmaktadır. Bununla birlikte Şirket'in hammadde maliyeti büyük oranda TL bazlıdır. Bu durum rekabet avantajı yaratmaktadır. Şirket AB'ye olan satışlarını toptancılar, büyük distribütörler ve zincir yapı marketler kanalıyla gerçekleştirmektedir. Dünyada en büyük üretici Çin olmakla birlikte teknik granit niş bir ürün olduğu için Çinli firmalar önemli bir rekabet yaratmamaktadır.

Yatırım teşvik belgesi kapsamında şirketin vergi indirimi bulunmakta

Vergi avantajı. Şirket'in yüksek yatırım gerçekleştirmesi nedeniyle projeksiyon döneminde vergi avantajı bulunmaktadır. Şirket son 3 yılda önemli bir vergi ödemeyen projeksiyon döneminde ortalama beklenen vergi oranı %10,2'dir. Bu durum Şirket'in değerlendirme çarpanlarını yukarı çekici bir etkiye sahiptir.

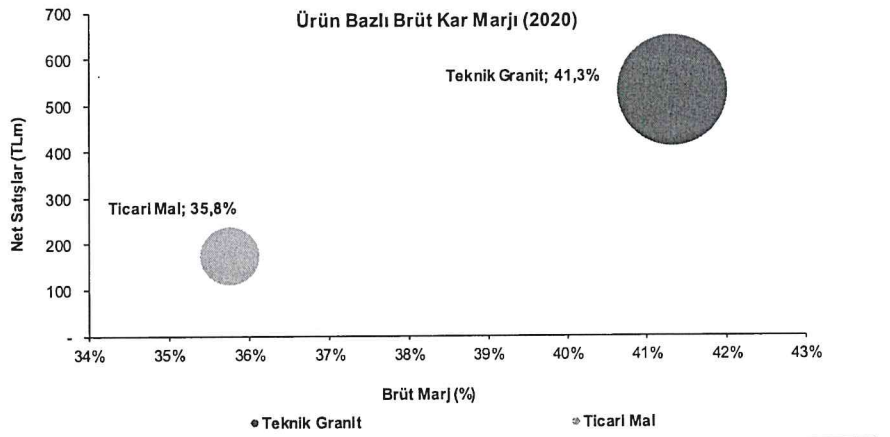
Yeni yatırım ile yükselecek kar marjı

Yüksek brüt kar marjı. Şirket'in tesislerinde üretilen teknik granitin ortalamada brüt kar marjı amortisman hariç %41,3 seviyesindedir. 2021 yatırımı ile Şirket ilişkili taraf firmasından olan ticari mal alımlarını azaltacak ve bu durum projeksiyon döneminde Şirket'in brüt kar marjını yukarı çekebilecektir. Zira ürünün ticari mal segmentinde brüt marjı yaklaşık %35,8'dir. Artan kar marjı ile beraber transfer fiyatlandırması riski de azalmış olacaktır.

Pandemi sonrası çevre ülkelerin talebi Türkiye'ye kayabilir

Pandemi ile tedarik çeşitlenmesi. Pandemi ile Uzak Doğu ülkelerinin üretimi azalırken, dünyada en büyük üretici olan Çin bu durumdan etkilenmektedir. Pandemi sonrası gündeme gelen tedarik zincirlerinin çeşitlenmesi ile Çin yerine yeni alternatifler ön plana çıkacaktır. Bu anlamda çevre ülkelerin Çin ithalatı kısmen Türkiye ile çeşitlenebilir. Türkiye'de seramik sektörü zengin bir geleneğe ve bilgi birikimine sahiptir. Hem Avrupa hem de Orta Doğu ve Afrika'ya yakınlık önemli bir avantaj olarak görülmektedir.

Grafik: 7 Şirket gelirlerinin önemli bir kısmı Teknik Granit üretiminden kaynaklanırken en büyük müşteri Avrupa ülkeleridir. Ürünün ticari mal segmentindeki kar marjı dahi dikkat çekici boyutta...



Riskler

Lüks segment ürünü. Ürünün lüks segmentte yer alması kriz yıllarında iç talebi düşürmektedir. Bununla birlikte Şirket bu riski yüksek ihracat ve katma değeri yüksek AB satışları ile dengelemektedir.

İnşaat sektörü tek müşteri

İnşaat sektörüne bağımlılık. Şirket'in distribütör ve bayileri büyük oranda inşaat sektörüne mal tedariki sağlamaktadır. Bu durum Şirket'i yurtiçi piyasada inşaat sektörüne bağımlı kılmaktadır. Tek sektöre bağımlılık faizlerin yükseldiği dönemlerde Şirket'i iç talep riskine maruz bırakmaktadır. 2019 yılında inşaat sektöründeki daralma ile tecrübe edildiği üzere iç piyasada talebin düştüğü yıllarda Şirket ihracata yönelmekte ve iç piyasa riskini azaltmaktadır. 2019 yılında Şirket'in ihracat gelirlerindeki artışın temel nedeni iç piyasada artan faizlerle talebin daralması ve daha fazla yurtdışı piyasalara odaklanmasıdır.

Elektrik ve doğalgaz fiyatları döviz endeksli

En büyük maliyet elektrik ve doğalgaz. Şirket'in hammadde maliyeti TL bazlı olmakla birlikte maliyetlerin yaklaşık %21,3'ü olan elektrik ve doğalgaz dolara endeksli. 2018 yılındaki döviz kurlarındaki yükselişin etkisiyle artan maliyetler sonucu 2019 yılında şirketin birim doğalgaz ve elektrik maliyetleri yüksek oranda artmış ve bu durum ürün fiyatlarına kısmen 2019'da yansıtılabildi. Şirket'in brüt kar marjı 2019 yılında dramatik bir şekilde azalırken talebin güçlendiği 2020 yılında söz konusu maliyetler fiyata yansıtılmış ve Şirket önemli bir gelir artışını yüksek kar marjı ile elde etmiştir.

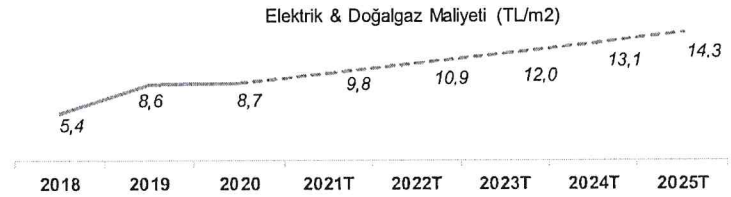
Düşük marka algısı

Düşük marka algısı. Şirket, 2020 yılında ürünlerini yurtdışına (özellikle Avrupa) birim bazlı ortalama 67,2 TL'den satarken Şirket'in en büyük rakipleri olan Avrupalı firmalar 300 TL'den satış gerçekleştirmektedir. Fiyat farkının temel nedeni marka algısıdır. Şirket ürünlerini ağırlıklı olarak distribütör ve zincir yapı marketlerine satarken, rakipler önemli marka yatırımı yapmakta ve nihai müşteriye yerel mağazaları kanalıyla ürün satmaktadır.

Politik riskler

Siyasi gerginlik ihracata yansiyabilir. Şirket'in en büyük müşterileri Almanya ve diğer AB ülkeleridir. Türkiye ile AB ülkeleri arasında yaşanabilecek ciddi bir gerginlikte ihracatın olumsuz etkilenme ihtimali bulunmaktadır. Böyle bir durum bugüne kadar AB ülkeleri ile yaşanmazken, son dönemde Suudi Arabistan'ın Türk mallarına boykot uyguladığı görülmüştür.

Grafik:8 Maliyetlerin önemli bir kısmını oluşturan elektrik ve doğalgaz fiyatları birim bazlı 2019 yılında önemli bir artış gösterdi. Bu durum 2019'da brüt marjı azaltırken 2020'de ürün fiyat artışı ile marj dengelendi...



Kaynak: Şirket Tahminleri

Değerleme

Değerleme Özeti

%20,2 halka arz iskontosunu. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken elde edilen değere %20,2 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Halka arz iskontosu öncesi 2.166 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.728 mn TL değere ulaşılmıştır

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2020'de gerçekleşen ve 2021'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 8,5x ve 7,2x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

Duyarlılık analizinde şirket değer aralığı 1.366 mn TL ve 2.714 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	2.424	50,00%	23,09
Seçilmiş BLST Şirketleri	2.424	6,25%	23,09
BLST Taş Toprak Endeksi	2.478	6,25%	23,60
Yurtdışı Benzerler	1.892	6,25%	18,02
Yurtiçi Benzerler	1.598	25,00%	15,22
Yıldız Pazar Endeksi	2.084	6,25%	19,85
Hedef Değer (TL)	2.166		20,63
Halka Arz İskontosu	20,2%		
Adil Değer (TL)	1.728		16,46

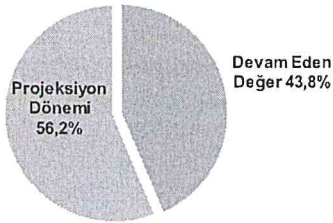
Değer Çarpanları	2020G	2021T
EV/EBITDA	8,5	7,2
F/K	12,0	m.d.
EV/Net Satış	2,7	2,2
PD/DD	5,1	m.d.

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı ile iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %56,2'si projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 2.181-2.714 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 1.366 mn TL ve 2.714 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı



(1) Yurtdışı Benzerler

1.525 mTL

2.336 mTL

(2) Yıldız Pazar

1.779 mTL

2.525 mTL

(3) Seçilmiş BLST

1.994 mTL

2.691 mTL

(4) Yurtiçi Benzerler

1.366 mTL

1.837 mTL

(5) İNA

2.181 mTL

2.714 mTL

QUA

Şirket Profili

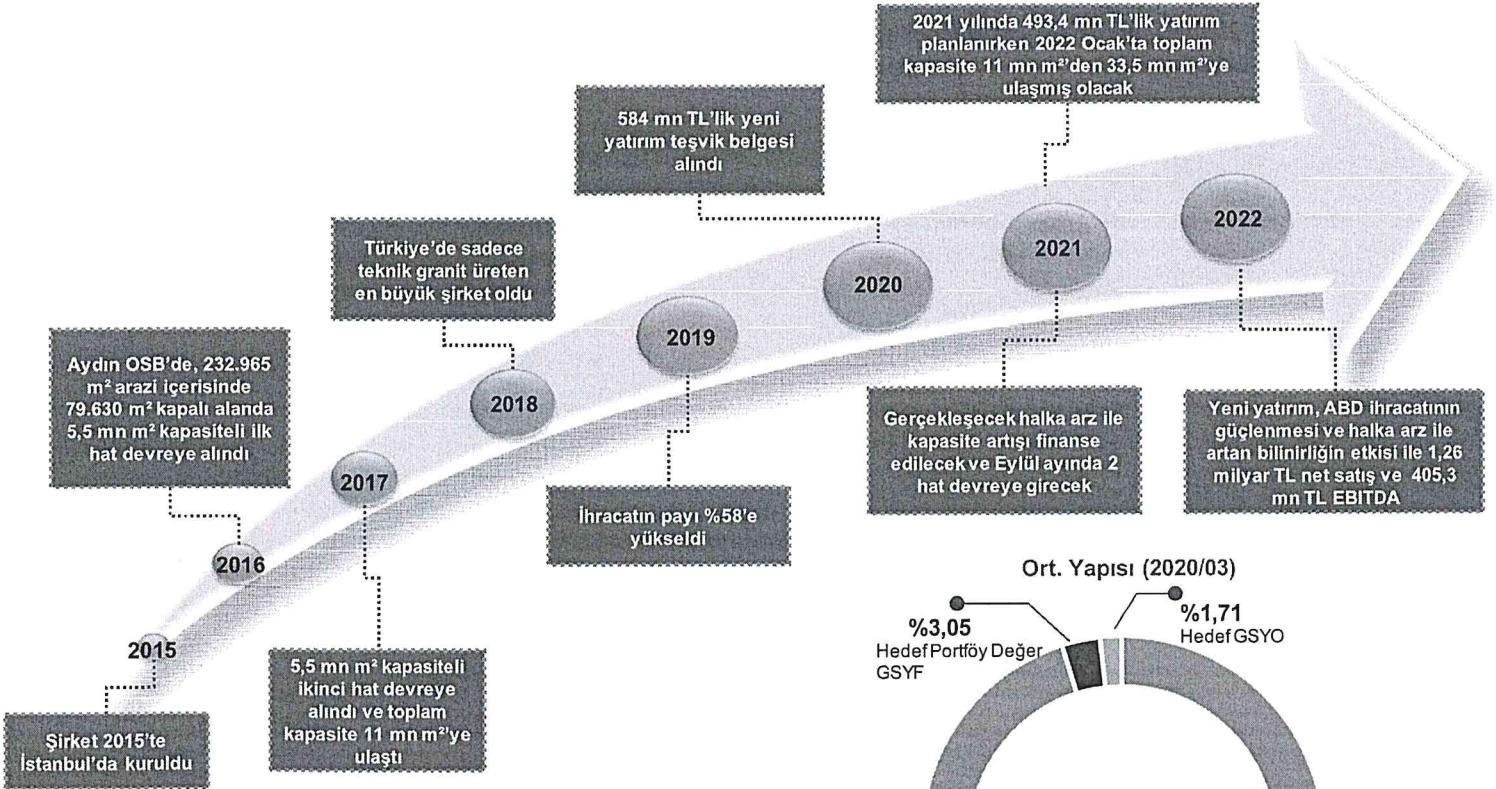
2015 yılında kuruldu

2016 yılından itibaren Söke OSB'de faaliyet göstermekte

Ortaklık yapısında kurumsal yatırımcılar bulunmakta

Türkiye'nin en büyük teknik granit üreticisi. Şirket, 21.07.2015 tarihinde İstanbul Beykoz'da Hayal Seramik Yapı ve Ürünleri Turizm Sanayi Ticaret A.Ş. unvanıyla kurulmuştur. Şirket'in adresi 01.02.2016 tarihinde İzmir Bayraklı'ya, 26.12.2017 tarihinde de mevcut durumdaki adresi olan Aydın Efeler'e taşınmıştır. Şirket'in unvanı, Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. olarak 24.12.2020 tarihinde değiştirilmiştir. Temmuz 2016'da Aydın Söke OSB'de fabrika yatırımı tamamlanarak 70.000 m² kapalı alanda üretime başlanmış, akabinde yapılan eklemeler ile birlikte mevcut durum itibarıyla Şirket 232.965 m²'lik arazi üzerinde kurulu 79.630 m²'lik kapalı alanda faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket'in faaliyet konusu yurt içinde ve yurt dışında seramik, yer karosu ve fayans malzemeleri, teknik granit üretimi, satmak ve ihracatını yapmaktır. Şirket, seramik, vitrifiye, teknik granit ve karo hammaddeleri ile yapıştırıcıları üretimi, alım satımı, ithalat ve ihracatı yapmaktadır. Şirket, yer kaplama sektöründeki en yüksek katma değere sahip ürün grubu olan teknik granit ve sırlı granit (granit karo) üretmek üzere yatırımlarına başlamış ve Temmuz 2016'da 5,5 milyon m² kapasiteli birinci hattını faaliyete geçirmiştir. Birinci hattın optimum doluluğa ulaşması, ölçek ekonomisinden faydalanılması ve ihracata yoğunlaşılması adına ikinci hattın temeli 2016 yılında atılmış ve Temmuz 2017'de 5,5 milyon m² kapasite ile 2. üretim hattı faaliyete geçmiştir. Bu yatırımla birlikte, Şirket'in toplam üretim kapasitesi 11 milyon m²'ye ulaşmış olup, mevcut işletme Türkiye'nin sadece teknik granit üretimi yapan en büyük tesisi haline gelmiştir. Şirket'in sektördeki şirketlerden en büyük farkı sadece teknik granit üretimine odaklanması ve bu bağlamda tüm üretim kapasitesi ve teknolojik altyapısını buna uygun olarak dizayn edilmesidir.

Ana Ortak Ali Ercan. Şirket'in ana ortağı olan Ali Ercan, Qua'dan önce Türkiye'nin en büyük üretim kapasitelerinden birine sahip ve seramik sektöründe önde gelen ilk 5 markadan biri olan ilişkili taraf şirketi Bien Seramik'te uzun yıllar çeşitli kademelerde yönetici olarak çalışmıştır. Kapasite artırımı yatırımlarına başlayan şirket halka arz sürecine girmiş ve halka arz öncesi kurumsal yatırımcı olarak Hedef GSYO ve Hedef GSYF Şirket'e yatırım yapmıştır. Mevcut durum itibarıyla Ali Ercan %95,24'lük paya sahip iken, Hedef GSYO %1,71, Hedef Portföy Değer GSYF %3,05 oranında Şirket'e ortaktır.



Ortaklık Yapısı (TL)		2020/03
Ortaklar	Nominal	Oran
Ali Ercan	100.000.000	95,2%
Değer GSYF	3.200.000	3,0%
Hedef GSYO	1.800.000	1,7%
Toplam	105.000.000	100%

QUA

Şirket Profili**Güçlü sermaye yapısı**

Sermaye Artışları. Şirket, 21 Temmuz 2015 tarihinde 10.000.000 TL sermaye ile kurulmuştur. 10 Şubat 2016'da 2.500.000 TL nakden artışla sermayesi 12.500.000 TL'ye çıkarılmıştır. 11 Mart 2016 tarihinde Şirket sermayesi nakden 32.500.000 TL artışla 45.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Şirket, 5 Mayıs 2017 tarihinde sermayesini 2.000.000 TL nakden artışla 47.000.000 TL'ye yükseltmiştir. 21 Eylül 2018 tarihinde ise 9.324.659 TL'si nakden ve 13.675.341 TL'si de geçmiş yıllar karlarından olmak üzere toplam 23.000.000 TL artışla 70.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. Şirket, 4 Temmuz 2019 tarihinde ise sermayesini 35.000.000 TL tutarında geçmiş yıllar karlarından olmak üzere 105.000.000 TL'ye çıkarmıştır. 30 Aralık 2019 tarihinde ise Şirket'in RPT Yapı'yı devralma yoluyla birleşmesi neticesinde Şirketin sermayesi 4.000.000 TL artırılmış eş anlı 9.400.000 TL'lik sermaye azaltımı ile şirketin sermayesi 99.600.000 TL olmuştur. 15 Haziran 2020 tarihinde ise Şirket sermayesi 1.213.241 TL'si sermaye yedeklerinden, 4.186.759 TL'si geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere 105.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.

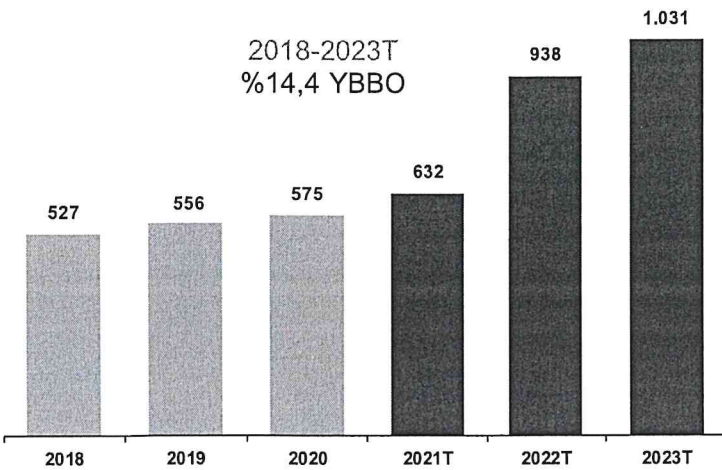
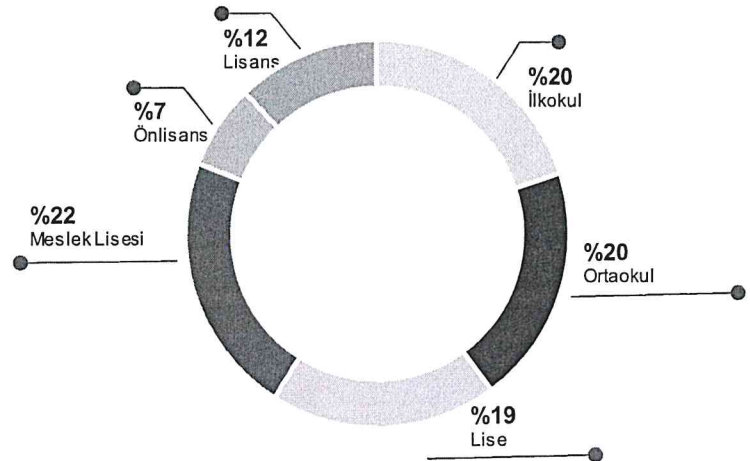
2022 ve 2023'te yüksek istihdam öngörüsü

İştirakler ve Personel. Şirket, Trio Mimarlık Zemin ve Banyo Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin %75'ine sahip olması nedeniyle söz konusu firmayı mali tablolarında tam konsolide etmektedir. Ana faaliyet alanı Şirket ile benzer olan Trio Mimarlık Zemin ve Banyo Ürünleri Tic. A.Ş. halihazırda gayriaktif olması sebebiyle tasfiye sürecine girmiş ve tasfiye işlemlerinin 2021 yılı içerisinde tamamlanması öngörülmektedir. Bağımsız denetim verilerine göre 2020 yılında ortalama 575 kişinin çalıştığı Şirket'te yönetim 2021 yılında gerçekleşecek yatırımın etkisiyle ortalama çalışan sayısının 2023 yılında 1.031'e ulaşacağını öngörmektedir. Bu durum 2018-2023 arasında çalışan sayısında yıllık bileşik %14,4'lük büyümeye işaret etmektedir. Özellikle üretim ve pazarlama departmanlarında yeni kapasitenin etkisiyle önemli bir istihdam planlanmaktadır.

İştirak Yapısı

31.12.2020

Bağlı Ortaklık	Ülke	Ortaklık Oranı	Faaliyet Alanı
Trio Mimarlık A.Ş.	Türkiye	75,0%	Granit, seramik, yer karosu ve fayans malzemeleri

Ortalama Çalışan Sayısı**Personel Eğitim Durumu (2020)**

Kaynak: Şirket Tahminleri

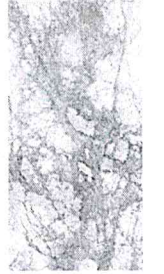
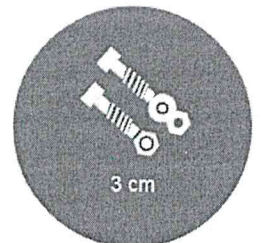
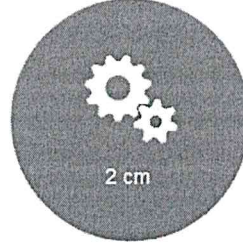
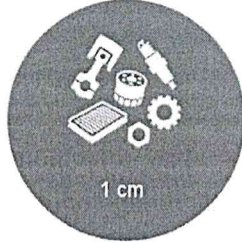
INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kustane Mah. Mecidiyeköy Yolu Cad. No: 4
Kat: 8-9 Mecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 324 54 55
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 003 5767
Mersis No: 0478 0036 7879 0011

QUA

Yönetici Kadrosu

Ali Ercan - CEO	► 1986 yılı Konya doğumlu olan Ali Ercan lise öğrenimini TED Ankara Koleji Vakfı Özel Lisesi'nde tamamladıktan sonra İngiltere'de <i>University of Leicester İş İdaresi öğrenimi</i> olarak 2007'de mezun oldu. Ercan Şirketler Grubunda seramik, turizm, maden gibi tüm faaliyet konularında Genel Müdür, Yönetim Kurulu Üyesi, Yönetim Kurulu Başkan Vekilliği, Yönetim Kurulu Başkanlığı'nda görev aldı.
Yavuz Arıcan Genel Müdür	► 1968 yılı Silvan doğumlu olan Yavuz Arıcan 1992 yılında <i>Ortaođu Teknik Üniversitesi Metalürji Mühendisliği</i> Bölümünden mezun olmuştur. 1995-1998 yılları arasında Söğüt Seramik fabrikasında üretim şefliği, 1998-2004 yılları arasında <i>Ege Seramik fabrikasında üretim şefliği</i> ve müdür vekilliği, 2004-2006 yılları arasında Graniser Seramik fabrikasında üretim müdürlüğü, 2006-2007 Hitit Seramik fabrikasında üretim müdürlüğü görevlerini yerine getirmiştir.
Baykal Doğan YK Üyesi	► 1975 yılında Adıyaman'da doğan Baykal Doğan <i>1997 senesinde Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden</i> mezun oldu. 2 yıl süre ile avukatlık bürolarında çalıştıktan sonra 2001 senesinde kendi ofisini açtı. Halen Ankara'da kendi bürosunda serbest avukatlık faaliyetine devam etmektedir. 2018 yılında buyana Qua Granite'te insan kaynakları ve hukuk işlerinden sorumlu yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır.
Özden Öner YK Üyesi	► 1971 yılında Adana'da doğan Özden Öner <i>1994 yılında Ortaođu Teknik Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Bölümünden</i> mezun oldu. 1994 yılında Yapı Kredi Bankası Teftiş Kurulunda müfettiş yardımcısı olarak işe başladı. 1998-2005 yılları arasında Garanti Bankası Şube ve Ticari Bölge Müdürü olarak çalıştı. 2005-2017 yılları arasında ise Türkiye'nin en büyük kurumsal finans firmalarından biri olan Alantra Daruma firmasında İş Geliştirme Direktörü olarak görev yaptı. 2018 yılından buyana Qua Granite'te finansman sorumlu Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev yapmaktadır.
Murat Demirciođlu YK Üyesi	► 28.12.1976 tarihinde Kırıkkale'de doğmuş olan Murat Demirciođlu, 1998 yılında Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nden mezun olmuştur. 03.11.1998'de Ankara Barosunda avukatlık stajına başlanış ve 03.11.1999 tarihinde stajını tamamlanmıştır. 2002-2004 yılları arasında Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İş ve Sosyal Güvenlik Hukuku bölümünde yüksek Lisans çalışması yapmış olan Murat Demirciođlu, halen Ankara Barosuna bağlı olarak serbest avukatlık yapmaktadır.
Hasan Yamık Bağımsız YK Üyesi	► 1969 tarihinde İzmir'de doğmuş olan Hasan Yamık, 1991 yılında Gazi Üniversitesi Teknik Eğitim Fakültesi Makina Eğitimi bölümünü bitirmiştir. 1994-1995'te Yüksek Öğretim Kurulu/Dünya Endüstriyel Eğitim Projesi kapsamında Harper Adams College/İngiltere'de Misafir Araştırmacı olarak bulunmuştur. 2020 yılında Profesörlük unvanını almıştır.
Ümmühan Aslan Bağımsız YK Üyesi	► 1970 yılında Kırşehir'de doğan Ümmühan Aslan 1995 yılında Anadolu Üniversitesi İşletme Bölümünde yüksek öğretimi tamamlamış olup Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesinde öğretim üyesi olarak çalışmaya başlamıştır. 2004 yılında yardımcı doçent, 2012 yılında doçent ve 2018 yılında profesör unvanını almıştır. 2012 yılında ABD'de Mississippi Üniversitesinde ziyaretçi öğretim üyesi olarak bir yıla yakın araştırmalarda bulunmuştur. 2017 yılında DePaul Üniversitesinde araştırmalar yapmış olup,

Ürünler

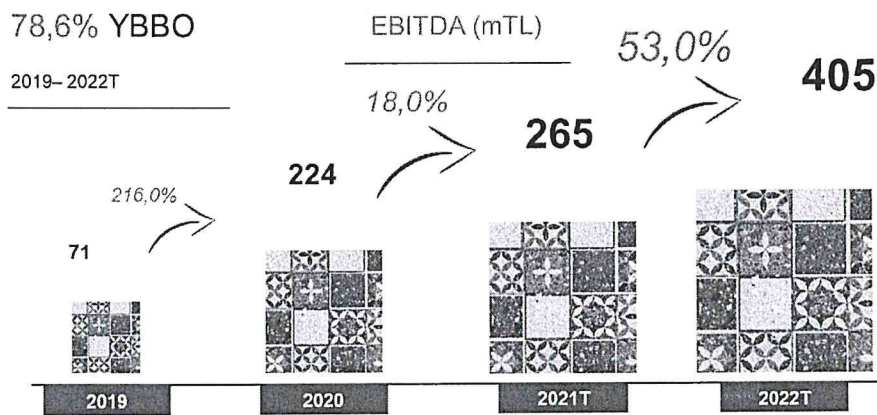
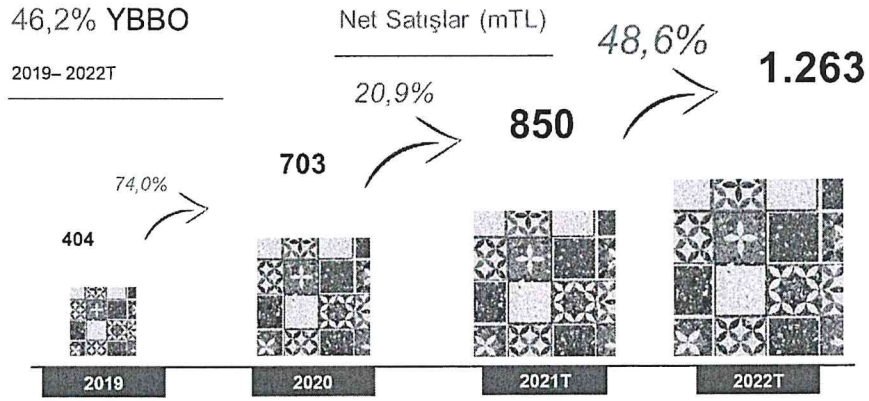


Şirket'in 4 farklı incelikte ürün tipi bulunurken 60x60 ve 60x120 cm ebatlarında üretim yapılmaktadır.

QUA

FAALİYET ÖZETİ

Kuruluş	İhracat	Ürünler	Yatırımlar																		
<p>Ana ortak Ali Ercan (%95,24) 2015 yılında kuruldu Fabrika Yeri: Aydın/Söke OSB Türkiye'nin en büyük teknik granit üreticisi 11 mn m² kapasite</p>	<p>2020'de gelirin %53'ü ihracat 60'tan fazla ülkeye ihracat AB ağırlıklı yurtdışı müşteri profili Hedef pazarlardan biri ABD</p> <p>Yatırımlar Yeni yatırımla 3 hat devreye girecek olup 2 hattın 2021 Eylül ayında faaliyete geçmesi beklenirken 3. hat 2022 Ocak ayında devreye alınacak. 2021 ve 2022'de yeni kapasite için sırasıyla 493,3 ve 43,8 mn TL yatırım harcamasının gerçekleşmesi öngörülmektedir. Yatırımla 11 mn m² olan teknik granit üretim kapasitesi 33,5 mn m² yükselecek</p>	<p>Teknik Granit Granit Karo (Sırlı Granit) Seramik (Ticari Mal) Diğer Ticari Mallar</p>	<p>2015-2020 arasında 187 mn TL'lik yatırım 2020 sonunda 584 mn TL'lik teşvik belgesi alındı 3 yeni hattın yatırımı başladı Eylül 2021'de 15 mn m² kapasiteli 2 hat devrede Ocak 2022'de 3. hat devreye alınacak Toplam 5 hat ile kapasite 33,5 mn m² olacak</p>																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Mali Veriler & Büyüklük</th> <th>2020/12</th> <th>2021/12</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>703 mTL</td> <td>850 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>224 mTL</td> <td>265 mTL</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>340 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>707 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>144 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>	Mali Veriler & Büyüklük	2020/12	2021/12	Net Satışlar	703 mTL	850 mTL	EBITDA	224 mTL	265 mTL	Özkaynak	340 mTL	m.d.	Aktifler	707 mTL	m.d.	Net Kar	144 mTL	m.d.		<p>Sektör</p> <p>Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği'ne göre Türkiye, 2020 yılında seramik kaplama malzemelerinde yıllık yaklaşık 450 milyon m² üretim kapasitesine sahip olup Avrupa'nın 3.; dünyanın 8. büyük üreticisidir. Qua'nın Türkiye'de sahip olduğu kapasite payı %2,4'tür</p>
Mali Veriler & Büyüklük	2020/12	2021/12																			
Net Satışlar	703 mTL	850 mTL																			
EBITDA	224 mTL	265 mTL																			
Özkaynak	340 mTL	m.d.																			
Aktifler	707 mTL	m.d.																			
Net Kar	144 mTL	m.d.																			



QUA

Ürünler

**Yüksek katma değerli teknik
granit ve granit karo üretiminde
uzmanlaşma**

**Nano Tech, Lappato ve Digiart
Granit üretimi**

**0,65 cm'den 3 cm'e kadar
4 farklı kalınlıkta ve 60x60 ile
60x120 cm ebatlarında esnek
üretim**

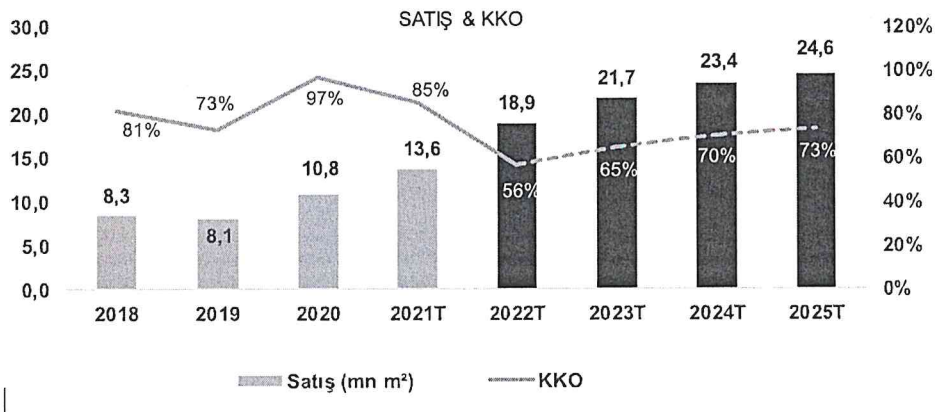
**Hızlandırılmış dış ticaret
ve KDV iade işlemleri**

Katma değer yaratan ürünler. Qua Granite'in faaliyet gösterdiği imalat sektörü, NACE.2 Sanayi Kolları sınıflamasına göre 23 numaralı "diğer metalik olmayan mineral ürünlerin imalatı" başlığı altında yer almaktadır. 23 numaralı "diğer metalik olmayan mineral ürünlerin imalatı" mineral kaynaklı tek bir madde ile ilgili olan imalat faaliyetlerini kapsamaktadır. Bu başlık altındaki seramik ürünleri yedi alt gruba ayrılmakla birlikte, Qua Granite'in ürünlerinin içerisinde bulunduğu alt grup; seramikten karo ve fayanslar üretimini kapsamaktadır (aynı zamanda seramik kaplama olarak da ifade edilir). Bu grupta yer alan seramik karolar da kendi içerisinde su emme dereceleri, dayanıklılık, mukavemet vb. özelliklerine göre ayrılırlar. Qua Granite'in kuruluş amacı, seramik kaplama sektöründe en yüksek katma değere sahip ve aynı zamanda doğal taş görünümüne en yakın olan teknik granit ve sırlı granit (Granit Karo) üretimi yapmaktır. İlk defa Şirket tarafından nano-teknoloji uygulanarak üretilmiş leke tutmayan ve bakteri barındırmayan parlak "Nano Tech" granitler, "Soluble Salt" teknolojisi ile üretilmiş hem yüzeyi desenli hem de parlatılmış granitler, yarı mat-yarı parlak anti-slip kaymaz yüzey sırlı "Lappato" granitler ve gerçeğinden ayırt edilemeyecek mermer, ahşap ve taş renklerini ve desenlerini üç boyutlu dijital baskıyla mekanlara taşıyan "Digiart" karolar geniş ürün gamı arasında yer almaktadır. Şirket Türkiye'de sadece granit karo üretimine odaklanan ve buna yönelik faaliyet gösteren tek firmadır. Yurt dışında ise rakipleri Marazzi ve Porcelanosa firmalarıdır.

Farklı ürün tipleri. Ürünler renk, desen, parlaklık gibi çeşitli şekillerde üretilebildiği gibi, kalınlık ve boyut olarak da farklılık göstermektedir. Qua Granite tarafından üretilen granit karolar ile hem Türkiye'de ilk defa 60x120 cm gibi büyük ebatlarda granit karolar üretilmeye başlanmıştır hem de bu granit karolarda renk ve desenleri karonun yüzeyine basarak uzun yıllar boyunca aşınmadan kullanılmasına olanak sağlanmıştır. Bu ürünler aynı zamanda 0,65 cm, 1 cm, 2 cm ve 3 cm kalınlıklarında üretilebilmektedir. Özellikle fark yaratılan ürünlerden bir tanesi 0,65 cm kalınlıktaki granit karolar olup, ağırlık bakımından avantaj sağladığı için binalar, alışveriş merkezi, iş merkezi ve toplu konut gibi projelerde dış cephe giydirmesinde çoğunlukla tercih edilmektedir. Ürün portföyü yeni trendler ve müşteri ihtiyaçları doğrultusunda sürekli olarak güncellenmektedir. Pazarda yer alan ürünlerle ilgili mukayese çalışmaları yapılmakta, pazarda ihtiyaç duyulan, portföye katma değer katacağı öngörülen ürünlerle ilgili araştırma ve tespitler yapılarak ürün portföyü düzenli olarak zenginleştirilmektedir.

Onaylanmış Kişi Statü Belgesi ve ITUS Sertifikası. Türkiye'de sayılı firmaya verilen, gümrük yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getiren, kayıt sistemi düzenli ve izlenebilir olan, mali yeterlilik, emniyet, şeffaflık ve güvenlik standartlarına sahip bulunan, kendi oto kontrolünü yapabilen güvenilir firmalara dış ticaret işlemlerinde bir takım kolaylık ve imtiyazlar tanıyan ulusal statü konumundaki "Onaylanmış Kişi Statü Belgesi" statüsüne Seramik, Cam ve Toprak sektöründe sahip ilk firmalardan biri olmuştur. Bu statü ile Şirket, gümrük işlem maliyetlerinde ve tedarik masraflarında tasarruf, gümrük işlemlerin kısılması ile birlikte artan rekabet gücü, ilgili statünün tanındığı ülkelerde sağlanan ayrıcalıklardan faydalanabilme özelliği gibi avantajlar elde etmektedir. Bununla birlikte Şirket, KDV iade hakkı doğuran işlemleri olan ve gerekli şartları taşıyan şirketlerin KDV iade alacaklarının, indirimli teminat yoluyla düşük finansman koşullarında ve makul sürelerde iadesine imkan tanıyan İndirimli Teminat Uygulama Sistemi (ITUS) sertifikasına sahiptir.

Grafik:9 2020 yılında yüksek KKO ile çalışan şirketin yeni kapasitenin devreye girmesi ile KKO'nı gerileyecek...



Kaynak: Şirket Tahminleri

QUA

Müşteri & Tedarikçiler

Tedarik riski düşük

Yurt dışı satışlar ihraç kayıtlı olarak ilişkili taraf firmaları ile gerçekleştirilirken, 2021 yılı ile birlikte konsolide yapı oluşacak

Nihai yurt içi ve yurt dışı müşteri yapısı içerisinde yoğunlaşma riski düşük

Tedarikçi yoğunluğu düşük. Şirket'in en büyük tedarik kalemleri doğalgaz, elektrik, hammadde, ticari mal, parlatma taşı, palet, firit, boya ve ambalaj malzemeleridir. Şirket'in temel hammaddeleri ise feldspat, kil ve kaolendir. Doğalgaz tedariki bölgenin gaz dağıtım firmasından sağlanırken, ticari mal olarak alınan seramik ilişkili taraf şirketinden temin edilmektedir. Şirket'in 2020 yılında kapasite kullanım oranı %96,6 seviyesinde olduğu için yurtiçi ve yurtdışı talebe yetiemediği noktalarda ya da farklı ürün tiplerini talep eden müşteri profilleri için ilişkili taraf firmasına üretim yaptırılmaktadır. Bununla birlikte Şirket 2021 Eylül itibarıyla kapasitesini önemli oranda artıracığı için gelecek yıllarda kar marjı görece düşük ticari mal satışının ürün portföyündeki ağırlığı azalacaktır. Bu durum Şirket'in kar marjına olumlu yansıtacaktır. Şirket maliyetlerinde görece düşük ağırlığı olan hammaddeler ise Türkiye'deki madencilik firmalarından tedarik edilmektedir. En büyük 10 tedarikçinin toplam satılan malın maliyetindeki pay gelişimi aşağıda gösterilmiştir. 2020 yılında yaşanan yüksek talep nedeniyle Şirket kendi tesislerinin kapasitesi ile talebi karşılayamamış ve ilişkili taraf firmasından yaptığı alımı artırmak zorunda kalmıştır. Bu durum 10 büyük tedarikçinin toplam maliyetteki artışının en önemli sebebidir.

Müşteri yoğunluğu düşük. Şirket'in yurt dışı satışları ağırlıklı olarak ihraç kayıtlı olarak ilişkili taraf firmaları ile gerçekleştirilmektedir. 2019 ve 2020 yılında en büyük iki yurtdışı müşterisi olarak gözüken firmalar ilişkili taraf şirketleridir. Söz konusu dış ticaret firmaları KDV avantajı sağladıkları için kullanılmaktadır. Ürün satılan dış ticaret firmaları ise 60'tan fazla ülkede birçok müşteriye ihraç kayıtlı olarak ürünlerin satışına bir nevi aracılık etmektedir. 2021 yılı ile birlikte ihracatları gerçekleştiren ilişkili taraf şirketinin %100'ü satın alınmış olup 2021 yılı ile birlikte konsolide edilecektir. Yurtiçi müşteriler ise Şirket'in büyük bölge bayileridir. Nihai müşteri yapıları dikkate alındığında gerek yurt içi gerekse yurt dışı müşteriler nezdinde herhangi bir yoğunlaşma riski bulunmamaktadır.

Tedarikçi Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Yurtiçi Tedarikçi	2018	2019	2020
Tedarikçi 1	9,4	44,4	127,1
Tedarikçi 2	37,0	51,0	59,9
Tedarikçi 3	0,0	13,0	25,7
Tedarikçi 4	6,6	6,9	9,5
Tedarikçi 5	0,0	0,0	7,8
Tedarikçi 6	36,6	13,2	7,7
Tedarikçi 7	4,2	0,5	5,9
Tedarikçi 8	1,7	2,6	5,2
Tedarikçi 9	0,1	3,5	4,8
Tedarikçi 10	0,0	0,0	4,0
Toplam	95,5	135,2	257,8
Satışların Maliyeti	212,0	302,5	440,3
İlk 10 Tedarikçi Yoğunluğu	45,1%	44,7%	58,5%

Tedarikçi Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Yurtdışı Tedarikçi	2018	2019	2020
Tedarikçi 1	15,5	8,8	29,5
Tedarikçi 2	10,2	3,6	15,6
Tedarikçi 3	0,0	0,0	13,3
Tedarikçi 4	7,2	6,1	12,5
Tedarikçi 5	5,6	4,0	11,8
Tedarikçi 6	3,7	1,9	2,5
Tedarikçi 7	0,5	0,0	1,7
Tedarikçi 8	0,4	0,4	0,8
Tedarikçi 9	0,5	0,2	0,6
Tedarikçi 10	0,7	0,0	0,5
Toplam	44,2	25,1	88,8
Satışların Maliyeti	212,0	302,5	440,3
İlk 10 Tedarikçi Yoğunluğu	20,9%	8,3%	20,2%

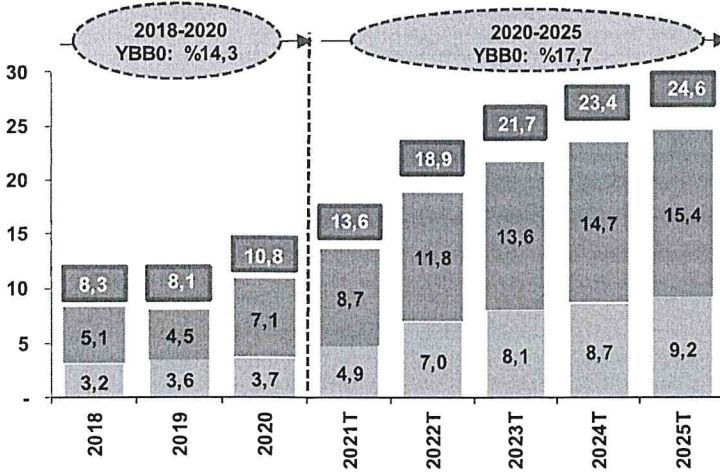
Müşteri Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Yurtiçi Müşteri	2018	2019	2020
Müşteri 1	9,1	12,5	45,3
Müşteri 2	25,5	31,7	41,1
Müşteri 3	14,5	20,4	30,9
Müşteri 4	6,9	6,6	30,1
Müşteri 5	1,4	11,3	29,4
Müşteri 6	11,3	9,4	19,9
Müşteri 7	5,9	6,3	16,7
Müşteri 8	7,1	8,1	12,6
Müşteri 9	2,9	0,6	11,3
Müşteri 10	0,0	3,2	11,1
Toplam	84,5	110,2	248,5
Net Satışlar	331,5	403,8	702,8
İlk 10 Müşteri Yoğunluğu	25,5%	27,3%	35,4%

Müşteri Yoğunluğu (mTL)			
İlk 10 Yurtdışı Müşteri	2018	2019	2020
Müşteri 1	0,0	0,0	125,6
Müşteri 2	23,0	186,0	113,4
Müşteri 3	1,8	5,9	26,3
Müşteri 4	0,4	3,5	12,2
Müşteri 5	3,1	3,4	9,7
Müşteri 6	0,0	2,7	8,3
Müşteri 7	0,1	1,0	7,5
Müşteri 8	0,1	1,6	5,0
Müşteri 9	0,9	1,9	4,6
Müşteri 10	0,0	1,4	4,6
Toplam	29,5	207,4	317,2
Net Satışlar	331,5	403,8	702,8
İlk 10 Müşteri Yoğunluğu	8,9%	51,4%	45,1%

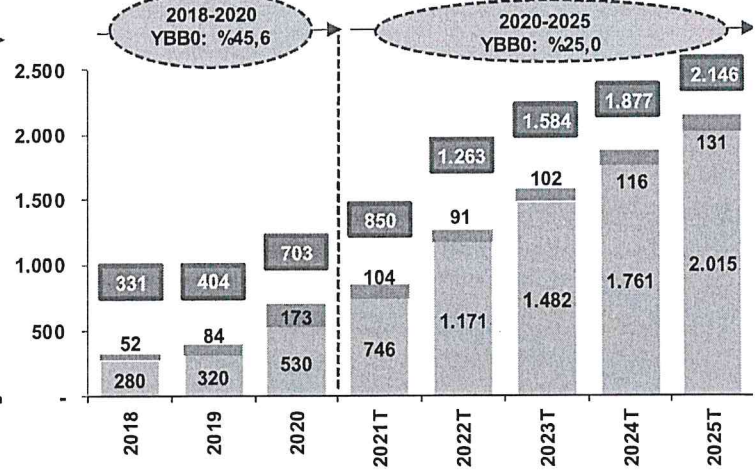
QUA

Satışlar**İhracatın gelir payı %53****2018-2020 net satışlarda YBBO %45,6****Yurtdışı ürünlerde ortalama fiyat yurtiçinin son 3 yılda %63 üzerinde**

Yüksek satış büyümesi. 2019 yılında net satış gelirleri 2018 yılına göre %22 artarak 404 m TL olurken, üretimden satış miktarı ise bir önceki yıla göre %2,6 azalmış ve 8,1 milyon m² olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde genel ekonomik şartların bozulması nedeniyle yurt içi satışlardan yurt dışı satışlara kayma olmuştur. Bu bağlamda, 2019 yılında yurt dışına yapılan satış miktarı 2018 yılına oranla %12,5 artış gösterirken yurt içi satış miktarında önceki yıla göre %11,7 azalış yaşanmıştır. Aynı dönemde yurt dışına yapılan satış tutarı %21,7 artış göstererek 234 m TL olurken, yurt içi satış tutarı önceki yıla göre %22 artış kaydederek 169 m TL'ye yükselmiştir. 2020 yılında ise inşaat sektörünün düşen faizler ile güçlü bir duruş sergilemesi, ihracat gelirlerini yükselten kur artışı ve 2019 yılında artan elektrik ve doğalgaz fiyatlarının 2020 yılına yansıtılması sonrası miktarsal ve tutar bazlı güçlü bir büyüme yaşanmıştır. Şirket'in gelirleri 2020 yılında bir önceki yıla göre %74 oranında artarak 703 m TL olarak gerçekleşmiştir. Miktar bazında satışların önemli bir kısmı 60'tan fazla ülkeye ihraç edilerek, toplam 372 m TL karşılıklı döviz geliri sağlanmıştır. Yurt dışında en büyük pazarlar sırasıyla Almanya, İngiltere, Belçika, Hollanda, Polonya, İsrail ve Fransa'dır. Şirket satış coğrafyasını genişletme stratejisi doğrultusunda, başta ABD olmak üzere, Suudi Arabistan ve İsrail'e yapılan satışlarını ve müşteri sayılarını sağlıklı bir şekilde artırmayı hedeflemektedir. Kuruluşundan bu yana 60'tan fazla ülkeye ihracat gerçekleştiren Qua Granite, ihracat odaklı bir satış stratejisi benimsemiş ve 31.12.2020 yılı itibarıyla cirosunun %53'ünü yurt dışı satışlardan elde etmiştir.

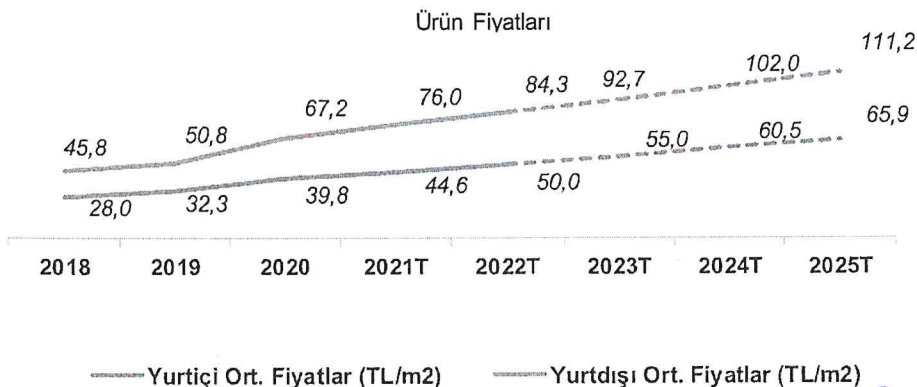
Teknik Granit Satışları ('mn m²)

Kaynak: Şirket Tahminleri ■ Yurtdışı ■ Yurtiçi

Net Satışlar (mTL)

Kaynak: Şirket Tahminleri ■ Teknik Granit ■ Ticari + Diğer

Grafik:10 Yurtdışına kar marjı yüksek ürün satışı ve kur etkisiyle fiyatlar son 3 yılda ortalamada yurtiçi fiyatların yaklaşık %63 üzerinde gerçekleşirken 2019 yılında yurtiçinde artan maliyetler talebin güçlü seyrettiği 2020'de fiyatlara yansıdı...



Kaynak: Şirket Tahminleri

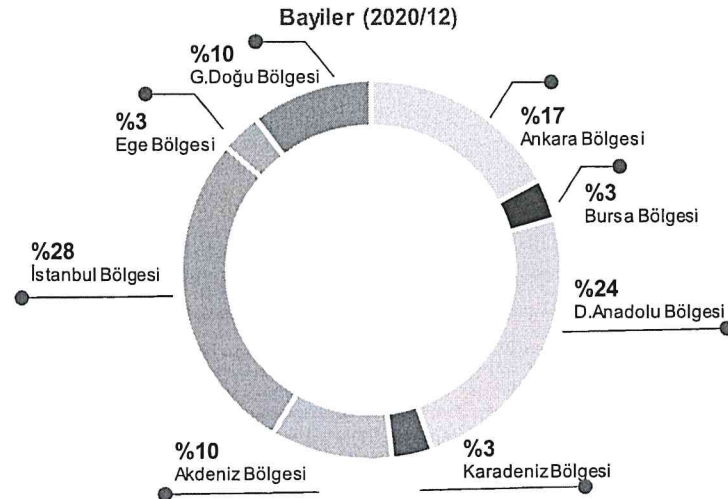
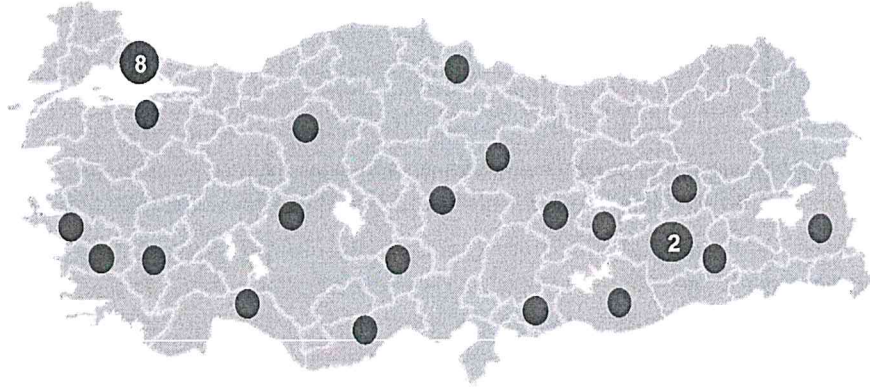
QUA

Satışlar**Yüksek penetrasyon****8 bölgede 29 bayi**

Bayiler. Şirket bayilik yapılanmasında bölgesel bir organizasyon kurmuştur. Ankara Bölgesi, Bursa Bölgesi, Doğu Anadolu Bölgesi, Ege Bölgesi, Güney Doğu Anadolu Bölgesi, İstanbul Bölgesi, Karadeniz Bölgesi ve Akdeniz Bölgesi olmak üzere 8 bölgede toplamda 29 bayi ile çalışılmaktadır. Ülkenin 21 farklı noktasında bayiler bulunmaktadır. Şirket yurtiçinde bayilik sistemi ile çalışırken, yurt dışı satışlar ilişkili taraf şirketleri üzerinden ihraç kayıtlı olarak gerçekleştirilmiştir. İlişkili taraf dış ticaret şirketleri üzerinden yapılan ihraç kayıtlı satışlar toptancılar, büyük distribütörler ve zincir yapı marketlerine olan üzere çoğunluğu Avrupa'ya yapılan satışlardan oluşmuştur.

21 ilde 29 Bayi. Bayilerden bazıları sadece Qua Granite ürünlerini satmaktadır. Bayilik yapılanması üst segment ürünü satabilecek standartlarda tecrübeli bayilerden oluşmaktadır. Bayiler ile sözleşme ve teminat olarak (DBS, teminat mektubu) çalışılmaktadır. Bayilerin buldukları ilin nüfus yoğunluğuna göre olası bayi olmayan çevre illere de ürün satmasını gözeterek bayilere aylık/yıllık m² hedefleri verilmektedir. Söz konusu performansı gösteremeyen bayileri ise yıl içinde gözlemleyerek genelde yılsonunda ilave bayilikler verilmektedir. Şirketin kapasitesi arttıkça bayi portföyü de artmaktadır. Yurt için ticari alacakların ağırlıklı ortalama vadeleri 3 aydır.

Bayilerin %28'i İstanbul'da. Yurt içinde üretilen teknik granit, diğer üreticilere göre inceliği, parlaklığı ve ilave özellikleri ile 5 yıldan bu yana önemli bir başarı göstermiştir. Diğer seramik türlerine göre granitin kaymazlık, leke tutmazlık ve çizilme katsayı yüksekliği gibi üstün özellikleri bulunmaktadır. Bayilik yapılanması ile ülkede ürünün penetrasyonu artırılmaktadır.



QUA

Maliyetler

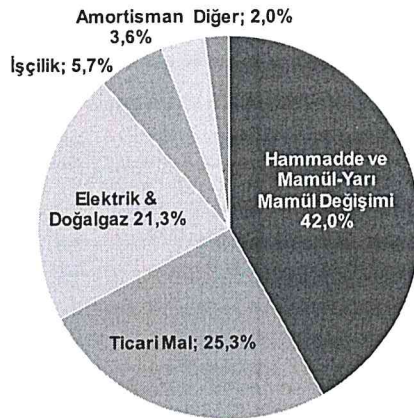
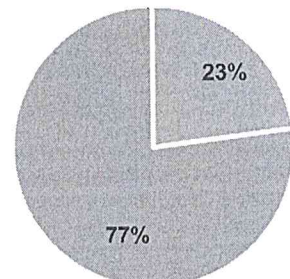
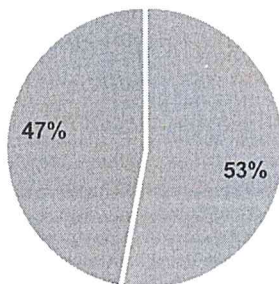
Yeni hat ile birlikte işçi sayısı artacak. Şirket maliyetleri hammadde, enerji, kimyevi ürünler, işçilik ve paketleme olarak sınıflanabilir. 2020 itibarıyla değer bazında maliyetlerin %21,3'ü elektrik ve doğalgaz maliyetlerinden kaynaklanmıştır. Özellikle 2019 yılında elektrik ve doğalgaz fiyatları kur şoku sonrası önemli bir artış yaşamış ve talebin düşük olması nedeniyle bu durum ürün fiyatlarına hemen yansıtılmamıştır. 2019 yılında dramatik bir şekilde düşen brüt kar marjının en büyük nedeni bu durumdur. 2020 yılında ise artan iç talep sonrası ürün fiyatları önemli oranda yükselmiş ve brüt kar marjı tarihi ortalamasına yakınsamıştır. 2018-2020 arası enerji fiyatlarının yıllık bileşik büyümesi %44,6 gibi yüksek bir oranda gerçekleşirken, aynı dönemde hammadde maliyeti %32,4'lük yıllık büyüme sergilemiştir. Şirket yönetiminin birim maliyetlerin gelecek yıllarda beklenen enflasyona paralel artması öngörülmektedir, yeni hat yatırımı ile üretimde çalışan işçi sayısının 2023'te 850 kişiye ulaşması öngörülmektedir. Şirket yönetiminin değişken maliyetlerin ise miktarsal büyümeye paralel bir seyir izleyeceği varsayılmaktadır.

Yüksek enerji maliyeti

Gelirlerin yaklaşık %53'ü döviz cinsinden elde edilirken, maliyetlerde bu oran %23'tür

Hammadde ağırlıklı olarak yurtdışından temin edilmekte. 2019 yılında maliyetlerin %48,7'sini oluşturan üretimin tüm bileşenlerindeki hammaddeler 2020 yılında %42'lik bir pay almıştır. Şirket'in başlıca hammaddeleri kil ve feldspattır. Ukrayna kili hariç hammaddenin tamamı yurtdışı madencilik firmalarından temin edilmektedir. Maliyetlerde düşük bir orana sahip parlatma taşları Çin'den temin edilmektedir.

SMM Kırılımı (mTL)							
Gider Kalemleri	2018	2019	2020	Değişim		Oran	
				2020/2019	YBBO 2020/2018	2020	2019
Hammadde ve Mamül-Yarı Mamül Değişimi	105	147	185	26%	32,4%	42,0%	48,7%
Ticari Mal	9	50	111	121%	253,4%	25,3%	16,7%
Elektrik & Doğalgaz	45	69	94	35%	44,6%	21,3%	23,0%
İşçilik	15	19	25	36%	30,1%	5,7%	6,1%
Amortisman	13	15	16	7%	9,9%	3,6%	4,9%
Diğer	24	2	9	344%	(39,4)%	2,0%	0,7%
Toplam	212	303	440	46%	44%	100%	100,0%

SMM Kırılımı (2020)**Grafik 11: Gelirde Kur Kırılımı (2020)****SMM'de Kur Kırılımı (2020)**

= Döviz Bazlı = TL Bazlı

= Döviz Bazlı = TL Bazlı

QUA

Finansal Analiz

Pozitif işletme sermayesine geçiş

432 mn TL dönen varlık. 2020 itibarıyla Şirket'in dönen varlıkları toplam aktiflerinin %61'ini oluşturmaktadır. Şirket'in dönen varlıkları; 2019 yılında 258,5 milyon TL iken 2020 yılında %67 artışla 432 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket operasyonel faaliyetlerinin etkisiyle 2020 yılında nakit üretmiş ve yılsonu nakit ve benzerleri 20,6 mn TL'ye yükselmiştir. Üretim hacmi ve fiyat yükselişlerinin etkisiyle ticari alacaklar ve stok kalemleri önemli bir yükseliş sergilemiştir. 2020 sonu itibarıyla Şirket'in ilişkili taraflardan yaklaşık 60,7 mn TL diğer alacakları bulunurken 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 33,9 TL ve 5,7 mn TL tutarlarındaki, Ali Ercan ve Geziyeri Otelcilik Turizm ve Sanayi A.Ş.'ye ait ticari olmayan alacak bakiyeleri, 1 Mart 2021 tarihi itibarıyla cirolanan çek ve nakit girişleri ile kapatılmıştır. Bununla birlikte Ali Ercan tarafından halka arz tarihine kadar tahsil edilmeyen ilişkili taraflardan diğer alacak bakiyesi kalması halinde söz konusu tutarın şahsı tarafından ödeneceği taahhüt edilmiştir. Bu anlamda ilişkili taraflardan diğer alacaklar kalemi halka arz sonrası Şirket'in nakit ve benzerlerine girecektir. 2020 yılında dönen varlıklarda yer alan 34,8 mn TL peşin ödenmiş giderlerin önemli bir kısmı stoklar için verilen avanslardan oluşmaktadır.

Yeni yatırım 2020 bilançolarına girdi

707 mn TL aktif büyüklük. Şirket'in 2020 itibarıyla yaklaşık 215,6 mn TL maddi duran varlığı bulunmaktadır. Söz konusu dönemde duran varlıklarda yer alan 28,2 mn TL peşin ödenmiş giderler Şirket'in 2021 itibarıyla gerçekleştireceği büyük yatırım için 2020'de verilen avansları sembolize etmektedir. Şirket'in yatırım teşvik belgesi ile elde ettiği vergi indirimi bilançoda son 3 yılda yüksek ertelenmiş vergi varlığı ile gösterilmektedir. Pasif tarafta şirketin gösterdiği büyümeye karşılık kısa vadeli finansal borçlarda önemli bir artış olmadığı dikkat çekmektedir. Ticari borçlardaki artış 2020'de yeni yatırım için makine ekipman için verilen çeklerden oluşmaktadır. Söz konusu makine ekipman finansmanı bağımsız denetimde ticari borçlarda gösterilirken, Şirket'in ticari işletme sermayesinde yer almamaktadır. Finans modelimizde ilgili kalem işletme sermayesi kısmından çıkarılıp net borç hesabına alınmıştır. Şirket'in hızlı büyüdüğü bir yılda kısa vadeli finansal borcunda önemli bir artış yaşanmazken, uzun vadeli finansal borçta görece bir artış kaydedilmiştir. Uzun vadeli ticari borçlarda görülen 1,7 mn TL Şirket'in yeni yatırımı için makine ekipmanlar karşılığı verilen çeklerden kaynaklanmaktadır. Yeni yatırımın bir kısmı 2021 yılında da benzer şekilde ticari çeklerle finanse edilecektir. Bu durum hem yatırımın faiz maliyetini düşürmekte hem de Şirket'in borçluluk çarpanlarının önemli oranda bozulmamasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in 2020 yılında önemli oranda net kar üretmesi ile aktifleri 707 mn TL'ye ulaşırken özkaynakları 340 mn TL olarak kaydedilmiştir.

Yüksek büyümeye rağmen düşük borçluluk

2020'de 340 mn TL özkaynak

Bilanço				
31 Aralık, TL	2018 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020/2019 FONLAMA
Qua Granite				
Aktifler	517.369.183	508.177.293	706.804.617	
Nakit ve Benzerleri	6.903.594	267.588	20.618.497	20.350.909
Ticari Alacaklar	94.193.832	85.401.069	197.274.762	111.873.693
Diğer Alacaklar	10.332.643	54.100.829	57.659.261	3.558.432
Stoklar	121.949.572	103.603.011	121.319.712	17.716.701
Peşin Ödenmiş Gid.	10.337.563	8.662.929	34.858.428	26.195.499
Cari Dön. Vergi Var.	98.172	15.521	-	(15.521)
Diğ. Dön. Var.	10.814.879	6.447.163	273.905	(6.173.258)
Dönen Varlıklar	254.630.255	258.498.110	432.004.565	
Diğer Alacaklar	10.105.171	6.369.901	5.817.971	(551.930)
Yatırım Amaçlı Gayri.	1.624.917	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	202.720.526	187.633.133	215.639.230	28.006.097
Kullanım Hakkı Var.	-	10.838.231	8.035.895	(2.802.336)
Maddi Olmayan Duran Var.	388.718	486.726	791.569	304.843
Peşin ödenmiş Gid.	437.674	396	28.203.442	28.203.046
Ertelenmiş Vergi Var.	47.461.922	44.350.796	16.311.945	(28.038.851)
Duran Varlıklar	262.738.928	249.679.183	274.800.052	

QUA

Finansal Analiz

2021 Eylül'de yeni hattın devreye alınması ile Şirket'in ticari ürün gelir payı gerileyecek ve bu durum projeksiyon döneminde brüt marjın hafif de olsa artmasını beraberinde getirecektir

Şirket EBITDA marjını %30'un üzerinde tutmayı temel performans hedefi olarak belirlemiştir

Kredilerin TL'ye dönülmesi net finansman giderlerini 2020'de azaltırken, net karlılığa da pozitif yansıdı

Güçlü Finansallar. 2018 yılında 331,5 mn TL olan toplam satışlar 2020 sonuna kadar yıllık bileşik %45,6 oranında büyümüş ve 703 mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in satışlarındaki ihracat oranı 2018 öncesine göre önemli oranda artmış ve 2020 itibarıyla %53 olarak gerçekleşmiştir. İç talebin düştüğü, faizlerin arttığı 2019 yılında yurtiçi satışlarda yine de %22 ile başarılı bir artış yakalanırken, ihracatta da %21,7 ile önemli bir büyüme yakalanmıştır. 2020 yılında ise faizlerin düşmesi ile inşaat sektörü canlanmıştır. 2019 yılında artan enerji maliyetleri talebin yüksek seyrettiği 2020 yılında ürün fiyatlarına yansıtılmıştır. Ayrıca kurlardaki yükseliş Şirket'in yurtdışı gelirlerini TL bazlı önemli oranda desteklemiştir. 2020 yılında net satışlar %74 oranında büyürken, 2021 yılında baz etkisiyle %21'lik bir büyüme beklenmektedir. 2022 yılında ise yeni yatırımın etkisi ve başta ABD ihracat artışı beklentisi ile 1.263 mn TL net satışa ulaşılması Şirket yönetiminde öngörülmektedir.

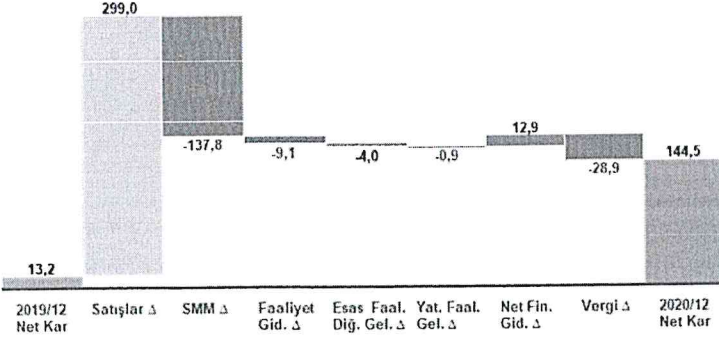
İç talebin düşük seyrettiği yıllarda marj daralmaktadır. 2018 yılında %36,1 olan brüt kar marjı 2019 yılında ekonomik krizin ve maliyetlerdeki artışın etkisiyle dramatik bir şekilde %25,1'e gerilemiş, 2020 yılında ise %37,3'e yükselerek yeniden dengelenmiştir. 2019 yılında yüksek oranda artan elektrik ve doğalgaz giderleri ürün fiyatlarına talebin yüksek seyrettiği 2020 yılında yansıtılabilmştir. Bu durum marjdaki dengelenmenin en önemli sebebi olurken, döviz kurlarının etkisiyle ihracat gelirlerindeki artış da marjı desteklemiştir. Satışların hızlı arttığı bir yılda faaliyet giderlerinde önemli bir tasarruf sağlanmış ve faaliyet giderlerinin hasılat içindeki oranı 2020 yılında gerileyerek karlılığı desteklemiştir. 2018 yılında 98 mn TL olan EBITDA 2019 yılında ekonomik konjonktürün etkisiyle %27,5 daralarak 71 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise hem satış artışı hem de faaliyet marjlarındaki dengelenme ile birlikte EBITDA %216 oranında büyümüş ve 224,5 mn TL seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in EBITDA marjı ise %31,9'a yükselmiştir. Şirket döviz kredilerini önemli oranda TL kredisine dönüştürdüğü ve yüksek borçluluk oranına sahip olmadığı için önemli bir finansman gideri yazmamaktadır. Makina ekipman yatırımlarının bir kısmı banka kredisine ihtiyaç duyulmadan maliyeti görece düşük ticari borçlarla finanse edilmektedir. Bu durum Şirket'in finansal borçluluk rasyolarında ciddi bir bozulma olmamasını sağlamaktadır. Artan satışlar ve brüt kar marjına karşılık, düşük finansman giderleri nedeniyle Şirket'in net dönem karı 2020 yılında güçlü bir büyüme sergilemiş ve 144,5 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Gelir Tablosu

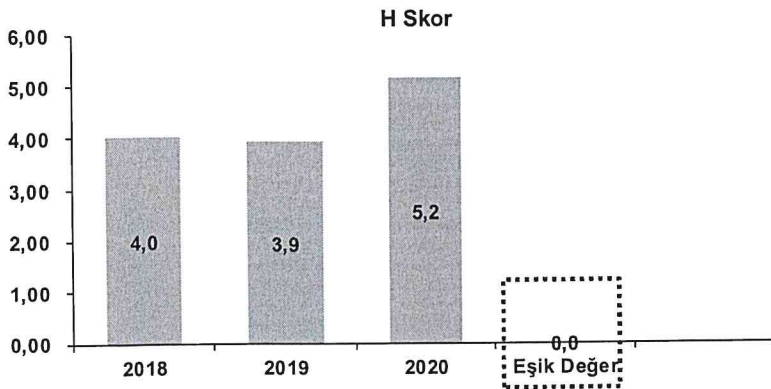
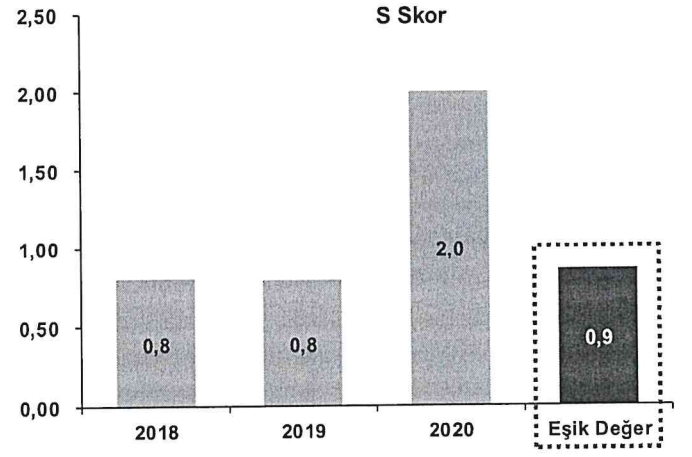
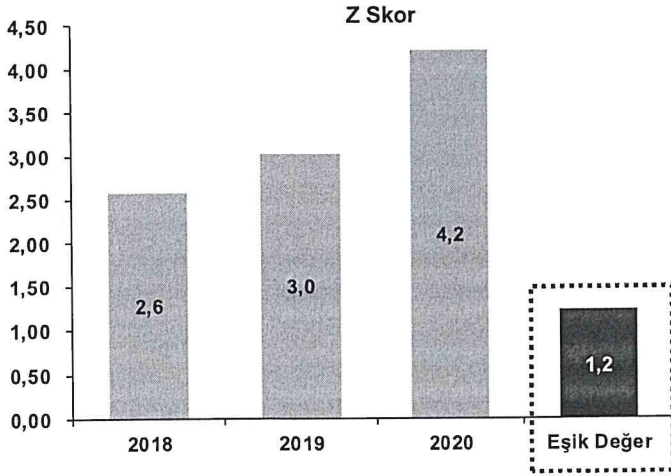
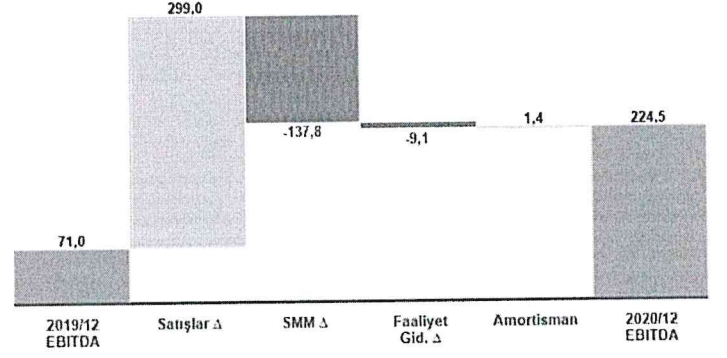
31 Aralık, TL	2018 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2018-2020 YBBO (%)
Qua Granite				
Net Satışlar	331.464.705	403.815.957	702.771.654	45,6%
Değişim		21,8%	74,0%	
Satışların Maliyeti	(211.964.659)	(302.534.406)	(440.287.403)	44,1%
Brüt Kar	119.500.046	101.281.551	262.484.251	48,2%
Brüt Marj	36,1%	25,1%	37,3%	
Genel Yönetim Giderleri	(11.056.809)	(9.866.009)	(11.551.927)	2,2%
Değişim		-10,8%	17,1%	
Satış-Pazarlama Dağ. Giderleri	(23.655.543)	(35.868.660)	(43.248.552)	35,2%
Değişim		51,6%	20,6%	
ARGE Giderleri	(1.510.008)	(1.838.123)	(1.906.520)	12,4%
Değişim		21,7%	3,7%	
EBITDA	97.969.009	71.030.867	224.477.278	51,4%
Değişim		-27,5%	216,0%	
EBITDA Marjı	29,6%	17,6%	31,9%	
Amortisman	(14.691.323)	(17.322.108)	(18.700.026)	12,8%
EBIT	72.319.984	66.089.280	214.199.049	72,1%
Değişim		-8,6%	224,1%	
EBIT Marjı	21,8%	16,4%	30,5%	
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	79.283.257	62.457.103	68.972.128	-6,7%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(90.240.959)	(50.076.582)	(60.550.331)	-18,1%
Yat. Faal. Gel., Net	429.484	816.978	(82.399)	
Fin. Gel.	31.027.660	19.678.696	35.447.745	6,9%
Fin. Gid.	(88.698.694)	(70.214.622)	(73.039.827)	-9,3%
Vergi Öncesi Kar	15.078.434	16.370.332	176.524.568	242,2%
Vergi	-	-	(6.613.679)	
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	4.466.188	(3.164.224)	(25.455.193)	
Net Kar	19.544.622	13.206.108	144.455.696	171,9%
Değişim		-32,4%	993,9%	
Net Marj	5,9%	3,3%	20,6%	

QUA

Net Kar Köprüsü (mTL)



EBITDA Köprüsü (mTL)

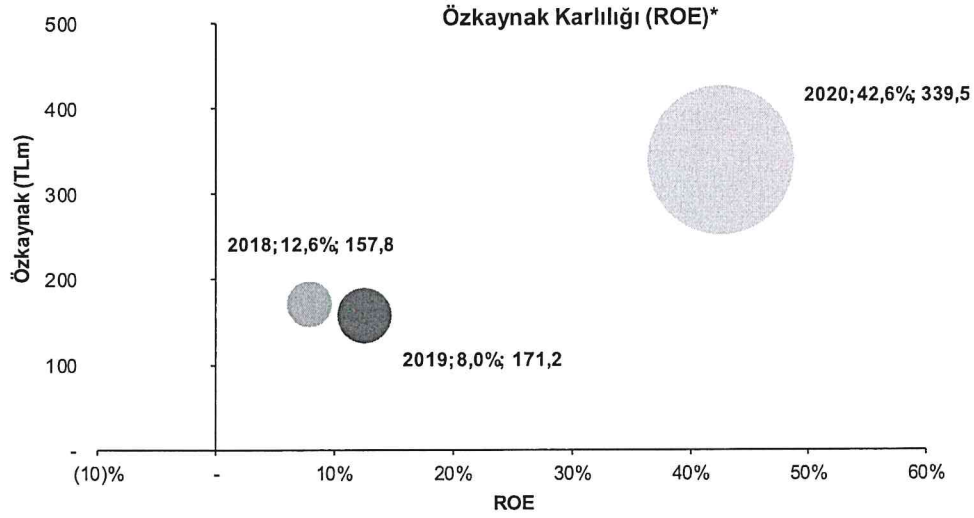


Temel finansal
güçlülük testleri
olan Z, H ve S
skorda 2021
yılında önemli
başarı

Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

QUA



*Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir.

● 2018 ● 2019 ● 2020

Likidite Rasyoları	2020	2019	2018	Referans
Cari Oran	1,44	0,88	0,91	1,0-1,5
Likidite Oranı	1,04	0,53	0,47	0,8-1,0
İşletme Sermayesi (TL)	224.310.025	45.554.743	50.072.425	Sektör
İşletme Sermayesi Yatırımı	178.755.282	-4.517.682	22.624.074	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	31,9%	11,3%	15,1%	Sektör
Borçluluk Oranları	2020	2019	2018	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	52,0%	66,3%	69,4%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	41,5%	76,9%	58,8%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	6,0	1,4	1,7	>3
Net Borç/EBITDA	0,8	2,5	1,7	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	42,3%	57,6%	54,2%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	9,7%	8,7%	15,2%	Sektör
Özkaynak/Pasif	48,0%	33,7%	30,5%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	108,2%	196,7%	227,5%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	55,8%	48,4%	39,5%	Sektör
Karlılık Oranları	2020	2019	2018	Referans
Brüt Marj	37,3%	25,1%	36,1%	Sektör
EBIT Marjı	30,5%	16,4%	21,8%	Sektör
EBITDA Marjı	31,9%	17,6%	29,6%	Sektör
Net Kar Marjı	20,6%	3,4%	6,0%	Sektör
ROE	42,6%	8,0%	12,6%	>Tahvil Getirisi
ROA	30,3%	13,0%	14,0%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2020	2019	2018	Referans
Yatırım/Amortisman	95,1%	69,9%	129,1%	>%100
Yatırım/Net Satış	2,5%	3,0%	5,7%	Sektör
EVA-TL	129.528.262	19.956.998	24.552.151	>0
ROIC	47,7%	27,0%	28,6%	>AOSM
CRR	63,9%	60,6%	76,4%	<%100

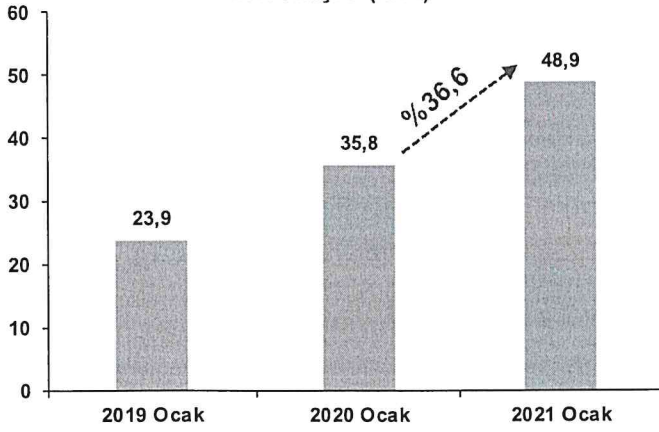
Güçlü Finansal Rasyolar

- 2020 yılında tahvil faizlerinin oldukça üzerinde ROE (%42,5)
- Faiz karşılama oranı ve Net Borç/EBITDA düşük borçluluğa işaret ediyor
- AOSM'nin üzerinde olan ROIC firmanın son 3 yılda ekonomik katma değer ürettiğini göstermekte

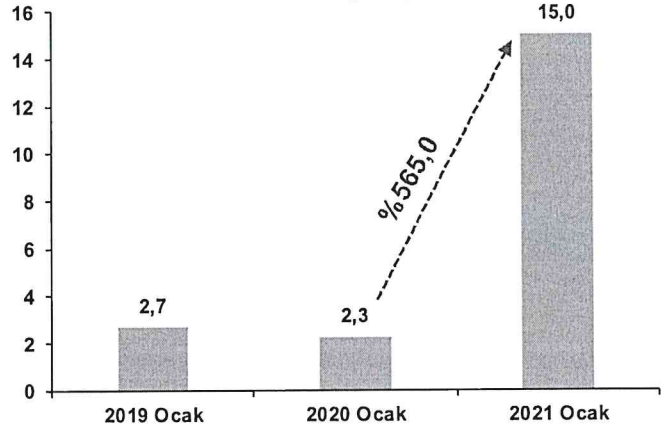
QUA

2021 Ocak Verileri**Yeni yıla güçlü başlangıç**

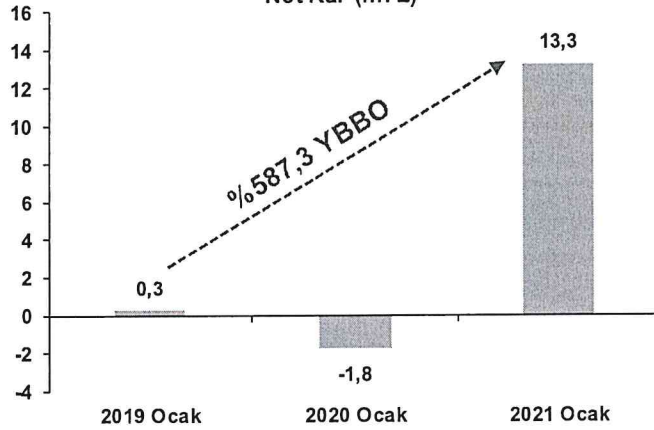
2021 yılı Ocak verileri son 3 yılın zirvesinde. 2021 yılı Ocak ayında net satış, EBITDA ve net kar Şirket'ten temin edilen VUK verilerine göre son 3 yılın en iyi seviyesi olarak kaydedilmiştir. Bu durum Şirket yönetiminin 2021 beklentilerini destekler niteliktedir. Ocak 2021 itibarıyla ihracatta pandeminin etkisiyle yeterli sayıda konteynır bulunamaması nedeniyle bozulma görülürken Şirket yetkililerinin aktarmış olduğu bilgiler çerçevesinde söz konusu problemin Şubat ayında önemli ölçüde çözüldüğü belirtilmiştir.

Net Satışlar (mTL)

Kaynak: Şirket VUK Verileri

EBITDA (mTL)

Kaynak: Şirket VUK Verileri

Net Kar (mTL)

Kaynak: Şirket VUK Verileri

Kovid Etkisi

Şirket, bu zorlu döneme katma değerli ürün portföyü, 60'tan fazla ülkeye yayılan ihracat ağı ve sağlam bir bilanço ile girdi

Likit bilanço ile pandemi dönemine girildi. Tüm dünyayı etkisi altına alan COVID-19'un (Koronavirüs) Şirket faaliyetlerine ve finansal durumuna olası etkileri, tüm açılardan titizlikle takip edilmekte ve Şirket yönetiminin bu olaydan mümkün olan en az şekilde etkilenmesi için gerekli aksiyonlar hızlıca alınmaktadır. Koronavirüs kaynaklı olarak gerek Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörde gerekse genel ekonomik aktivitede yaşanan gelişmeler/yavaşlama paralelinde Şirket'in faaliyet gösterdiği ülkelerde tedarik, üretim ve satış süreçlerinde aksamalar yaşanabilmektedir.

Süreç belirsizliğini korumakta. Koronavirüs etkisinin dünya ve Türkiye'de ne kadar süre ile devam edeceği, ne kadar yayılabileceği henüz net olarak tahmin edilememekte olup; etkilerin şiddeti ve süresi netleştiğçe orta ve uzun vade için daha belirgin ve sağlıklı bir değerlendirme yapma imkanı söz konusu olabilecektir. Bu kapsamda, salgının ekonomik etkilerinin belirsiz olması nedeniyle, Şirket'in operasyonları dolayısıyla finansal tabloları üzerindeki etkileri makul bir şekilde tahmin edilememektedir.

Optimum stok seviyesi korunmakta. Şirket, geçmiş tecrübelerinden ve diğer ilişkili şirketlerin deneyimlerinden faydalanarak etkin maliyet yönetimi ve güçlü likidite ile değişen faaliyet ortamına hızlı adapte olabilmek için gerekli tedbirleri almaktadır. Şirket, operasyonları kesintisiz sürdürebilmeyi ve likidite yönetimine daha fazla önem vererek bilanço ile ilgili olası risklerin yönetimini önceliklendirmiştir. Stokları optimum düzeyde tutup, özellikle ithal edilen hammaddeler için her türlü belirsizliğe karşı üretimi sorunsuz sürdürebilmek için planlamalar yapılmaktadır.

Çin özelinde, Uzak Doğu'daki üreticilerden tedarikin azalması ve ABD'nin ek gümrük vergileri getirmesi pandemi sonrası Türkiye'yi öne çıkaracaktır

Tedarik çeşitlenmesi ön planda olacak. Nitelikli inşaat faaliyetleri (lüks konut ve marka projeler) yurt içinde devam ederken, yurt dışında faaliyetlerine ara veren rakiplerin yarattığı üretim boşluğu Şirket tarafından doldurulmaktadır. Çin özelinde, Uzak Doğu'daki üreticilerden tedarikin azalması ve ABD'nin ek gümrük vergileri getirmesi Pandemi sonrası Türkiye'yi öne çıkaracaktır. Çin'den tüm dünyaya yayılan virüs nedeniyle, orta ve uzun vadede müşterilerin bu bölgede yerleşik tedarikçilerden alımlarını azaltacağı ve daha güvenli tedarik merkezlerine yöneleceği öngörülmektedir. Şirket, bu zorlu döneme katma değerli ürün portföyü, 60'tan fazla ülkeye yayılan ihracat ağı ve sağlam bir bilanço ile girdi.

Değerleme Değerleme Yöntemleri

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özetindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde şirketin sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.12.2019-31.12.2020) net dönem karı ve EBITDA ve 2021 tahmini EBITDA tutarları esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

QUA

Değerleme Metodolojileri

İNA

%10,2 ortalama kurumlar vergisi AOSM hesaplamasında kullanılmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin kapanış verisi olan %13,7 risksiz getiri olarak alınırken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz 5 yıllık haftalık beta ve %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %18,8 AOSM belirlenmiştir. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı ve benzer yurtiçi şirketlerin ortalama kaldırıcı kullanılmıştır. Özkaynağın defter değeri yerine rayiç değeri kullanan modeller AOSM hesaplamasında daha makul görülmektedir. Benzer şirketlerden kaldırıcısız beta hesaplaması yapılırken, yurtiçi seramik şirketlerinin düşük borçluluğu nedeniyle Şirket'in kaldırıcı ile hesaplanan kaldırıcı beta 1x seviyesinin altında kalmıştır. Muhafazakar tarafta durmak adına market betası olan 1x düzeltilmiş beta olarak AOSM modellemesinde yerini almıştır.

%18,8 AOSM belirlenirken Şirket'in projeksiyon döneminde düşük vergi oranına maruz kalacak olması AOSM'yi yükseltmektedir

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL		
Veriler		
Risksiz Faiz Oranı	13,7%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,0%	Market betası alınmıştır.
Borç/Özkaynak	17,2%	Yurtiçi sektör ortalaması optimum sermaye olarak belirlenirken elde edilen oran iterasyon ile test edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	14,7%	Yurtiçi sektör ortalaması optimum sermaye olarak belirlenirken elde edilen oran iterasyon ile test edilmiştir.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	10,2%	Şirket vergi avantajına sahiptir
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Market betası alınmıştır.
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	13,7%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Market betası alınmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	19,2%	Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	19,2%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	18,7%	Uzun vadede risksiz getiri +%5
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	14,7%	Yurtiçi sektör ortalaması optimum sermaye olarak belirlenirken elde edilen oran iterasyon ile test edilmiştir.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	85,3%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	10,2%	Şirket vergi avantajına sahiptir. Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	18,8%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

QUA

Net Borç

180,5 mn TL Net Borç ile 0,8x Net Borç/EBITDA

Finansal borçların önemli bir kısmı 2020'de TL'ye döndürüldü

Düşük borçluluk. Şirket'in 2020 bilançosunda yaklaşık 60,7 mn TL ilişkili taraf ve ilişkili olmayan taraflardan ticari olmayan alacak bulunmaktadır. İlişkili tarafların finansmanında kullanılan söz konusu hesabın önemli bir kısmı ana ortak Ali Ercan'a (33,9 mn TL) aittir. Diğer alacakların tamamına adat işletildiği ve Şirket yönetimince söz konusu tutarın tahsil edileceği beklendiği için tamamının nakit benzeri olarak kabul edilmesi adil bir yaklaşımdır. Bununla birlikte ana ortak Ali Ercan'dan olan alacağın cirolanan çek ve kısmen nakit ile kapatılması ve kalan kısmın halka arzda kapatılacağına dair izahnameye taahhüt verilmesi nedeniyle sadece Ali Ercan'dan kaynaklanan alacak nakit benzeri olarak kabul edilmiştir. Borçlar kısmına ise kısa ve uzun vadeli ticari borçlarda yer alan, hammadde sürekliliği için kullanılmayan, tek seferlik olan ve makine ekipman yatırımının finansmanı için kullanılan ticari borçlar işletme sermayesi olarak kabul edilmiş ve finansal borcun türevi gibi varsayılarak net borca eklenmiştir. Bağımsız denetim kısa ve uzun vadeli ticari borçlarda 29,9 mn TL makine finansmanı için kullanılan ticari çekleri muhasebeleştirmiştir.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

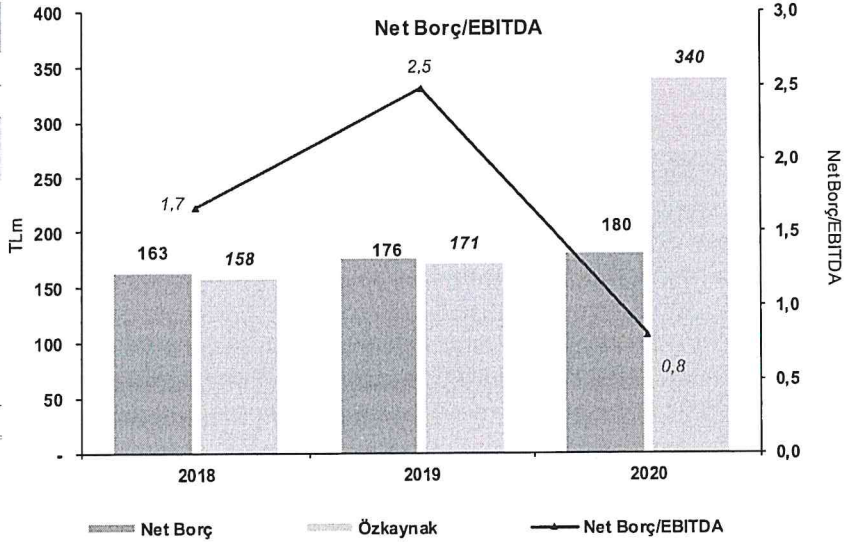
TLm	2018	2019	2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,9	0,3	20,6
Diğer Alacaklar*	-	-	33,9
Kısa Vadeli Borçlanmalar	76,8	108,1	112,6
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	10,5	17,7	27,3
Diğer Finansal Yük.	0,3	0,1	0,0
Kiralama İşlemlerinden Borç.**	10,7	8,1	3,7
Diğer Borçlar***	1,4	2,4	0,0
Uzun Vadeli Finansal Borç	43,7	29,1	61,5
Ticari Borçlar****	27,0	10,8	29,9
Net Borç	163,4	176,1	180,5
Özkaynak	157,8	171,2	339,5
Net Borç/Özkaynak	103,6%	102,8%	53,2%
Net Borç/EBITDA	1,7	2,5	0,8
EBITDA	98,0	71,0	224,5

*Ana ortak Ali Ercan'dan olan ticari olmayan alacakları kapsamaktadır.

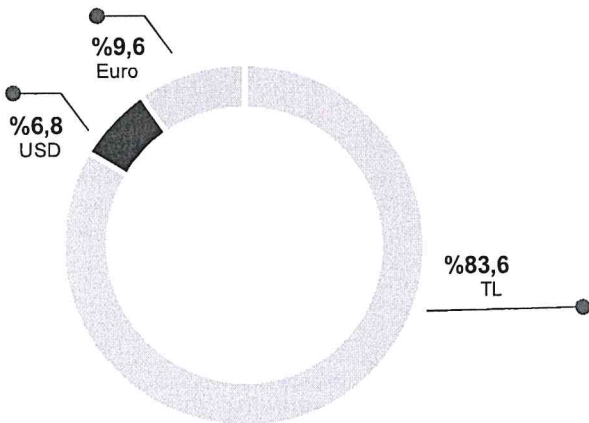
**Uzun ve kısa vadeli kiralama borçlarını kapsamaktadır.

***Uzun ve kısa vadeli diğer borçları kapsamaktadır.

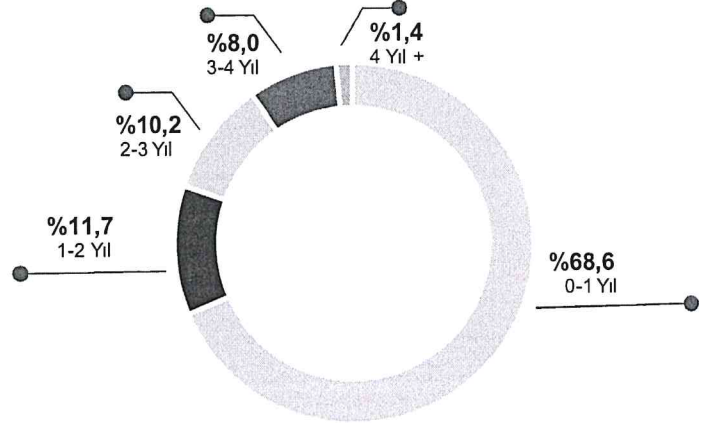
****Makine ekipman yatırımı için finansman bazlı uzun+kısa ticari çekleri kapsamaktadır



Finansal Borçların Kur Kırılımı (2020)



Finansal Borçların Vade Kırılımı (2020)



QUA

İşletme Sermayesi

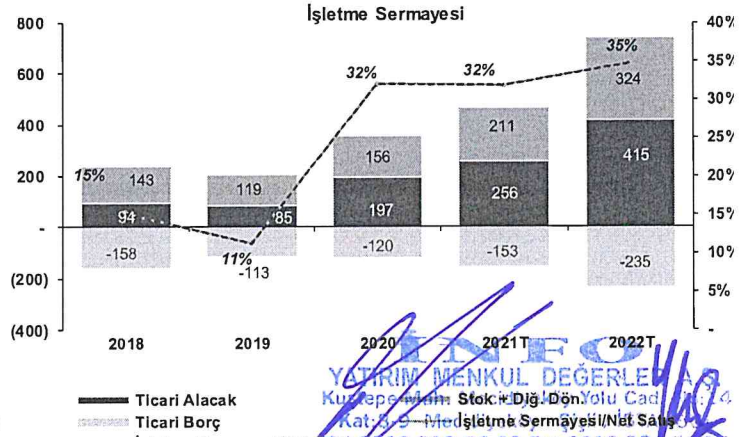
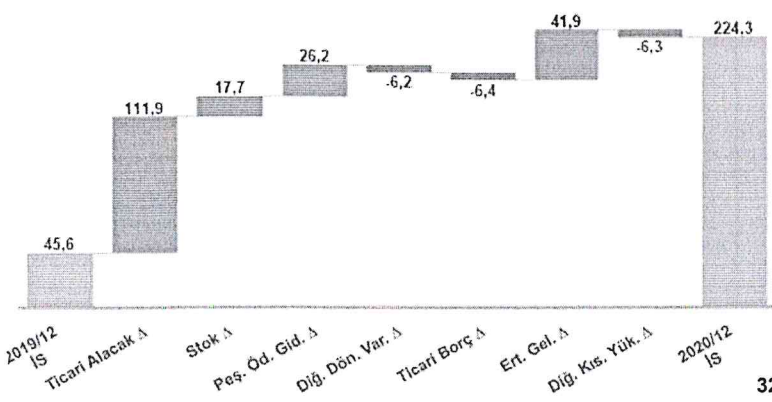
2020 yılında %32 olan işletme sermayesi/satış oranı yıllara sari %35'e yükselecek

Düşen faizler alacak ve borç vadelerinin açılmasını beraberinde getirecek

Büyüme destekleyen işletme sermayesi beklentileri. 2019 kriz yılı olarak görüldüğü için alacak ve borç vadeleri önemli oranda daralmıştır. 2020 yılında artan talebin de etkisiyle vadeler açılmaya başlamıştır. Bununla birlikte pandeminin etkisiyle ihracat pazarlarının kısmen kapanması alacak vadelerini uzatmıştır. İhracat alacaklarının tamamı için Eximbank sigortası bulunmaktadır. Şirket'in 2021-2023 dönemindeki hızlı büyüme destekleyebilmek adına bu dönemde alacak vadelerinin kısmen açılması ve geçmiş dönem ortalamasının üzerine çıkılması öngörülmektedir. Ayrıca ülkede enflasyonun düşecek olması ile azalan faizler vadenin açılmasını destekleyici unsur olarak görülmektedir. Stoklar içerisinde önemli bir ticari mal portföyü bulunduğu için stok gün süresine kırılım bazında bakılması daha adil görülmektedir. Yeni hatlar devreye girdikçe seri üretim artmakta ve bu durum optimum stok seviyesine olumlu yansımaktadır. Gelecek dönemde stok gün süresinde firma verimlilik beklemesine karşılık 2020 gün süresi kapasite artışı sonrası için de korunmuştur. Şirket'in yeni kapasitesinin devreye girmesi ile tedarikçiler nezdinde önemli bir alıcı konumuna yükselmesi ticari borç ödeme süresine kısmen olumlu yansıyacaktır. Ticari borç ödeme gün süresi hesaplanırken bağımsız denetimde kısa vadeli ticari borçlarda yer alan ve ekipman alımını finanse eden ilgili kısım çıkarılmış ve net borca ilave edilmiştir. Şirket yıl içerisinde ortalama bayilerinden avans temin edebilmektedir. 2020 yılı içerisinde de ortalama önemli bir avans finansmanı bayilerce firmaya sağlanmış olmasına rağmen yılsonu kapanış rakamında ertelenmiş gelir düşük kalmıştır. Yıl içi ortalama ve geçmiş veriler dikkate alınarak ortalama 15 günlük avans süresi modele entegre edilmiştir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize Yıl
Ticari Alacaklar	94	85	197	256	415	521	617	706	796	894	
Mamül Stokları	113	99	111	155	242	305	360	411	461	516	
Ticari Mal Stokları	9	5	10	7	7	7	8	9	11	12	
Kıs. Vad. Peş. Öd. Gid.	10	9	35	49	76	95	113	128	144	161	
Diğer Dönen Varlıklar	11	6	0	0	0	1	1	1	1	1	
Ticari Borçlar	158	113	120	153	235	294	346	394	443	495	
Ertelenmiş Gelirler	28	44	2	35	52	65	77	88	99	112	
Diğer Kısa Vad. Yük	1	1	7	9	13	16	19	22	25	27	
Satışlar	331	404	703	850	1.263	1.584	1.877	2.146	2.421	2.718	3.017
SMM (Amortisman Hariç)	199	288	424	508	747	932	1.098	1.251	1.406	1.571	
SMM (Amortisman & Ticari Mal Hariç)	190	237	313	436	679	856	1.011	1.153	1.296	1.448	
Ticari Mal Maliyeti	9	50	111	73	68	76	87	98	110	123	
Alacak Gün Sayısı	104	77	102	110	120	120	120	120	120	120	
Mamül Stok Gün Sayısı	216	152	130	130	130	130	130	130	130	130	
Ticari Mal Stok Gün Sayısı	385	36	33	35	35	35	35	35	35	35	
Borç Gün Sayısı	291	144	103	110	115	115	115	115	115	115	
Kıs. Vad. Peş. Öd. Gid. Gün Sayısı	20	13	41	41	41	41	41	41	41	41	
Diğ. Dön. Gün Sayısı	12	6	0	0	0	0	0	0	0	0	
Diğer Kıs. Yük. Gün Sayısı	2	1	6	6	6	6	6	6	6	6	
Ert. Gel. Gün Sayısı	31	40	1	15	15	15	15	15	15	15	
İşletme Sermayesi	50,1	45,6	224,3	270,2	439,2	553,7	656,5	750,6	846,3	949,5	1.054,0
Değişim		(4,5)	178,8	45,9	169,0	114,6	102,8	94,1	95,6	103,3	104,5
İşletme Sermayesi/Satış	15%	11%	32%	32%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%

İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)



QUA

Nakit Akışı

INA modeli ile tespit edilen 2.424 mn TL değer İNA Test Modülleri ile test edilmiştir

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi hisse başı 23,09 TL değer. 2021-2027 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modellesi aşağıda gösterilmektedir. Yönetimden alınan bilgilere göre Şirket 2027 sonuna kadar düşük oranda vergi ödeyecektir. Normalize vergi oranına ulaşılması, karlılık, yatırım ve büyümede normalize verilerin oluşması için projeksiyon döneminde 2028 sonuna kadar tahminde bulunulmuştur. Normalize yıl sonrası ise %5 devam eden değer büyümesi uygulanırken uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 5,8x olarak hesaplanmıştır. Bu durum sektördeki doygunluğa ulaşmış şirketlerin EV/EBITDA ortalamasının altında muhafazakar bir devam eden değer büyümesine işaret etmektedir. Elde edilen İNA değeri Test Modülleri ile test edilmiştir. Nihai değere göre oluşan değerlendirme çarpanları rasyonel bir noktadır. Projeksiyonda yıllık EBITDA artışı ve toplam yatırım arasındaki denge her bir yıl için korunmuş ve geri dönüş sürelerinin projeksiyon döneminde ortalama 2,5 yılın altına düşmemesi sağlanmıştır.

İNA (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar	331	404	703	850	1.263	1.584	1.877	2.146	2.421	2.718	3.017	
Değişim		22%	74%	21%	49%	25%	19%	14%	13%	12%	11%	
EBITDA	98	71	224	265	405	515	618	713	810	917	1.018	
Değişim		-27%	216%	18%	53%	27%	20%	15%	14%	13%	11%	
EBITDA Marjı	29,6%	17,6%	31,9%	31,2%	32,1%	32,5%	32,9%	33,2%	33,5%	33,7%	33,7%	
Esas Faaliyet Karı	83	54	206	238	350	456	559	649	743	848	949	
Değişim		-36%	283%	16%	47%	30%	22%	16%	14%	14%	12%	
Vergi	0,0%	0,0%	3,7%	4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	19,0%	19,1%	19,2%	20,0%	
Operasyonel Vergiler	-	-	(8)	(10)	-	-	-	(123)	(142)	(163)	(190)	
Amortisman	(15)	(17)	(19)	(27)	(55)	(58)	(60)	(63)	(67)	(69)	(69)	
Net Yatırım Giderleri	(19)	(12)	(18)	(513)	(69)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	
Yatırım/Satış	5,7%	3,0%	2,5%	60,4%	5,4%	2,5%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	
Yatırım/Amortisman	1,3	0,7	1,0	19,0	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	
İşletme Sermayesi Değiş.	0	5	(179)	(46)	(169)	(115)	(103)	(94)	(96)	(103)	(104)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı	79	63	20	(304)	168	360	476	455	532	611	684	732 775 5.880
Değişim		-%19,7	-%68,1	m.d.	m.d.	%114,9	%32,1	-%4,2	%17,0	%14,7	%11,9	%7,0 %6,0 %5,0
AOSM	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
İndirgenmiş Nakit Akımı				(279)	129	234	260	209	206	199	187	169 150 1.140

Firma Değeri	2.605
Uç Değer Payı	43,8%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,8
Net Borç	180
Piyasa Değeri	2.424
Hisse Sayısı	105
Hisse Fiyatı	23,09

İNEO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kuştepe Mah. Mecidiyeköy Yolu Cad. No: 10
Kat: 8/5 Mecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 324 00 00
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 003 6737
Mersis No: 0478 0036 7870 0011

İNA Test Modülü

Mali Veriler (mTL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize
EBITDA	98	71	224	265	405	515	618	713	810	917	1018
Özkaynak	158	171	340	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Normalize Net Kar	20	13	144	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.

Hedef Çarpanlar	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize
Hedef PD/DD	15,4	14,2	7,1	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
ROE	12,6%	8,0%	42,6%	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Hedef F/K	124,0	183,6	16,8	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Hedef EV/EBITDA	26,6	36,7	11,6	9,8	6,4	5,1	4,2	3,7	3,2	2,8	2,6

Yatırımın Geri Dönüşü	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize
Yatırım/Amortisman	1,3	0,7	1,0	19,0	1,3	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Yatırım/Satış	5,7%	3,0%	2,5%	60,4%	5,4%	2,5%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,3%
EBITDA Artışı	m.d.	(27)	153	41	140	109	104	94	98	107	101
Toplam Yatırım	(19)	(8)	(197)	(559)	(238)	(155)	(143)	(134)	(136)	(143)	(144)
Geri Dönüş Süresi (Yıl)	m.d.	0,3	-1,3	-13,8	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3	-1,4

QUA

İNA Varsayımları

2020 sonrası dengeli iç piyasa büyümesi beklenirken, ihracattaki büyümenin ana dinamiği ABD satışları olacak

2021 yılında 493,4 mn TL yeni hat yatırımı ile kapasite 3 katına çıkmış olacak

Şirketin kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı ve benzer şirketlerin ortalamaya kaldırıcı kullanılmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin kapanış verisi olan %13,7 risksiz getiri olarak alınırken en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz 5 yıllık haftalık beta ve %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %18,8 AOSM belirlenmiştir

Benzer şirketlerden kaldırıcı beta hesaplaması yapılırken yurtiçi seramik şirketlerinin düşük borçluluğu nedeniyle şirketin kaldırıcı ile hesaplanan kaldırıcı beta 1x seviyesinin altında kalmıştır. Muhafazakar tarafta durmak adına market betası olan 1x düzeltilmiş beta olarak AOSM modellemesinde yerini almıştır

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının yıl ortasında üretileceği varsayılırken uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 5,8x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmekte

Temel Varsayımlar

2021'de iç pazarda baz etkisi. 2020 yılında karlılığı yüksek ürün gruplarının toplam satış hacmindeki payı %78,1 seviyesine yakın seyredirken, 2021 yılında yeni hat yatırım sonrası deneme üretimlerinin etkisiyle söz konusu oranın %75'e gerileyeceği ve sonraki yıllarda hatların oturması ve deneme ürünlerinin tamamlanması ile 2020 seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır. İç piyasada üretimden satışlarda miktarsal bazda %58,3'lük bir büyüme sergilenirken, 2021 yılında baz etkisi ile büyüme ivmesinin %23'e gerileyeceği beklenmektedir. Yönetim tarafından 2021 yılının son 4 ayında devreye girecek yeni kapasitenin 2022'de tam kapasite ile çalışması sayesinde %35'lik iç pazar büyümesi öngörülmektedir. İç piyasada miktarsal büyümelerin yıllara sari ivme kaybedeceği varsayılmıştır.

Pandeminin etkisinin azalması ile 2021 yılında güçlü ihracat. İhracatta üretimden satışlarda miktarsal büyüme 2020 yılında güçlü iç talep nedeniyle %4 seviyesinde kalmıştır. İç talebin güçlü seyrettiği yıllarda firma yurtiçine ürün satmayı tercih edebilmektedir. 2021 yılında iç piyasada baz etkisi nedeniyle dengeli bir dönem beklenirken, pandeminin etkisinin azalması ile ihracatta artış olacağı varsayılmaktadır. Özellikle yeni yatırımın etkisi ile ABD pazarına giriş yapılması beklenmektedir. Hem yurtiçi hem de yurtdışı büyümelerini destekleyici bir şekilde alacak vadelerinin 2021 ve 2022 yılında açılacağı modelde dikkate alınmıştır. Bununla birlikte Şirket ilişki taraf firmasından önemli miktarda ticari mal alıp mevcut müşterilerine satmaktadır. Yeni kapasitenin önemli bir kısmının söz konusu ticari mal alımının azaltılmasına neden olacak şekilde üretimden satışlarda kullanılacağı için yurtiçi ve yurtdışı üretimden satışlardaki artışlar pazarlama faaliyeti gerçekleşmeden mevcut müşterilere yönlendirilebilecektir.

Ürün fiyat artışları enflasyona paralel. Yurtiçi ürün fiyatlarının beklenen enflasyon rakamlarına paralel bir artış sergileyeceği varsayılmaktadır. İhracattaki büyümenin gelecek 2 yıldaki en büyük parametresi dünyanın en güçlü seramik pazarı olan ABD'ye satışlar olacaktır. ABD yatırımı için depo satın alınmış ve ekipler kurulmuştur. Yeni yatırımın tamamlanması sonrası pazarlama faaliyetlerine başlanılacaktır. İhracatta karlılığı yüksek ürün grupları satılmakta olup, ürün fiyatlarının gelecek yıllarda beklenen enflasyon kadar artacağı öngörülmektedir.

Yatırım döneminde iade oranı kısmen artırıldı. Yıllara sari hem yurt içi hem de yurt dışında ticari mal gelir payının azalacağı varsayılırken, yeni yatırım döneminde satışlardan iade oranının geçmişin üzerine çıkacağı ve 2023 sonrası tekrardan normalize seviyeye yakınsayacağı öngörülmektedir.

Büyüme desteklemek adına personel sayısı 2 katına çıkacak. Şirket'in personel hariç birim satılan malın maliyeti kalemlerinin beklenen enflasyon kadar artacağı ve nominal maliyet kalemlerinin ise miktarsal satışa paralel büyüyeceği varsayılmıştır. 2020 yılında ortalama 575 olan toplam çalışan sayısının yeni hat yatırımı ile 2023 yılında 1.031'e kadar yükseleceği beklenmektedir. Pazarlama giderlerinin yıllık reel büyüme + beklenen enflasyon kadar artacağı öngörülürken genel yönetim giderlerinin beklenen enflasyona paralel seyredeceği varsayılmıştır. Bazı genel yönetim gider kalemlerinin ise satışa paralel bir artış sergileyeceği modellenmiştir. Bununla birlikte faaliyet giderlerinde yer alan reklam giderlerinin halka arz yılı olması nedeniyle tarihi ortalamasının üzerinde seyredeceği öngörülmektedir. Yeni hat yatırımı nedeniyle pazarlama giderlerinde çalışan beyaz yaka çalışan sayısında önemli bir artış dikkate alınmıştır.

Büyüme destekleyebilmek adına işletme sermayesi ve kapasite yatırımı. Kapasite artış bütçesinin 567 mn TL olması beklenirken, 2020 yılında yatırım 7,0 mn TL fiili yatırım, 28,2 mn TL de avans ödemesi gerçekleştirilmiştir. 2021 yılında 493,4 mn TL kapasite ve 20 mn TL idame yatırım harcaması yönetim tarafından bütçelenirken, kapasite yatırımının 43,8 mn TL'lik kısmı 2022'de tamamlanacaktır. Yönetim sonraki yıllarda mevcut kapasiteyi korumak adına yıllık yatırımların 40 mn TL olacağını varsaymaktadır. 2020 yılında işletme sermayesi satış payı %32 olarak gerçekleşirken, sonraki yıllarda büyüme destekleyebilmek adına söz konusu oranın %35'e yükseleceği beklenmektedir. Gelecek yıllarda enflasyonun da düşecek olması vadelerin açılmasını beraberinde getirebilmektedir.

QUA

Temel İNA Varsayımları

Makro Tahminler	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	
TL Enflasyon	13,0%	11,0%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	
USD Enflasyon	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Euro Enflasyon	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
USD/TL avg.	7,72	8,36	8,97	9,63	10,24	10,79	11,37	
EUR/TL avg.	8,83	9,57	10,27	11,02	11,72	12,35	13,01	
GSYH %	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Satış Modeli	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış Hacmi								
Yurtiçi								
Teknik Granit (m ²)	7.112.723	8.748.650	11.810.677	13.582.279	14.668.861	15.402.304	16.018.396	16.498.948
Büyüme	58,3%	23,0%	35,0%	15,0%	8,0%	5,0%	4,0%	3,0%
Birim Fiyat (TL/m ²)	39,8	44,6	50,0	55,0	60,5	65,9	71,2	76,9
Net Satışlar (mTL)	283,4	390,3	590,3	746,8	887,2	1.015,3	1.140,4	1.268,6
Ticari Satışlar (mTL)	51,3	41,9	42,1	47,6	54,7	62,3	70,2	79,2
Toplam Gelir (mTL)	334,8	432,1	632,4	794,4	941,9	1.077,6	1.210,7	1.347,9
Yurtdışı								
Teknik Granit (m ²)	3.736.182	4.857.036	7.042.703	8.099.108	8.747.037	9.184.388	9.643.608	10.125.788
Büyüme	4,0%	30,0%	45,0%	15,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Birim Fiyat (TL/m ²)	67,2	76,0	84,3	92,7	102,0	111,2	120,1	129,7
Net Satışlar (mTL)	251,1	368,9	593,8	751,2	892,4	1.021,3	1.158,2	1.313,4
Ticari Satışlar (mTL)	111,4	54,2	37,3	39,1	43,8	48,6	53,5	58,8
Toplam Gelir (mTL)	362,6	423,1	631,1	790,3	936,2	1.070,0	1.211,7	1.372,2
Diğer Ticari Mal Geliri	10,4	7,6	11,8	15,0	17,8	20,4	23,0	25,8
İadeler	-5,0	-12,9	-12,8	-16,0	-19,0	-21,7	-24,5	-27,5
Net Satışlar (mTL)	702,8	849,9	1.262,6	1.583,7	1.876,9	2.146,3	2.420,9	2.718,4
Değişim	74,0%	20,9%	48,6%	25,4%	18,5%	14,4%	12,8%	12,3%
Satılan Malın Maliyeti	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hammadde (TL)	44,1	62,5	96,1	121,5	144,4	165,3	186,3	208,7
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	4,1	4,6	5,1	5,6	6,2	6,7	7,3	7,8
Kimyevi Maddeler (TL)	39,9	56,5	87,0	110,0	130,7	149,6	168,6	189,0
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	3,7	4,2	4,6	5,1	5,6	6,1	6,6	7,1
Boya (TL)	11,3	16,0	24,6	31,2	37,0	42,4	47,8	53,5
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	1,0	1,2	1,3	1,4	1,6	1,7	1,9	2,0
Elektirik & Doğalgaz (TL)	94,0	133,2	204,8	259,1	307,8	352,3	397,1	445,0
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	8,7	9,8	10,9	12,0	13,1	14,3	15,5	16,7
Paketleme (TL)	36,1	51,2	78,8	99,7	118,4	135,5	152,8	171,2
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	3,3	3,8	4,2	4,6	5,1	5,5	6,0	6,4
Diğer Çeşitli Malz. (TL)	26,1	37,0	56,9	72,0	85,6	97,9	110,4	123,7
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	2,4	2,7	3,0	3,3	3,7	4,0	4,3	4,6
Diğer Çeşitli Giderler (TL)	5,5	7,9	12,1	15,3	18,2	20,8	23,4	26,3
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0
Polisaj Malz. (TL)	28,4	40,2	61,9	78,3	93,0	106,5	120,0	134,5
Büyüme		41,7%	53,8%	26,5%	18,8%	14,5%	12,7%	12,1%
Birim Fiyat (TL/m ²)	2,6	3,0	3,3	3,6	4,0	4,3	4,7	5,1
Personel Maliyeti (TL)	25,2	31,4	56,6	69,0	75,9	82,7	89,3	96,5
Büyüme		24,4%	80,4%	21,9%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Çalışan Sayısı	429	472	767	850	850	850	850	850
Çalışan Başı Maliyet	58.836	66.485	73.798	81.178	89.296	97.332	105.119	113.528
Amortisman	16,0	24,0	49,3	52,2	53,4	56,6	59,9	61,1
Diğer	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ticari Mal Maliyeti	111,3	72,5	68,4	76,3	87,2	98,5	110,0	122,9
Toplam SMM	440,3	532,4	796,5	984,6	1.151,6	1.308,0	1.465,7	1.632,3
Brüt Kar	262,5	317,5	466,1	599,1	725,3	838,3	955,2	1.086,2
Brüt Marj	37,3%	37,4%	36,9%	37,8%	38,6%	39,1%	39,5%	40,0%

QUA

Temel İNA Varsayımları

Pazarlama Gid.	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Personel Maliyeti (TL)	4,0	5,2	6,3	7,6	8,3	9,1	9,8	10,6
Büyüme		29,5%	21,1%	19,2%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Ort. Çalışan Sayısı	48	55	60	65	65	65	65	65
Çalışan Başı Maliyet	84.192	95.137	105.602	116.162	127.778	139.279	150.421	162.454
Navlun Gid. (TL)	28,8	33,6	50,1	62,8	74,4	85,0	96,2	109,0
Yurtdışı Satış Payı	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Reklam ve Fuar Gid. (TL)	3,6	12,7	18,9	23,8	28,2	32,2	36,3	40,8
Satış Payı	0,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Amortisman (TL)	1,5	2,1	4,2	4,5	4,6	4,8	5,1	5,2
Diğer (TL)	5,2	9,1	13,4	16,8	19,8	22,7	25,5	28,7
Satış Payı	0,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Toplam Paz. Gid. (TL)	43,2	62,8	93,0	115,3	135,2	153,7	173,0	194,2
Satış Payı	6,2%	7,4%	7,4%	7,3%	7,2%	7,2%	7,1%	7,1%
Genel Yön. Gid.	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Personel Maliyeti (TL)	4,7	5,6	6,6	7,6	8,4	9,2	9,9	10,7
Büyüme		20,0%	17,5%	16,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Ort. Çalışan Sayısı	81	86	91	96	96	96	96	96
Çalışan Başı Maliyet	57.623	65.114	72.277	79.504	87.455	95.326	102.952	111.188
Dış. Sağ. Fay.Hiz. (TL)	2,6	3,2	4,8	6,0	7,1	8,2	9,2	10,3
Satış Payı	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Amortisman (TL)	0,9	1,1	2,2	2,4	2,4	2,6	2,7	2,8
Diğer (TL)	3,4	5,0	7,4	9,3	11,0	12,5	14,2	15,9
Satış Payı	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Toplam Gen. Yön.Gid. (TL)	11,6	14,9	21,0	25,3	28,9	32,4	35,9	39,7
Satış Payı	1,6%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
ARGE Gid. (TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Personel Maliyeti (TL)	1,2	1,5	1,7	1,9	2,1	2,2	2,4	2,6
Büyüme		19,3%	16,8%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Ort. Çalışan Sayısı	18	19	20	20	20	20	20	20
Çalışan Başı Maliyet	67.645	76.439	84.848	93.332	102.666	111.906	120.858	130.527
Amortisman (TL)	0,3	0,3	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Diğer (TL)	0,4	0,5	0,8	1,0	1,1	1,3	1,5	1,7
Satış Payı	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Toplam ARGE Gid. (TL)	1,9	2,3	3,1	3,5	3,9	4,3	4,7	5,1
Satış Payı	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

QUA

Projeksiyon									
31 Aralık, TLm	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2020-2027
Qua Granite									YBBO (%)
Net Satışlar	702,8	849,9	1.262,6	1.583,7	1.876,9	2.146,3	2.420,9	2.718,4	21,3%
Değişim		20,9%	48,6%	25,4%	18,5%	14,4%	12,8%	12,3%	
Satışların Maliyeti	(440,3)	(532,1)	(795,3)	(983,4)	(1.150,4)	(1.306,8)	(1.464,4)	(1.631,2)	20,6%
Brüt Kar	262,5	317,8	467,3	600,3	726,5	839,5	956,4	1.087,3	22,5%
Brüt Marj	37,3%	37,4%	37,0%	37,9%	38,7%	39,1%	39,5%	40,0%	
Faaliyet Giderleri	(56,7)	(79,9)	(117,0)	(143,9)	(167,9)	(190,3)	(213,5)	(238,8)	22,8%
Genel Yönetim Giderleri	(11,6)	(14,9)	(20,9)	(25,2)	(28,9)	(32,4)	(35,9)	(39,6)	19,2%
Değişim		28,7%	40,8%	20,5%	14,5%	12,1%	10,9%	10,4%	
Satış-Pazarlama Dağ. Giderleri	(43,2)	(62,7)	(92,9)	(115,2)	(135,1)	(153,6)	(172,9)	(194,1)	23,9%
Değişim		45,0%	48,2%	24,0%	17,3%	13,7%	12,5%	12,3%	
ARGE Giderleri	(1,9)	(2,3)	(3,1)	(3,5)	(3,9)	(4,3)	(4,7)	(5,1)	15,0%
Değişim		20,1%	36,0%	13,0%	10,9%	10,1%	9,1%	8,4%	
EBITDA	224,5	265,0	405,3	514,7	618,3	712,6	810,1	917,1	22,3%
Değişim		18,0%	53,0%	27,0%	20,1%	15,2%	13,7%	13,2%	
EBITDA Marjı	31,9%	31,2%	32,1%	32,5%	32,9%	33,2%	33,5%	33,7%	
Amortisman	(18,7)	(27,1)	(55,0)	(58,3)	(59,7)	(63,4)	(67,1)	(68,6)	20,4%
EBIT	205,8	237,9	350,3	456,3	558,6	649,2	743,0	848,5	22,4%
Değişim		15,6%	47,2%	30,3%	22,4%	16,2%	14,4%	14,2%	
EBIT Marjı	29,3%	28,0%	27,7%	28,8%	29,8%	30,2%	30,7%	31,2%	
Yatırım	(17,8)	(513,3)	(68,8)	(40,0)	(40,0)	(40,0)	(40,0)	(40,0)	12,3%
Değişim		2785,1%	-86,6%	-41,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Yatırım/Satış	-2,5%	-60,4%	-5,4%	-2,5%	-2,1%	-1,9%	-1,7%	-1,5%	

Güçlü Finansal Rasyolar

- Satış büyümesinde 2021 yılında baz etkisi görülürken 2022'de yeni kapasitenin tam etkisi ortaya çıkmakta
- Yeni yatırımın etkisiyle artan amortisman ve personel giderleri 2022'de brüt marjı düşürürken yıllara sari katma değerli ürün payının artışı ile kar marjı yükselecek
- 2021 ve 2022'de yüksek yatırımın etkisiyle 2020-2027'de EBITDA'da YBBO %22,3 olacak

QUA

Piyasa Çarpanları Seçilmiş BİST Şirketleri

Seçilmiş şirket çarpanları 2.424 mn TL piyasa değerine işaret etmekte

32 seçilmiş BİST şirketi kullanıldı. Yurtiçindeki yatırımcıların risk-getiri algısı ve fiyatlamaya davranışlarını değer oluşumunda dikkate almak adına belirlenen kriterler sonrası seçilmiş şirketler örneklemleri oluşturulmuş ve bu şirketlerin medyan verilerine göre değer tespiti yapılmıştır. Değer tespitinde şirketlerin 04.03.2021 tarihli piyasa değerleri baz alınmıştır. Aşağıdaki tabloda seçilmiş BİST şirketlerinin belirlenmesinde kullanılan kriterler yer almaktadır. Seçilmiş şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarından değer belirlenirken söz konusu çarpanlara %50'şer ağırlık verilmiştir.

Kriterler	Açıklama	Özet Veriler
Piyasa Değeri	• Piyasa değeri 500 mn TL'nin üzerindeki şirketler alındı.	• Belirlenen şirketlerin piyasa değeri medyanı 1,9 milyar TL'dir.
Hacim	• Son 3 aylık günlük ortalama işlem hacmi 10 mn TL'nin altındaki şirketler elimine edildi.	• Belirlenen şirketlerin 90 günlük ortalama günlük işlem hacmi medyanı 69 mn TL'dir.
Pozitif EBITDA	• Veri açıklanmış ise 2020/12, açıklanmamış ise 2020/09 sonu itibarıyla yıllık EBITDA'sı negatif olan şirketler elimine edildi.	• Belirlenen şirketlerin yıllıklandırılmış EBITDA ve Net Kar medyanı 173 ve 127 mn TL'dir. EBITDA hesabında esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler dikkate alınmamıştır.
EV/EBITDA ve F/K Limitleri	• 30x'in üzerindeki ve 4x'ün altındaki elimine edildi	• Belirlenen şirketlerin 2020 EV/EBITDA ve F/K medyanı 11,7x ile 16,6x'dir.
Hacim/Halka Açık Piyasa Değeri	• %5 ve üstü alındı.	• Belirlenen şirketlerin hacim/halka açık piyasa değeri medyanı %12,4'dür.
Mali Tablo Açıklama	• 2020/12 mali tablosunu açıklamayanlar için 2020/09 verileri kullanıldı.	• İncelenen dönemde çarpan değerlemesi için göz önünde bulunan yurtiçi şirketlerin 4 tanesi 2020/12 mali tablolarını açıklamamıştır.
Sektör Sınıflaması	• Spor, eğlence ve finans sektörü hisseleri, ulaşım haberleşme, yazılım teknoloji, sağlık ve mali sektör şirketleri elendi.	• Belirlenen şirketlerin halka açık piyasa değeri medyanı 651 mn TL'dir.
Tarih	• Şirketlerin çarpanları 4 Mart 2021 tarihi itibarıyla kapanış fiyatlarına göre belirlenmiştir.	• Söz konusu tarih itibarı ile kriterlere elenme sonrası 32 BİST şirketi belirlenmiştir.

Seçilmiş BİST Şirketleri Piyasa Çarpanları							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	2020	2020
Şirket	BİST Kodu	PD (Milyon TL)	EV/EBITDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	2020	Net Borç/EBITDA	Net Borç/Özkaynak
Aksa Enerji	AKSEN	6.886	6,2	1,3	14,6	1,6	24,4%	20,4%	21,2%	1,7	62%
Alkim Kağıt	ALKA	999	10,5	2,2	11,9	4,8	6,3%	20,8%	21,1%	-1,3	-53%
Alkim Kimya	ALKIM	2.793	11,8	3,5	14,0	5,6	13,1%	27,5%	29,7%	-0,7	-29%
Aselsan	ASELS	39.170	9,9	2,4	8,8	2,2	33,7%	43,9%	24,4%	-0,1	-1%
Bilici Yatırım	BLCYT	645	14,1	5,0	23,9	3,4	-19,9%	-19,6%	35,4%	-0,6	-14%
Brisa	BRISA	9.196	11,5	2,6	17,0	6,4	18,9%	30,6%	22,3%	1,7	113%
Çemtaş	CEMTS	1.596	13,6	1,9	11,5	2,7	1,5%	-18,6%	14,0%	-0,9	-16%
Çimsa	CIMSA	2.975	8,2	1,7	16,9	1,9	10,5%	6,9%	21,4%	1,5	42%
Deva Holding	DEVA	6.397	10,2	3,7	9,8	3,9	33,8%	55,4%	36,4%	0,7	30%
Dyo Boya	DYOB	1.672	6,5	1,4	12,5	5,5	17,6%	45,5%	21,1%	1,2	121%
Ege Endüstri	EGEEN	4.938	24,3	8,9	18,7	7,0	-6,8%	-10,0%	36,6%	-2,2	-58%
Ege Gübre	EGGUB	2.204	14,5	3,1	21,6	7,2	37,0%	30,3%	21,7%	0,7	36%
Ege Profil	EGPRO	2.932	10,1	2,2	19,2	4,3	9,4%	20,1%	21,9%	0,0	0%
Ege Seramik	EGSER	1.019	6,8	1,5	10,6	2,4	19,9%	27,2%	22,2%	-0,6	-18%
Erbosan	ERBOS	1.281	18,3	2,2	15,0	2,7	0,7%	-9,2%	12,2%	-0,1	-2%
Gentaş	GENTS	884	13,1	2,0	23,7	3,3	-0,3%	-7,9%	15,5%	-0,5	-11%
Good-Year	GOODY	2.471	7,0	0,7	16,3	2,3	13,9%	29,7%	10,3%	-0,5	-14%
Ihlas Ev Aletleri	IHEVA	606	10,9	1,9	20,5	1,4	30,7%	31,7%	17,5%	0,2	2%
Konfrut Gıda	KNFRT	626	17,5	2,5	25,5	3,9	41,8%	-2,4%	14,2%	1,3	32%
Koza Altın	KOZAL	19.474	7,0	4,2	10,8	2,6	42,0%	46,3%	59,3%	-3,1	-78%
Kenan Gıda	KRVGD	3.486	16,7	3,5	28,5	4,2	37,4%	54,1%	21,2%	0,4	9%
Naturel Yenilenebilir Enerji Tı	NATEN	1.414	22,9	11,4	18,1	2,7	162,6%	177,1%	49,8%	3,0	40%
Orge Enerji Elektrik	ORGE	544	9,2	3,3	10,0	2,3	13,4%	13,8%	35,5%	-0,1	-2%
Otokar	OTKAR	9.022	15,4	3,6	14,6	9,0	31,6%	72,3%	23,1%	2,0	133%
Oyak Çimento	OYAKC	9.128	18,7	3,2	25,5	4,0	283,5%	277,5%	17,2%	0,6	13%
Petkim	PETKM	14.928	10,8	1,6	13,7	2,0	14,1%	10,7%	14,9%	2,6	61%
Pınar Et Ve Un	PETUN	1.022	11,6	1,3	10,7	1,3	9,6%	31,2%	11,2%	0,7	8%
Pınar Süt	PNSUT	1.064	13,0	0,7	26,5	1,0	16,8%	-2,5%	5,2%	2,9	29%
RTA Laboratuvarları	RTALB	927	23,8	7,4	19,0	6,7	130,0%	A.D	31,0%	0,3	9%
Tat Gıda	TATGD	1.452	11,3	2,0	8,7	2,1	-12,2%	64,7%	18,1%	1,3	26%
Mondi Tire Kutsan	TIRE	1.546	17,4	1,5	24,1	5,1	4,0%	-21,9%	8,6%	2,6	89%
Tukaş	TUKAS	2.402	14,0	3,7	20,3	6,3	61,8%	101,5%	26,5%	2,4	127%
Ortalama		4.865	13,0	3,1	17,0	3,8	33,8%	37,0%	23,1%	0,5	21%
Medyan		1.938	11,7	2,3	16,6	3,3	17,2%	27,5%	21,3%	0,5	9%
Minimum		544	6,2	0,7	8,7	1,0	-19,9%	-21,9%	5,2%	(3,1)	-78%
Maksimum		39.170	24,3	11,4	28,5	9,0	283,5%	277,5%	59,3%	3,0	133%
Qua Granite		2.424	11,7	3,7	16,6	7,1	45,6%	51,4%	31,9%	80%	53%

QUA

Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

**Yurtdışı benzer şirket çarpanları
1.892 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

16 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Yurtiçinde Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren halka açık firma sayısının az olması nedeni ile değerlemede Şirket'in bulunduğu sektörün dinamiklerini daha iyi yansıtabilmesi adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 4 Mart 2021 tarihidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır.

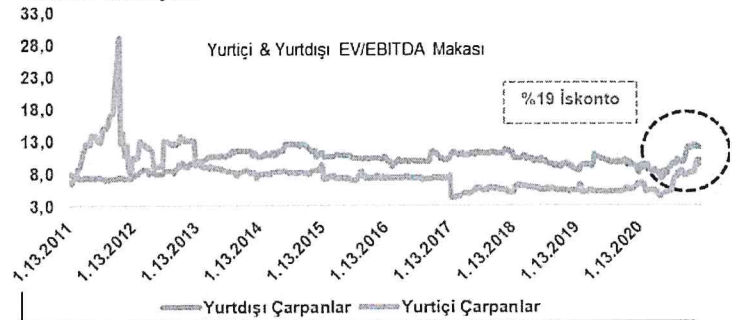
Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketleri		
Şirket	Ülke	Açıklama
Somany Ceramics Ltd	Hindistan	Somany seramik, duvar ve yer karoları üretmektedir. Grup, ürünlerini Avrupa, Orta Doğu, Avustralya, Yeni Zelanda, Mauritius, Güney Afrika ve Sri Lanka'ya ihraç etmektedir.
Dynasty Ceramic Pub Co Ltd	Tayland	Dynasty seramik, iç ve dış mekan inşaat ve dekorasyon için kullanılan seramik yer karoları üretmektedir.
Monalisa Grup Co Ltd A	Çin	Monalisa Group, seramik ürünler üretmektedir. Şirket, duvar ve yer karoları, porselen paneller, seramik sanatı ve diğer ürünleri üretilmektedir.
Union Mosaic Industry Pub Co	Tayland	Union Mosaic Industry, UMI, Duragress ve lila markaları altında seramik karolar üretmektedir.
Orient Bell Ltd	Hindistan	Orient Bell, sırlı beyaz, renkli ve dekoratif seramik duvar ve yer karoları üretmektedir.
Royal Ceramic Industry Pcl	Tayland	Royal seramik endüstrisi, seramik duvar karoları üretilmektedir. Ürünler RCI, Royal ve Hi-Class markaları altında pazarlanmaktadır. Royal seramik ürünlerini Hong Kong, Singapur, Kore, Almanya ve Birleşik Krallık'a ihraç etmektedir.
Rak Ceramics Bangladesh Ltd	Bangladeş	Rak Seramik çeşitli seramik ürünler üretmektedir. Şirketin ürünleri arasında seramik duvar ve yer karoları, dekorlar ve listellolar, kalemeler, kaplamalar bordürler ve köşeler yer almaktadır.
Kajaria Ceramics Ltd	Hindistan	Kajaria seramik, sırlı ve sırsız seramik duvar karoları üretmektedir. Şirket ayrıca diğer ülkelere ihraç yapmaktadır.
D&O Home Collection Co Ltd-A	Çin	D&O Home Collection, yüksek kaliteli ev koleksiyonu ürünlerini üretilmektedir. Şirket, seramik duvarlar, fayanslar, tuvaletler üretmektedir. D&O Home Collection ürünlerini yurt içi ve yurt dışında pazarlamaktadır.
Royal Ceramics Lanka Plc	Sri Lanka	Royal Ceramik Lanka, seramik ürünleri üretilmektedir.
Lanka Walltile Plc	Sri Lanka	Lanka Walltiles Plc, hem ihracat hem de yerel pazarlar için seramik duvar karoları üretmektedir.
Norcros Plc	İngiltere	Norcros Plc, seramik karo ve ev tipi duşlar üretmektedir. Şirket İngiltere, Güney Afrika ve Avustralya'da faaliyet göstermektedir.
Panariagrupo Industrie Ceram	İtalya	Panariagrupo Industrie Ceram çeşitli seramik ve yer karoları üretmektedir.
Norddeutsche Steingut Ag	Almanya	Norddeutsche Steingut Ag, seramik, granit ve memmer fayanslar gibi çeşitli zemin, duvar ve tezgah üstü ürünler üretmektedir. Şirket, banyolar ve mutfaklar için iç konut karoları imal etmekte ve ürünlerini perakendeciler ve yerel kendi yapı alışveriş merkezleri aracılığıyla satmaktadır. Şirket ağırlıklı olarak Almanya'da faaliyet göstermekte ve Avrupa içinde ihracat yapmaktadır.
Portobello SA	Brezilya	Portobello SA, seramik yapı malzemeleri ve dekoratif seramik ürünler üretilmektedir. Şirketin ürünleri inşaat endüstrisi tarafından cephe ve yüzey kaplama ürünleri olarak kullanılmaktadır. Ürünler arasında seramik yer karoları, duvar karoları ve seramik çatı kaplama malzemeleri bulunmaktadır. Şirket, ürünlerini Brezilya'da ve yurtdışında pazarlamaktadır.
Internacional De Ceramica	Meksika	Internacional de Ceramica, Meksika ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki üretim tesislerinde sırlı seramik yer ve duvar karoları üretilmektedir. Şirket ayrıca karo montajı için harç ve yapıştırıcılar da üretmektedir. Şirket, karolarını Meksika ve Amerika Birleşik Devletleri'nde satmaktadır.

Grafik:11 Son 7 yılda ortalama 7,26x EV/EBITDA ortalamasında gerçekleşen çarpanın son dönemde yükselişli dikkat çekiyor...



Kaynak: Bloomberg

Grafik:5 2011-2020 arasında yurtiçi sektör çarpanları yurtdışına göre ortalama %40 iskonto ile işlem görürken son dönemde iskonto azalmıştır..



Kaynak: Bloomberg

QUA

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				4 Mart	Son 12 Ay				Net Satış Artışı	FAVÖK Artışı	FAVÖK Marjı	Son 12 Ay	Cari	
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD*	EV/EBITDA 21T	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan	Somany Ceramics Ltd	SOMC IN	Hindistan	371	6,8	2,9	165,7	4,5	14,3	-10,9%	-24,4%	31,3%	0,7	53%
	Dynasty Ceramic Pub Co Ltd	DCC TB	Tayland	625	8,5	2,6	12,3	3,9	8,1	4,6%	20,4%	30,9%	1,0	55%
	Monalisa Grup Co Ltd A	002918 CH	Çin	1.293	13,3	1,8	17,8	2,8	15,4	16,0%	9,6%	13,3%	(0,8)	-16%
	Union Mosaic Industry Pub Co	UMI TB	Tayland	24	-55,9	0,7	(5,6)	0,6	N.A	0,1%	-51,8%	1,3%	30,6	73%
	Orient Bell Ltd	OBL IN	Hindistan	25	-1,7	0,5	-50,6	0,8	N.A	-18,3%	-23,7%	27,3%	0,2	10%
	Royal Ceramic Industry Pcl	RCl TB	Tayland	77	17,5	2,5	-38,4	2,8	4,7	3,2%	0,1%	14,0%	0,5	8%
	Rak Ceramics Bangladesh Ltd	RAKC BD	Bangladeş	495	10,4	1,4	22,1	0,8	N.A	-9,1%	-10,1%	13,8%	4,7	65%
	Kajaria Ceramics Ltd	KJC IN	Hindistan	2.160	18,2	-6,4	-69,6	-9,0	-32,1	-11,7%	-19,8%	47,8%	(0,3)	-13%
	D&O Home Collection	002798 CH	Çin	1.316	11,0	1,9	16,9	2,2	10,0	23,0%	71,8%	17,2%	1,1	25%
	Royal Ceramics Lanka Plc	RCL SL	Sri Lanka	131	-3,6	0,8	6,1	0,9	-4,7	5,0%	15,1%	28,0%	0,9	29%
	Lanka Walltile Plc	LWL SL	Sri Lanka	50	-4,0	0,9	7,2	1,0	-3,4	5,8%	49,1%	22,8%	(0,0)	-1%
	Ortalama			597	12,2	1,6	13,7	2,0	8,6	0,7%	3,3%	22,5%	3,5	26%
	Medyan			371	11,0	1,6	14,6	1,6	8,1	3,2%	0,1%	22,8%	0,7	25%
	Minimum			24	1,7	0,5	(5,6)	0,6	3,4	-18,3%	-51,8%	1,3%	(0,8)	-16%
Maksimum			2.160	55,9	6,4	69,6	9,0	32,1	23,0%	71,8%	47,8%	30,6	73%	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Avrupa Gelişmiş Ülkeler	Norcor Plc	NXR LN	İngiltere	289	(16,1)	0,9	69,2	2,0	6,9	-5,9%	A.D	-5,5%	(2,1)	31%
	Panariagrup Industrie Ceram	PAN IM	İtalya	68	9,7	0,7	(5,0)	0,4	6,4	-4,5%	-8,0%	7,1%	7,3	121%
	Norddeutsche Steingut Ag	NST GR	Almanya	20	-2,4	0,6	(2,6)	0,7	N.A	-3,5%	-8,5%	25,8%	1,6	130%
	Ortalama			178	9,7	0,7	A.D	1,0	6,7	-4,7%	-8,3%	9,1%	2,3	94%
	Medyan			178	9,7	0,7	A.D	0,7	6,7	-4,5%	-8,3%	7,1%	1,6	121%
	Minimum			68	(16,1)	0,6	(5,0)	0,4	6,4	-5,9%	-8,5%	-5,5%	(2,1)	31%
Maksimum			289	9,7	0,9	69,2	2,0	6,9	-3,5%	-8,0%	25,8%	7,3	130%	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Diğer Gelişmekte Olan Ülkeler	Portobello SA	PTBL3 BZ	Brezilya	251	18,0	1,3	12,1	3,4	6,4	-7,1%	-31,2%	7,4%	4,7	120%
	Internacional De Ceramica	CERAMICB MM	Meksika	297	5,8	1,0	142,1	2,2	N.A	-3,6%	5,0%	16,8%	2,2	135%
	Ortalama			116	11,9	1,1	12,1	2,8	6,4	-5,4%	-13,1%	12,1%	3,5	127%
	Medyan			71	11,9	1,1	12,1	2,8	6,4	-5,4%	-13,1%	12,1%	3,5	127%
	Minimum			16	5,8	1,0	12,1	2,2	6,4	-7,1%	-31,2%	7,4%	2,2	120%
Maksimum			262	18,0	1,3	142,1	3,4	6,4	-3,6%	5,0%	16,8%	4,7	135%	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 21T	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Global	Ortalama			468	11,9	1,4	12,1	1,9	9,0	-1,1%	-0,4%	18,7%	3,3	51%
	Medyan			270	10,7	1,0	12,2	2,0	7,5	-3,6%	-8,0%	17,0%	1,0	42%
	Minimum			20	-16,1	0,5	-5,6	0,4	3,4	-18,3%	-51,8%	-5,5%	-2,1	-16%
	Maksimum			2.160	55,9	6,4	165,7	9,0	32,1	23,0%	71,8%	47,8%	30,6	135%
	Qua Granite			1.892	10,7	2,95	12,24	5,57	7,53	45,6%	51,4%	31,9%	0,8	53%

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet.

QUA

Piyasa Çarpanları

BİST Taş Toprak Endeksi & Yurtiçi Benzerler

Yurtiçi benzerler, taş toprak endeksi ve yıldız pazar çarpanlarından sırasıyla 1.598 mn TL, 2.478 mn TL ve 2.084 mn TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır

Taş Toprak Endeksi ve yurtiçi benzerler. Qua Granite, faaliyet alanı anlamında BİST Taş & Toprak endeksindeki şirketler ile benzeşmektedir. Özellikle seramik ve porselen üreticileri olan Ege Seramik, Kütahya Porselen ve Uşak seramik Qua Granite ile benzer alanda faaliyet göstermektedirler. Taş & Toprak endeksi şirketlerinin çarpanları ile benzer şirketler olan Ege Seramik, Kütahya Porselen ve Uşak seramik şirketlerinin çarpanları ayrı ayrı olarak çarpan değerlemesinde dikkate alınmıştır. Şirket'in halka arz sonrası yıldız pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için yıldız pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur.

BİST Taş & Toprak Endeksi Şirketleri Piyasa Çarpanları							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	2020	2020
Şirket	BİST Kodu	PD (MilyonTL)	EV/EBITDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	2020	Net Borç/EBITDA	Net Borç/Özkaynak
Afyon Çimento	AFYON	1.992	49,3	7,7	116,7	4,1	24,2%	-12,9%	15,6%	2,1	18%
Akçansa	AKCNS	3.653	12,2	2,0	31,8	3,1	7,1%	-4,5%	16,4%	0,9	24%
Batı Çimento	BTCIM	2.311	113,1	4,0	(5,3)	7,0	0,8%	-61,1%	3,6%	47,8	514%
Batsöke Çimento	BSOKE	1.312	173,4	5,3	(3,8)	(26,5)	28,6%	A.D	3,0%	81,6	-2358%
Bursa Çimento	BUCIM	2.280	17,7	1,8	30,2	3,4	1,5%	-24,6%	9,9%	-1,1	-20%
Çimbeton	CMBTN	554	160,1	2,3	(48,1)	16,8	-1,3%	A.D	1,5%	6,3	69%
Çimsa	CIMSAA	2.975	8,2	1,7	16,9	1,9	10,5%	6,9%	21,4%	1,5	42%
Doğusan	DOGUB	164	(141,1)	25,1	(91,7)	9,1	23,6%	-2,1%	-17,8%	0,4	-2%
Ege Seramik	EGSER	1.019	6,8	1,5	10,6	2,4	19,9%	27,2%	22,2%	-0,6	-18%
Göлтаş Çimento	GOLTS	1.181	19,5	2,9	101,2	3,9	3,3%	-11,5%	14,6%	5,6	157%
Konya Çimento	KONYA	5.978	344,3	15,6	327,7	16,3	1,0%	-42,7%	4,5%	-3,4	-16%
Kütahya Porselen	KUTPO	2.120	78,7	5,5	63,7	5,6	0,6%	-11,4%	7,0%	0,7	5%
Niğbaş Niğde Beton	NIBAS	1.377	(541,8)	51,4	(212,0)	15,7	-4,9%	-9,6%	-9,5%	1,2	-4%
Nuh Çimento	NUHCM	9.463	19,4	5,5	16,6	5,3	20,8%	31,1%	28,1%	-0,3	-8%
Oyak Çimento	OYAKC	9.128	18,7	3,2	25,5	4,0	283,5%	277,5%	17,2%	0,6	13%
Uşak Seramik	USAK	598	9,7	1,7	80,4	1,5	24,4%	15,4%	17,7%	2,8	60%
Ortalama***		2.881	13,4	2,2	14,7	3,3	27,7%	12,7%	9,7%	9,1	-95%
Medyan***		2.056	12,2	1,9	16,6	3,4	8,8%	-7,1%	12,3%	1,1	9%
Minimum		164	(558,8)	1,5	(218,6)	(22,9)	-4,9%	-61,1%	-17,8%	(3,4)	-2358%
Maksimum		9.463	359,6	53,1	342,1	18,8	283,5%	277,5%	28,1%	81,6	514%
Qua Granite		2.478	12,2	3,8	16,6	7,3	45,6%	51,4%	31,9%	0,8	53%

Yurtiçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	2020	2020
Şirket	BİST Kodu	PD (MilyonTL)	EV/EBITDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	2020	Net Borç/EBITDA	Net Borç/Özkaynak
Ege Seramik	EGSER	1.019	6,8	1,5	10,6	2,4	19,9%	27,2%	22,2%	-0,6	-18%
Kütahya Porselen	KUTPO	2.120	78,7	5,5	63,7	5,6	0,6%	-11,4%	7,0%	0,7	5%
Uşak Seramik	USAK	598	9,7	1,7	80,4	1,5	24,4%	15,4%	17,7%	2,8	60%
Ortalama		1.245	8,2	1,6	10,6	2,0	14,9%	10,4%	15,6%	1,0	16%
Medyan		1.019	8,2	1,6	10,6	2,0	19,9%	15,4%	17,7%	0,7	5%
Minimum		598	6,8	1,5	10,6	1,5	0,6%	-11,4%	7,0%	(0,6)	-18%
Maksimum		2.120	78,7	5,5	80,4	5,6	24,4%	27,2%	22,2%	2,8	60%
Qua Granite		1.598	8,2	2,5	10,6	4,7	45,6%	51,4%	31,9%	80%	53%

Yıldız Pazar Şirketleri Piyasa Çarpanları							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	2020	2020
Şirket	PD (MilyonTL)	EV/EBITDA20	EV/Satışlar20	F/K20	PD/DD20	2018-2020 YBBO(%)	2018-2020 YBBO (%)	2020	Net Borç/EBITDA	Net Borç/Özkaynak	
Ortalama	10.407	10,7	1,7	15,1	2,5	21,7%	37,2%	18,6%	2,8	186%	
Medyan	5.300	10,1	1,5	14,4	2,3	17,7%	29,5%	17,2%	0,8	32%	
Minimum	804	(1,4)	(0,8)	(426,5)	(26,5)	-23,8%	-75,9%	0,8%	(6,9)	-2358%	
Maksimum	62.216	344,3	19,2	402,2	231,6	283,5%	572,7%	59,3%	81,6	11383%	
Qua Granite	2.084	10,1	3,2	14,4	6,1	45,6%	51,4%	31,9%	80%	53%	

*Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken spor hisseleri, bankacılık ve sigorta gibi finansal sektörde yer alan hisseler, GYO ve GSYO'lar ile mali sektör şirketleri elimine edildi. Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30 üzeri olanlar ile EV/Satış ve PD/DD çarpanlarından 5'den büyük olanlar ortalama ve medyan hesabında göz önünde bulundurulmadı.

QUA

Çarpan Değerlemesi

Çarpan değerlemesine nihai değerde %50 ağırlık verilmiştir

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2020 sonu yıllık EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlendirilmiştir ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilmiştir. Uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanı sıra gerçekleşecek yüksek yatırımın değere etkisini yansıtabilme adına EV/EBITDA21T çarpanı da değer tespiti göz önünde bulundurulmuştur. Yurtdışı çarpanlarda EV/EBITDA20, EV/EBITDA21T ve F/K20 çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlık verilmiştir.

Mn TL	Değer
Qua Granite EBITDA 2020	224,5
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	8,2
Yurtiçi Benzer Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.849
Qua Granite Net Borç 2020/12	180
Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.669
MnTL	Değer
Qua Granite Net Kar 2020	144,5
Yurtiçi Seçilmiş Şirketler Medyan F/K (x)	10,57
BIST Taş&Toprak Endeksi Seçilmiş Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.527
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.598

Mn TL	Değer
Qua Granite EBITDA 2020	224,5
Taş & Toprak Endeksi Medyan EV/EBITDA (x)	12,2
Taş & Toprak Endeksi Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.739
Qua Granite Net Borç 2020/12	180
Taş & Toprak Endeksi Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.558
MnTL	Değer
Qua Granite Net Kar 2020	144,5
Taş & Toprak Endeksi Medyan F/K (x)	16,60
Taş&Toprak Endeksi Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.397
Taş & Toprak Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.478

QUA

Mn TL	Değer
Qua Granite EBITDA 2020	224,5
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	10,7
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.398
Qua Granite Net Borç 2020/12	180
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.217
Mn TL	Değer
Qua Granite EBITDA 2021T	265,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 21T(x)	7,5
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.995
Qua Granite Net Borç 2020/12	180
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.814
MnTL	Değer
Qua Granite Net Kar 2020	144,5
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	12,24
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.768
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.892

Mn TL	Değer
Qua Granite EBITDA 2020	224,5
Seçilmiş BIST Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	11,7
Seçilmiş BIST Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.626
Qua Granite Net Borç 2020/12	180
Seçilmiş BIST Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.446
MnTL	Değer
Qua Granite Net Kar 2020	144,5
Seçilmiş BIST Şirketleri Medyan F/K (x)	16,63
Seçilmiş BIST Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.402
Seçilmiş BIST Şirketler Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	2.424

Mn TL	Değer
Qua Granite EBITDA 2020	224,5
Yıldız Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	10,1
Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.275
Qua Granite Net Borç 2020/12	180
Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.094
MnTL	Değer
Qua Granite Net Kar 2020	144,5
Yıldız Pazar Şirketleri Medyan F/K (x)	14,36
Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.075
Yıldız Pazar Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	2.084

QUA

Nihai Değer

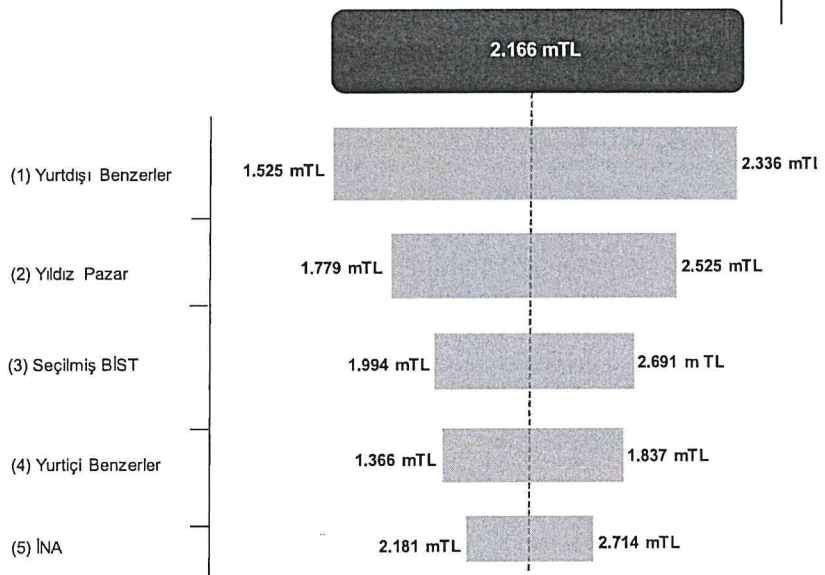
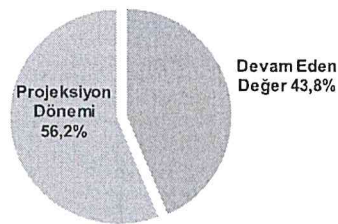
1.728 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

8,5x 2020 EV/EBITDA. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modelleri ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış baz değer için değer aralığı belirlenmiştir. Halka arz iskonto öncesi 2.156 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken %20,2 iskonto sonrası 1.728 mn TL değere ulaşılmıştır. Halka arz piyasa değeri 2020 gerçekleşen ve 2021 beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 8,5x ve 7,2x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	2.424	50,00%	23,09
Seçilmiş BİST Şirketleri	2.424	6,25%	23,09
BİST Taş Toprak Endeksi	2.478	6,25%	23,60
Yurtdışı Benzerler	1.892	6,25%	18,02
Yurtiçi Benzerler	1.598	25,00%	15,22
Yıldız Pazar Endeksi	2.084	6,25%	19,85
Hedef Değer (TL)	2.166		20,63
Halka Arz İskontosu	20,2%		
Adil Değer (TL)	1.728		16,46
Değer Çarpanları			
	2020G	2021T	
EV/EBITDA	8,5	7,2	
F/K	12,0	m.d.	
EV/Net Satış	2,7	2,2	
PD/DD	5,1	m.d.	

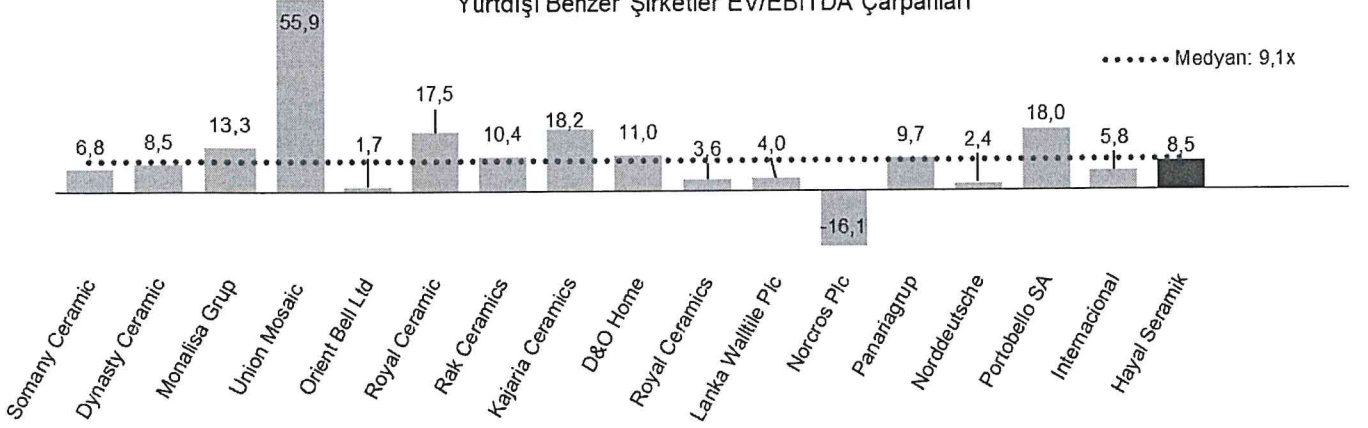
Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı

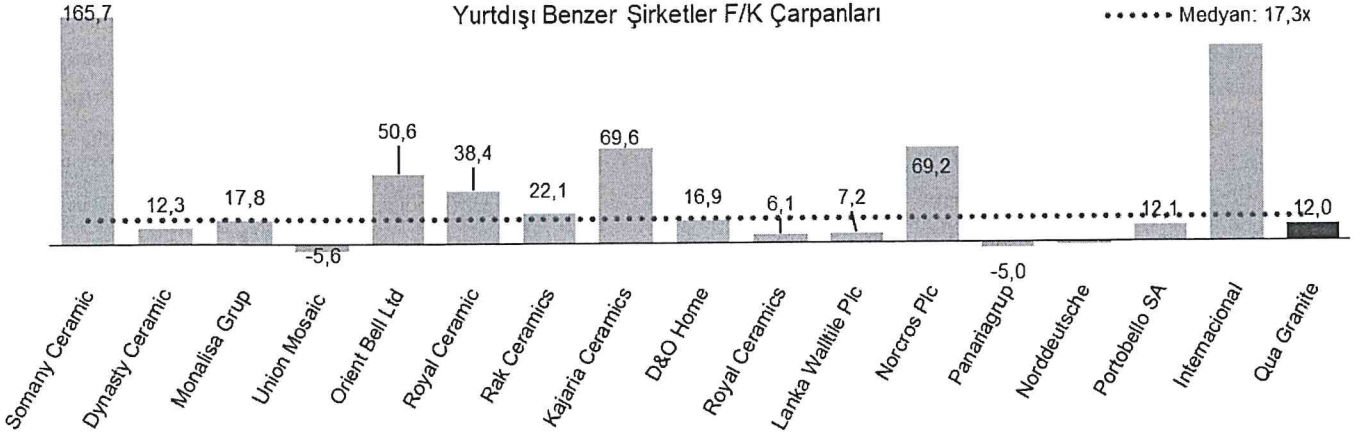


QUA

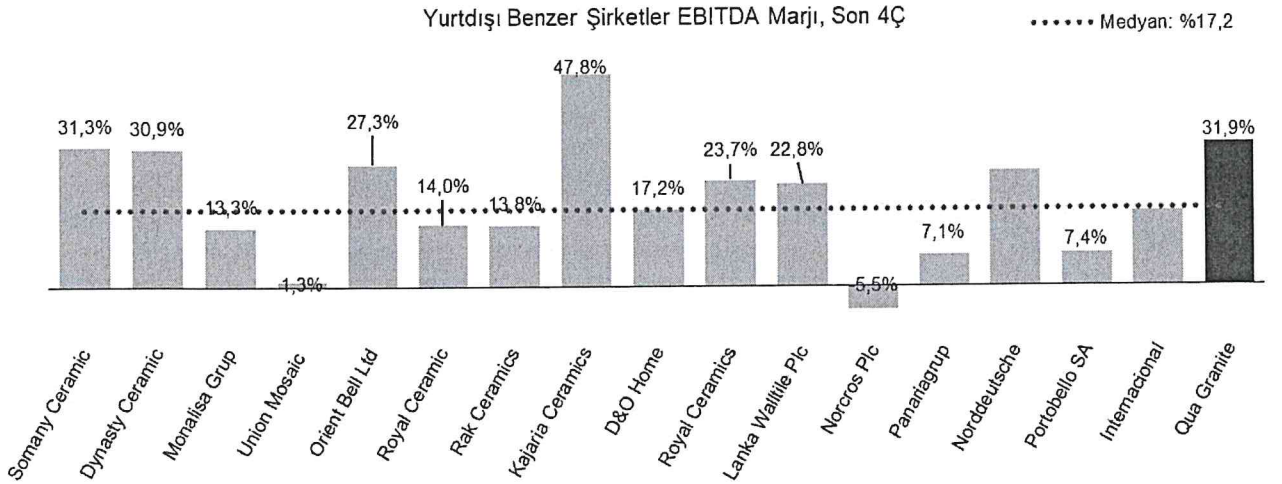
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanları



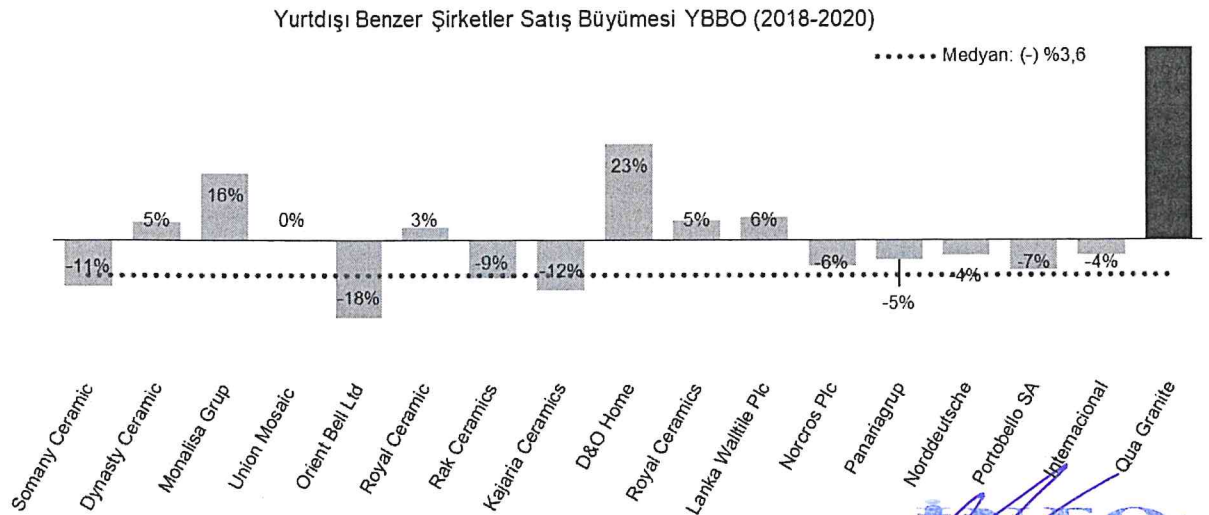
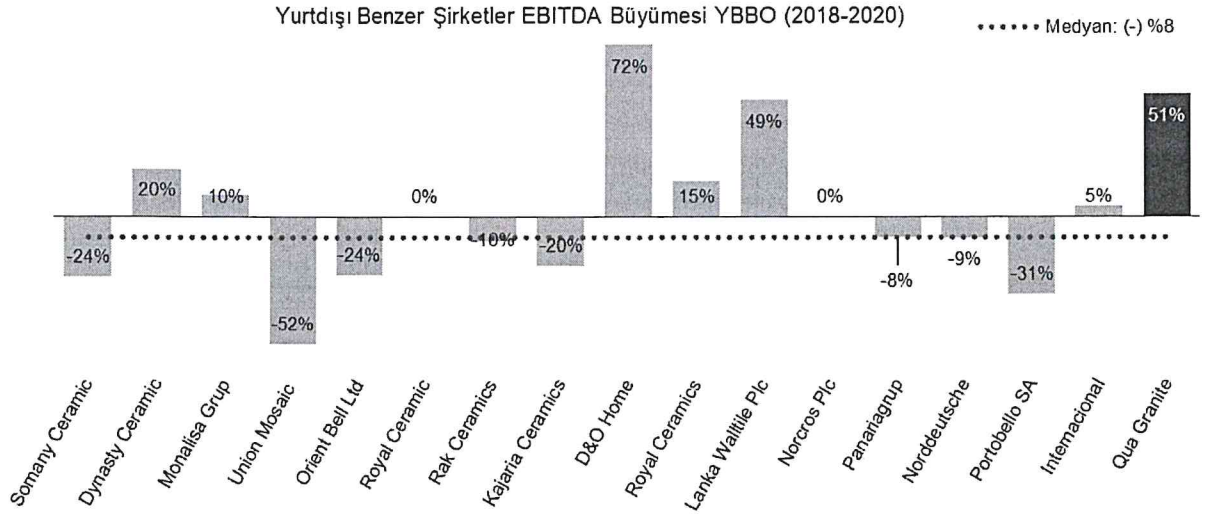
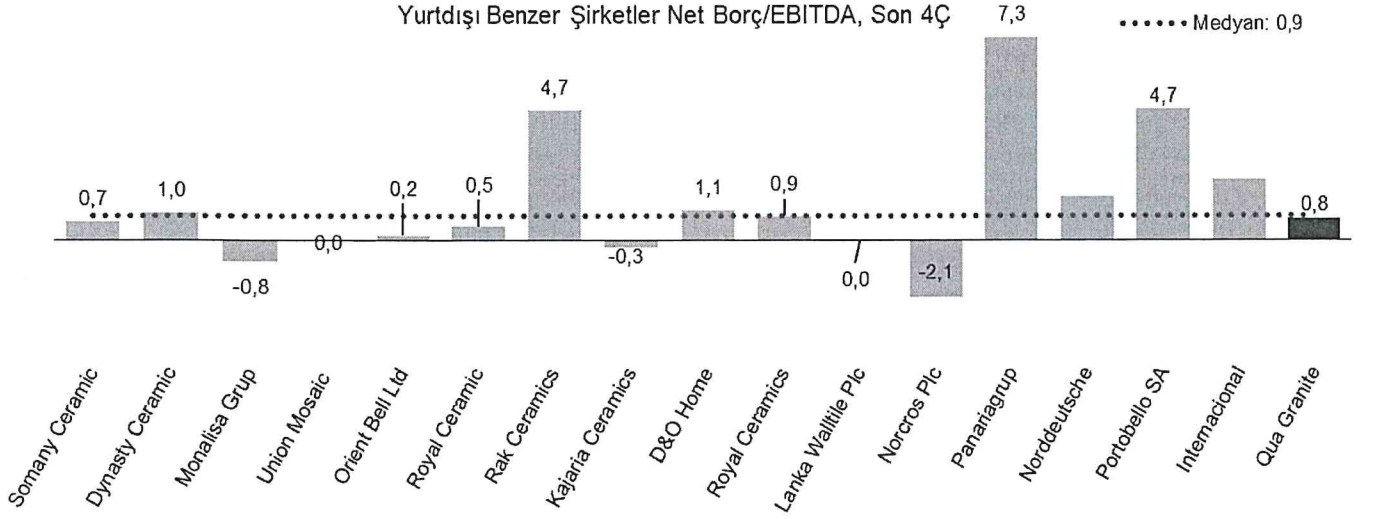
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanları



Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç



QUA



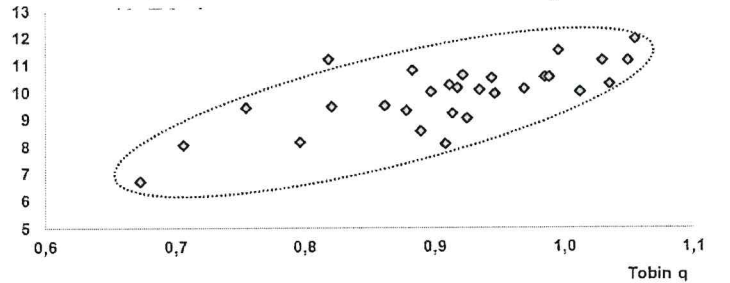
Çarpanların Dinamiği

Barnes denklemine göre Qua Granite yurtiçi benzerlerinden 0,7x, yurtdışı benzerlerinden ise 1,2x daha yüksek EV/EBITDA çarpanı ile işlem görmelidir

Barnes denklemi. Çarpan metodunda Qua Granite'e benzer kıyaslanabilir şirketlerin çarpanları oldukça önem kazanmaktadır. Uluslararası benzer şirketler Qua Granite ile benzer faaliyet alanında yer alsa da her şirketin kendine has dinamikleri bulunmaktadır. Bu yüzden Şirket'in kendi dinamikleri ile piyasada Şirket için oluşabilecek hedef çarpanın belirlenmesine yönelik bir çalışma yapılması önem kazanmaktadır. 2001 yılında Ronnie Barnes tarafından yapılmış çalışmanın temel varsayımlarının Türk piyasası için de geçerli olacağı varsayılmıştır. Ronnie Barnes "Karlılık Oynaklığı ve Piyasa Değeri" adlı makalesinde şirketlerin piyasada fiyatlanan Tobin q seviyelerinin bazı değişkenlerle ilişkili olduğunu tespit etmiştir. James Tobin tarafından geliştirilen Tobin q, şirketlerin stratejik varlıklarının fiyatlanması, aktiflerin verimliliğinin ölçülmesi, yatırım fırsatları ve borçlanma kapasitelerinin tespitinde kullanılan finans dünyasında oldukça yaygın bir rasyodur.

7 parametre belirlenmeli. Karlılık Oynaklığı değişkeni şirketlerin son 8 çeyrekteki yıllıklandırılmış EBITDA'larının ortalama değerlerine düşen standart sapma olarak hesaplanmıştır (Coefficient of Variation). Nakit Akışı Oynaklığı değişkeni, EBITDA-İşletme Sermayesi Değişimi olarak tanımlanmış ve oynaklığı ilk değişkendeki metodolojiye göre hesaplanmıştır. Aktiflerin, yüksek rakamlardan oluşması nedeniyle 2020 sonu verilerinin doğal logaritması alınmış ve tüm şirketlerin "Büyük Etkisi" denkleme dahil edilmiştir. Kaldıraç değişkeni, şirketlerin 2020 sonu itibarıyla net finansal borçlarının Firma Değerlerine oranlanması ile bulunmuştur. Karlılık değişkeni, şirketlerin yılsonu verilerine göre EBITDA'larının aktiflerine oranlanması ile tespit edilmiştir. Yatırım değişkeni, şirketlerin yıl içerisindeki toplam yatırımlarının aktiflerine oranlanması ile belirlenmiştir. Satış Büyümesi değişkeni ise şirketlerin son 2 yıldaki kümülatif net satış büyümesi olarak hesaplanmış ve doğal logaritması alınmıştır. Ortaya çıkan sonuçlar piyasada karşılaştığımız verilerle oldukça uyumludur. Tobin q rasyosu, EV/EBITDA rasyosu ile ilişkilidir. Seçilmiş şirketlerin tarihi q rasyoları ile EV/EBITDA rasyolarının korelasyonuna baktığımızda yaklaşık 0,73x gibi bir rakama ulaşılmıştır. İstatistiksel olarak 0,5x'in üzerindeki korelasyon oldukça anlamlı kabul edilmektedir. Tespit edilen yüksek korelasyon nedeniyle denklemden q rasyosunu etkileyen tüm parametrelerin EV/EBITDA rasyosunu da benzer oranda etkileyeceği varsayılmıştır. Buna göre denklem seçilmiş BİST şirketleri ve uluslararası benzer şirketlerin ortalama verileri ile çalıştırılmış ve aynı çalışma Qua Granite için de yapılmıştır.

EV/EBITDA & Tobin Q Korelasyonu



$$q_{it} = 1,45 - 0,5\text{Karlılık Oynaklığı}_{it} - 0,21\text{Nakit Akışı Oynaklığı}_{it} + 0,06 \ln(\text{Aktif}_{it}) - 1,39\text{Kaldıraç}_{it} + 0,20\text{Karlılık}_{it} + 1,37\text{Yatırım}_{it} + 0,22 \ln(\text{Satış Büyümesi}_{it}) + \epsilon_{it}$$

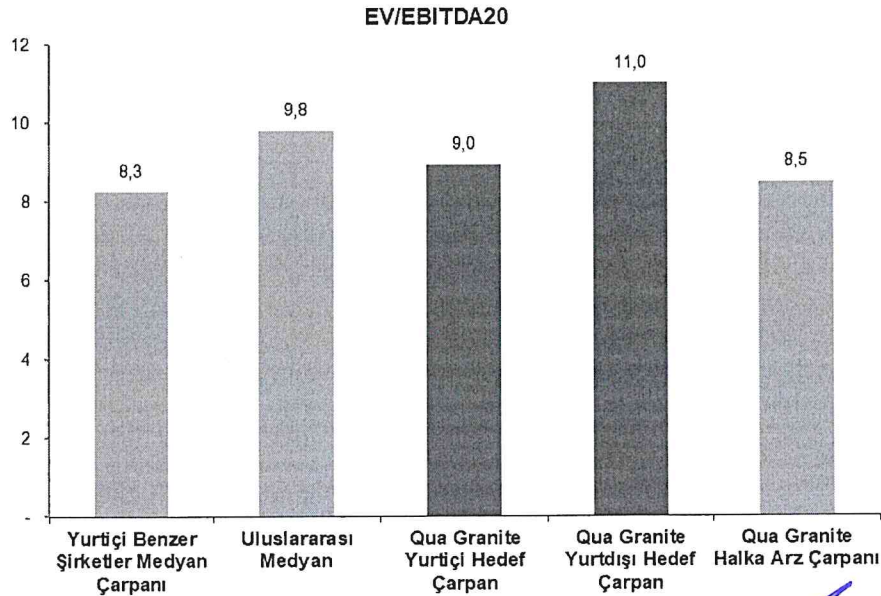
Çarpanların Dinamiği

Sonuç olarak Qua'nın adil EV/EBITDA çarpanı yurtiçi rakiplerin verilerine göre 9,0x; yurtdışı rakiplerin verilerine göre 11,0x olmalıdır

Hedef EV/EBITDA'nın belirlenmesi. Qua Granite'in 2018-2020 arasındaki yıllara ait mali tablolarında yer alan EBITDA, işletme sermayesi ihtiyacı ve aktif tutarları kullanılarak Karlılık Oynaklığı ve Nakit Akışı Oynaklığı verileri hesaplanmıştır. Şirket'in 2020 yılı sonu itibari ile EBITDA ve aktif rakamları kullanılarak karlılık oranları hesaplanmış, 2020 sonu itibari ile 2020 bilançolarındaki kalemlerden tespit edilen net borç, 2020 aktif tutarlarına bölünerek kaldıraç oranları belirlenmiştir. Satış büyümesi 2020 yılı satış rakamının 2018 yılı satış rakamına bölünmesi ve sonrasında doğal logaritmasının hesaplanması ile tespit edilmiştir. Yatırım harcamaları ise maddi ve maddi olmayan duran varlıklardaki değişime ayrılan amortismanlar eklenerek hesaplanmıştır.

Rakiplerine göre güçlü mali veriler çarpanları yukarı çekmekte. Yurt içi benzer şirketler ile karşılaştırıldığında Qua Granite'in benzer şirketlere kıyasla daha yüksek bir karlılık yapısına sahip olduğu, daha hızlı satış büyümesi gerçekleştirdiği ve daha fazla yatırım yaptığı anlaşılmaktadır. Yurt içi benzer şirketlere kıyasla Şirket sadece karlılık oynaklığı ile kaldıraç oranı anlamında daha kötü finansal verilere sahiptir. Şirket yurt dışı şirketlere göre daha yüksek karlılık oynaklığına sahipken, karlılık, satış büyümesi ve yatırım gibi faaliyetlerin sürdürülebilirliği için önemli göstergeler olan finansal verilerde çok daha iyi bir durumdadır. Bu nedenlerden dolayı Barnes denklemine göre Şirket'in gerek yurt içi gerekse yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarından daha yüksek seviyede işlem görmesi gerekmektedir.

Çarpanların Dinamiği					
Değişkenler	Uluslararası Şirketler Ort.	Yurtiçi Benzer Şirketler Ort	Qua Granite	Qua-Yurtiçi Benzer Şirketler Farkı	Qua-Yurtdışı Fark
Karlılık Oynaklığı*	20,3%	30,4%	33,5%	3,1%	13,2%
Nakit Akışı Oynaklığı**	65,8%	262,7%	34,1%	-228,6%	-31,6%
Kaldıraç	11,8%	4,3%	6,9%	2,6%	-4,9%
Karlılık	12,6%	9,2%	31,8%	22,5%	19,2%
Yatırım	2,3%	5,3%	7,0%	1,7%	4,7%
In(Satış Büyümesi)	0,00	0,36	0,75	38,9%	75,3%
In(Aktif)	5,8	18,4	20,3	1,95	14,49



Sektör

Seramik sektörü. Qua'nın faaliyet gösterdiği imalat sektörü, NACE.2 Sanayi Kolları sınıflamasına göre 23 numaralı "diğer metalik olmayan mineral ürünlerin imalatı" başlığı altında yer almaktadır. 23 numaralı "diğer metalik olmayan mineral ürünlerin imalatı" mineral kaynaklı tek bir madde ile ilgili olan imalat faaliyetlerini kapsamaktadır. Bu başlık altındaki seramik ürünleri yedi alt gruba ayrılmakla birlikte, Qua'nın ürünlerinin içerisinde bulunduğu alt grup; seramikten karo ve fayanslar üretimini kapsamaktadır (aynı zamanda seramik kaplama olarak da ifade edilir). Bu grupta yer alan seramik karolar da kendi içerisinde su emme dereceleri, dayanıklılık, mukavemet vb. özelliklerine göre ayrılırlar. Qua'nın kuruluş amacı, seramik kaplama sektöründe en yüksek katma değere sahip ve aynı zamanda doğal taş görünümüne en yakın olan teknik granit ve sırlı granit (Granit Karo) üretimi yapmaktır.

İnşaat sektörü ile yüksek korelasyon. Seramik kaplama sanayisi inşaat seramikleri (İnşaat seramikleri, seramik kaplama malzemeleri ile seramik sağlık gereçleri olarak iki ana gruba ayrılmaktadır) içindeki iki büyük gruptan biri olup, Türkiye'nin geleneksel üretici olduğu inşaat malzemesi sanayilerinin başında gelmektedir. Kuruluş kapasitesi, ürün kalitesi ve çeşitliliği ile toplam seramik ihracatı içindeki payı göz önüne alındığında, Türk seramik sanayi içindeki en gelişmiş alt sektörlerin kaplama malzemeleri olduğu görülmektedir.

Avrupa'nın en büyük kapasitelerinden biri

Avrupa'nın 3. büyük sektör kapasitesi. Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği verilerine göre Türkiye, 2020 yılı itibarıyla seramik kaplama malzemelerinde yıllık yaklaşık 450 milyon m² üretim kapasitesine sahip olup, bu üretim kapasitesi ile Avrupa'nın 3., dünyanın 8. büyük üreticisidir. Qua'nın Türkiye'de sahip olduğu üretim kapasitesi açısından sektördeki payı %2,4'tür. Sektör, yüksek istihdam sağlayan sektörler arasında olup, 35.000 doğrudan ve yaklaşık 200.000 dolaylı istihdam sağlamaktadır. Ülke geneline yaygın yapısı ve Anadolu illerinde sağladığı istihdam ile bölgesel gelişmişliğe ve metropollere nüfus yığılması sorununun çözümüne destek olmaktadır. Sektörün gelişimi birbirinden farklı illerde istihdamı önemli ölçüde artırmaktadır.

Liman ve hammadde kaynaklarına yakınlık önemli bir avantaj

Hammadde kaynaklarına yakınlık. Türkiye'de seramik sektörü zengin yerli hammadde kaynaklarına sahiptir. İstanbul'un Şile ilçesinde ve Bilecik'in Bozüyük-Söğüt bölgelerinde seramik üretimine uygun kil, Aydın'ın Çine ilçesinde ise feldspat madenleri mevcuttur. Şirket'in fabrikasının yer aldığı Söke Organize Sanayi Bölgesi, hammadde kaynaklarına yakın olması nedeniyle büyük bir avantaja sahiptir.

Limana yakınlık. Şirket, Söke Organize Sanayi Bölgesinin içerisinde yer alan ve İzmir Limanı'na doğrudan bağlantısı olan tren yolu ile tüm mamül ihracatını ve yurt dışından hammadde alımlarını demir yolu ve deniz yolu taşımacılığı ile gerçekleştirmektedir. Bu şekilde taşımacılık maliyetlerini minimumda tutup, yurt dışı pazarlara rekabetçi şekilde ürün satma avantajına sahip olmaktadır.

2019 yılında artan elektrik ve doğalgaz maliyetleri sektörde marjları aşağı çekti

Sektörün en büyük maliyeti elektrik ve doğalgaz. Üretim prosesi içindeki pişirme ve kurutma işlemlerinden dolayı seramik sektörünün üretim maliyetleri içinde enerjinin payı diğer sektörlere oranla oldukça yüksek durumdadır. Sektörde halen doğalgaz, LPG, LNG olmak üzere üç ana yakıt tüketilmektedir. Sektörün dahil olduğu mineral ürünler ana sektörü (cam, çimento, seramik), kimya sektöründen sonra en fazla doğalgaz kullanan imalat sanayi sektörü olarak Türkiye'nin toplam sanayi doğalgaz tüketiminin yaklaşık %10-12'sini gerçekleştirmektedir. Enerji maliyetlerinin toplam maliyetler içindeki payı seramik kaplama malzemelerinde yaklaşık %35'tir. Buna karşın, Qua son teknolojiyi kullanan yeni bir tesiste üretimlerini gerçekleştirmektedir. Bu da üretim aşamasında gerek doğalgaz gerekse de elektrik tüketimini daha verimli kullanmasını sağlamaktadır.

Üretim girdilerinde enerji maliyetleri önemli bir paya sahip

Sektör**2020 yılında güçlü üretim**

Sektörde 45 firma. Seramik kaplama sanayisi hem ihracat yapmakta hem de yurt içi ihtiyacın önemli bir bölümünü yurt içi üretim ile karşılamaktadır. Seramik kaplama üretimi yıllar itibarıyla kademeli bir artış göstermektedir. Ancak Türkiye çapında üretim 2019 yılında 2018 yılına göre %12 düşerek 4,88 milyon tona gerilemiştir. İnşaat sektöründeki küçülme ile iç pazarda önemli bir daralma yaşanmış bu da üretimi olumsuz etkilemiştir. 2019 yılsonu itibarıyla Qua'nın Türkiye üretiminden aldığı pay %2,6'dır.

45 firma sektörde üretim yapmakta**Seramik Kaplama Girişim Sayısı ve Üretim Göstergeleri**

Yıllar	Firma Sayısı	Üretim (Ton)	Üretim (Milyon m ²)
2015	53	5.392.000	337
2016	49	5.344.000	334
2017	47	5.572.000	343
2018	46	5.552.000	347
2019	45	4.880.000	305

Kaynak: Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği,
Yapı Sektörü Raporu, 2019

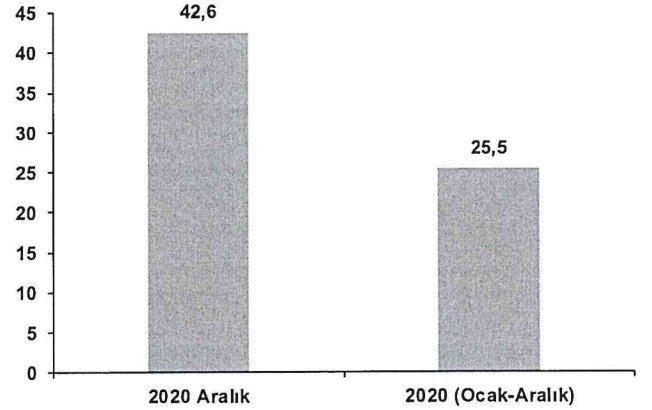
2018 – 2020 dönemi inşaat sektörü için kötü bir dönemdi. İnşaat sektörü 2020 yılının 4. çeyreğinde %12,5 daralmıştır. Covid-19 salgını nedeniyle kamunun sağladığı kredi olanakları ve diğer destekler ile inşaat sektörü yılın 3. çeyrek döneminde hızlı bir toparlanma göstermişti. 4. çeyrekte ise kapatmalar ve kısıtlamaların etkisi ile inşaat sektöründe %12,5 ile sert bir daralma yaşanmıştır. Böylece sekiz çeyrek sonra büyüyen inşaat sektörü bir çeyrek sonra yine önemli ölçüde küçülmüştür. Bu gelişmeler çerçevesinde inşaat sektörü, Covid-19 salgını yılı olan 2020'yi %3,5 küçülme ile kapatmıştır.

İnşaat sektörü düşen faizlerle canlandı

2020 yılında sektör canlandı. 2020 yılının 3. çeyreğinde inşaat malzemeleri sanayi üretimi hızlı bir toparlanma içine girmiştir. Temmuz ayında %7,0, Ağustos ayında ise %24,6 artan sanayi üretimi Aralık ayında da hızlı büyüme göstermiştir. Aralık ayında inşaat malzemeleri sanayi üretimi geçen yılın aynı ayına göre %23,1 artmıştır. Aralık ayındaki üretim artışında içeride mevcut inşaat işlerindeki canlanma ile dış pazarlardaki talep artışı etkili olmuştur. Buna bağlı olarak seramik kaplama malzemelerinde üretim bir önceki yılın aynı dönemine göre %42,6 artış göstermiştir. Bununla birlikte 2020 yılının tamamında ise %25,5 artış yaşanmıştır. Qua Granite'nin üretim artış oranı ise 2020 yılında %32,6 olarak gerçekleşmiştir.

2019 ve 2020 yılında inşaat sektöründeki daralma dikkat çekiyor...

Kaynak: TÜİK

Seramik Kaplama Üretimi (%)

Kaynak: Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği

Sektör

Sektör 2019 yılında önemli bir daralma yaşadı

Sektör cari fazla vermekte. Seramik kaplama malzemeleri iç pazarı inşaat sektöründeki büyümeye paralel olarak yıllar itibarıyla sınırlı olmakla birlikte kademeli ve istikrarlı genişlemesini sürdürmüştür. İç pazarda 2018 yılında ilk gerileme yaşanmıştır. 2019 yılında ise iç pazarda önemli bir daralma yaşanmıştır. İç tüketim %24,4 düşerek 187,6 milyon m²'ye inmiştir. 2019 yılı itibarıyla Qua'nın iç satışlardan aldığı pay %2,33 olarak gerçekleşmiştir.

Sektör cari fazla vermekte

Seramik Kaplama Pazarı (Milyon, m ²)				
Yıllar	Üretim	İhracat	İthalat	İç Pazar Tüketim
2015	337,0	77,0	4,4	264,4
2016	334,0	81,0	3,0	256,0
2017	343,0	90,0	1,3	254,3
2018	347,0	100,0	1,0	248,0
2019	305,0	118,0	0,6	187,6

Güçlü iç Pazar

Kaynak: Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, Yapı Sektörü Raporu, 2019

2020 Kasım itibarıyla 705,8 mn dolar sektör ihracatı

Dış Ticaret. Türkiye seramik kaplama ihracatında dünyada önemli bir konuma sahiptir ve her yıl geleneksel olarak önemli bir ihracat gerçekleştirmektedir. İhracat 2015 yılından itibaren miktar ve değer olarak artış göstermektedir. İhracat artışı 2020 yılında da sürmüştür. İhracat, Kasım 2020 döneminde miktar olarak %17,2 artarak 117,4 milyon m²'ye yükselmiştir. Değer olarak ise artış %16,6 olmuş ve 705,8 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracat birim fiyatları ise 2020 yılında çok sınırlı ölçüde düşmüştür. 2019 yılı itibarıyla Qua'nın dış satışlardan aldığı pay miktar olarak %3,15 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre ortalama ihracat birim fiyatları karşılaştırıldığında; 2019 yılı için ortalama satış fiyatı 5,94 dolar/m² iken, Qua'nın ortalama satış fiyatı ise aynı döneme %35 daha yüksek olup 8,04 dolar/m² olarak gerçekleşmiştir.

2020 Kasım itibarıyla 14,8 mn dolar sektör ithalatı

Yüksek katma değer. Sektör, yerli kaynakları kullanarak üretim yapan ve net döviz girdisine sebep olan bir sektördür. Yapılan araştırmayla yerli katma değer oranı 82 olarak hesaplanmıştır (Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri Verilerine göre ihracat edilen her 100 dolarlık seramiğin 82 doları yurt içinde kalmaktadır.). Türkiye çok sınırlı ölçüde seramik kaplama ithalatı yapmaktadır. Ürün kalitesi ve çeşitliliği açısından ithal ürünler çok az tercih edilmekte ve fiyat avantajlı ürünler ise kaliteleri nedeniyle daha az tercih edilmektedirler. Seramik kaplama ithalatı Kasım 2020 itibarıyla 12.132 ton ve değer olarak ise 14,8 milyon dolar olmuştur. İthalat birim fiyatları ise 1,22 USD/kg olarak gerçekleşmiştir.

Dış Ticaret İstatistikleri

Yıllar	İhracat (Kg)	İhracat (m ²)	İthalat (Kg)	İthalat (m ²)	İhracat (USD)	İthalat (USD)
2015	1.324.366.286	77.169.749	78.591.133	3.810.411	500.489.206	78.203.839
2016	1.416.870.784	80.904.446	60.796.356	3.016.712	512.539.019	65.100.119
2017	1.603.975.120	89.869.873	25.170.465	1.255.739	551.645.578	32.683.159
2018	1.780.550.071	95.783.335	16.910.114	825.633	597.756.864	18.089.526
2019	2.091.541.936	111.834.129	10.437.569	498.326	664.875.075	11.378.912
Kas.19	1.904.690.050	101.676.356	9.747.628	464.171	605.106.522	10.401.958
Kas.20	2.233.067.973	117.360.137	12.132.227	561.028	705.766.497	14.842.328

Kaynak: TÜİK, Türkiye İstatistik Kurumu, Haber Bültenleri

Sektör**Sektör cari fazla vermekte**

Türkiye'nin tüm SKM ihracatı içinde ABD'ye yapmış olduğu ihracatın payı da %14'e ulaşmıştır. Türkiye'nin ABD'ye ortalama SKM ihraç birim fiyatları 2015 yılındaki 9,8 \$/m2 seviyelerinden, 2019 yılında 7,2 \$/m2 seviyelerine kadar gerilemiştir

İhracatta ilk sırada Çin**İthalatta ilk sırada ABD**

İhracat ve İthalat Yapılan Ülkeler. Türkiye seramik kaplama ihracatı ağırlıklı olarak gelişmiş ülkelere yapılmaktadır. İhracatta ilk sıraya 2020 yılında ABD yükselmiştir. ABD'ye ihracat 2020 yılında 2019 yılına göre %43,5 artmıştır. Almanya son 2 yıldır 2. sırada yer almaktadır. Almanya'ya da ihracat 2020 yılında %24,9 artış göstermiştir. İngiltere 3. sırada yer alırken, İsrail hızlı gelişen bir pazar olarak 4. sırada yer almıştır. Ardından Fransa ve Kanada pazarları gelmektedir. Avrupa'nın diğer gelişmiş ülkeleri Belçika ve Hollanda ile birlikte ilk 10'da Romanya ve Gürcistan yer almıştır.

Türkiye sınırlı ölçüde seramik kaplama ithalatı yapmaktadır. Türkiye'nin ithalatında ilk üç sırayı geleneksel üretici ve ihracatçı ülkeler olan İtalya, İspanya ve Çin almaktadır. Ancak 2019 yılında 3. sıraya Mısır, 2020 yılına ise Almanya yükselmiştir. Çin 5. sıraya inmiştir. ABD ve Hindistan diğer ithalat yapılan ülkelerdir. İlk 10 içinde yer alan diğer ülkelerden ithalat oldukça sınırlıdır.

Dünya seramik kaplama ihracatında dalgalanma devam etmektedir. 2015 ve 2016 yıllarındaki gerileme ve 2017 yılındaki artışın ardından, dünya ihracatı 2018 yılında yeniden gerilemiştir. Gerileme 2019 yılında da sürmüştür. Dünya ihracatı %1,9 düşmüş ve 17,08 milyar dolara inmiştir. Türkiye'nin dünya seramik kaplama ihracatı içindeki payı ise 2015 yılında %2,49'a indikten sonra artışa geçmiştir. Türkiye'nin payı 2019 yılında %3,89'a yükselmiştir.

Dünya seramik kaplama ihracatında ilk sıraya 2019 yılında yeniden Çin yükselmiştir. İtalya 2. sıraya inmiştir. 3. sırada ise İspanya yer almaktadır. Her üç ülke de dünya seramik sanayisindeki en güçlü ilk üç ülkedir. Bu üç ülkeyi diğer önemli üretici ve ihracatçı iki ülke olan Hindistan ve Türkiye izlemektedir. Türkiye dünya seramik kaplama ihracatında 5. sırada yer almaktadır. Almanya 2019 yılında 6. sıraya yükselmiş ve Brezilya'nın yerini almıştır. Avrupa'dan Portekiz ve Çek Cumhuriyeti ilk 10 içinde yer almaktadırlar. Rusya 2019 yılında Polonya'nın yerine ilk 10 ihracatçı içine girmiştir.

Dünya seramik kaplama ithalatında ilk sırayı ABD almaktadır. ABD 2,01 milyar dolar ithalatı ile dünyanın en büyük ithalat pazarıdır. Fransa ve Almanya bu ülkeyi izlemektedir. Vietnam 2019 yılında 4. büyük ithalatçı ülke olmuştur. Suudi Arabistan ve İngiltere 5. ve 6. büyük pazarlar olarak sıralanmaktadır. Daha sonra Rusya ve Güney Kore gelmektedir. BAE ve İsrail 2019 yılında Avustralya ve Kanada'nın yerine en büyük ilk 10 ithalatçı içine girmiştir. Türkiye dünya seramik kaplama ithalatında 129. sırada yer almaktadır. ABD, tüm dünya için olduğu gibi Türkiye için de potansiyel bir pazar konumundadır ve Ticaret Bakanlığı tarafından 2020-2021 dönemi için belirlenen hedef ülkelerin ilk sırasındadır. Son 5 yıldır ülkemizin en önemli 5. ihraç pazarı konumunda olan ABD, sektör açısından ise 2019 ve 2020 yıllarında en büyük ihraç pazarı konumuna yükselmiştir. 2019 yılında bir önceki seneye göre; Türkiye'nin ABD'ye ihracat değeri %48,3 artarak 93,4 milyon \$'a, ihracat miktarı ise %59,5 artarak 18 milyon m²'ye ulaşmıştır. Türkiye'nin ABD'nin toplam sektör ithalatındaki payı %4,7'den %6,0'ya yükselmiştir.

Türkiye'nin Seramik Kaplama İhracat Pazarları 2018-2020

2018			2019			2020		
Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)	Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)	Sıra	Ülke	İhracat (Dolar)
1	Almanya	82.601.370	1	ABD	93.183.059	1	ABD	133.738.999
2	İsrail	68.821.565	2	Almanya	92.238.585	2	Almanya	115.182.316
3	ABD	63.199.784	3	İsrail	67.195.579	3	İngiltere	80.614.043
4	İngiltere	56.574.796	4	İngiltere	65.286.464	4	İsrail	73.815.396
5	Fransa	30.830.258	5	Fransa	28.195.253	5	Fransa	31.249.442
6	Kanada	28.356.310	6	Kanada	22.606.920	6	Kanada	29.839.413
7	Romanya	19.005.675	7	Romanya	19.098.863	7	Belçika	27.425.206
8	Hollanda	18.519.389	8	Belçika	18.269.827	8	Hollanda	21.540.571
9	Belçika	15.048.887	9	Hollanda	17.110.859	9	Romanya	19.768.775
10	Finlandiya	12.128.257	10	Irak	13.646.591	10	Gürcistan	12.982.115
Toplam İhracat		597.756.864	Toplam İhracat		664.875.075	Toplam İhracat		776.817.183

Kaynak: Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, Yapı Sektörü Raporu

Türkiye'nin Seramik Kaplama İthalatı Yaptığı Ülkeler 2018-2020

2018			2019			2020		
Sıra	Ülke	İthalat (Dolar)	Sıra	Ülke	İthalat (Dolar)	Sıra	Ülke	İthalat (Dolar)
1	İspanya	6.015.299	1	ABD	4.375.871	1	İtalya	7.089.619
2	İtalya	5.701.012	2	Almanya	4.295.597	2	İspanya	5.937.346
3	Çin	2.092.838	3	İsrail	788.880	3	Almanya	1.390.680
4	Almanya	1.869.349	4	İngiltere	585.977	4	Hindistan	908.708
5	Hindistan	1.056.240	5	Fransa	527.562	5	Çin	398.389
6	ABD	485.864	6	Kanada	377.403	6	BAE	174.945
7	Fransa	434.941	7	Romanya	344.755	7	ABD	129.850
8	Hollanda	204.206	8	Belçika	180.340	8	Suudi Arabistan	69.547
9	Rusya	35.378	9	Hollanda	139.263	9	İngiltere	22.705
10	İsrail	27.684	10	Irak	135.838	10	İsrail	20.494
Toplam İthalat		18.089.526	Toplam İthalat		11.378.912	Toplam İthalat		16.262.856

Kaynak:Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, Yapı Sektörü Raporu

Dünya Seramik Kaplama İhracatçıları 2018-2019

2018			2019		
Sıra	Ülke	İhracat (Milyon Dolar)	Sıra	Ülke	İhracat (Milyon Dolar)
1	İtalya	4.671	1	Çin	4.555
2	Çin	4.436	2	İtalya	4.381
3	İspanya	3.225	3	İspanya	3.212
4	Hindistan	1.013	4	Hindistan	1.311
5	Türkiye	598	5	Türkiye	665
6	Brezilya	450	6	Almanya	416
7	Almanya	440	7	Brezilya	345
8	Polonya	313	8	Portekiz	264
9	Portekiz	290	9	Çek Cumhuriyeti	146
10	Çek Cumhuriyeti	144	10	Rusya	146
Toplam İhracat		17.404	Toplam İhracat		17.076

Kaynak:Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, Yapı Sektörü Raporu, 2019

Dünya Seramik Kaplama İthalatçıları 2018-2019

2018			2019		
Sıra	Ülke	İthalat (Milyon Dolar)	Sıra	Ülke	İthalat (Milyon Dolar)
1	ABD	2.151	1	ABD	2.012
2	Fransa	1.078	2	Fransa	1.038
3	Almanya	806	3	Almanya	768
4	Suudi Arabistan	447	4	Vietnam	527
5	İngiltere	439	5	Suudi Arabistan	515
6	Güney Kore	390	6	İngiltere	470
7	Rusya	383	7	Rusya	377
8	Avustralya	358	8	Güney Kore	357
9	Vietnam	347	9	BAE	306
10	Kanada	336	10	İsrail	305
108	Türkiye	18	129	Türkiye	11
Toplam İthalat		16.585	Toplam İthalat		15.999

Kaynak:Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, Yapı Sektörü Raporu, 2019

Seramik Kaplama İhracatının Dünya İhracatı İçindeki Payı

Yıllar	Türkiye İhracat (Milyon Dolar)	Dünya İhracat (Milyon Dolar)	Türkiye Payı
2014	598,4	20.992	2,9%
2015	500,3	20.115	2,5%
2016	512,4	17.740	2,9%
2017	551,4	18.980	2,9%
2018	597,7	17.404	3,4%
2019	664,7	17.076	3,9%

Kaynak: Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği, Yapı Sektörü Raporu, 2019

ABD'nin Seramik Kaplama Pazarı (Milyon, \$)

Gösterge (Milyon \$)	2015	2016	2017	2018	2019
İthalat Tutarı	1.891	1.968	2.087	2.149	2.012
İhracat Tutarı	61	57	45	47	47
Dış Ticaret Dengesi -	1.830 -	1.911 -	2.042 -	2.102 -	1.965
Dış Ticaret Hacmi	1.952	2.025	2.132	2.196	2.059

Kaynak: Seramik Sektör Raporu ABD 2020

ABD'nin Ülke Bazında Seramik Kaplama İthalatı Birim Fiyatları (\$/m2)

Ülke	2015	2016	2017	2018	2019	2019/2018 Değişim
İtalya	16,3	19,4	19,6	19,4	19,3	-1%
Portokeiz	13,2	12,7	13,7	13,2	13,8	5%
İspanya	11,9	13,3	12,5	11,6	12,8	10%
Çin	8,0	8,9	9,0	8,9	9,0	1%
Türkiye	9,8	10,7	9,0	8,4	7,2	-14%
Hindistan	6,3	9,7	8,5	8,1	6,8	-16%
Meksika	5,3	6,1	6,0	6,5	6,7	3%
Brezilya	8,3	6,4	6,9	6,4	6,1	-5%
Peru	5,8	5,1	5,4	5,2	5,3	2%
Toplam		10,7	10,6	10,5	10,5	0,0%

Kaynak: Trademap

ABD'nin Ülke Bazında Seramik Kaplama İthalatı (Bin \$)

Ülke	2015	2016	2017	2018	2019	2019/2018 Değişim
İtalya	648.294	697.751	692.616	659.725	610.691	-7,4%
İspanya	180.383	227.887	288.212	334.910	417.263	24,6%
Çin	489.612	480.373	553.470	580.657	347.471	-40,2%
Meksika	289.236	265.104	219.919	229.985	225.659	-1,9%
Türkiye	88.895	100.597	110.574	100.794	120.198	19,3%
Brezilya	56.698	59.304	73.835	94.445	118.210	25,2%
Diğer	137.838	136.919	148.677	148.417	172.035	15,9%
Toplam	1.890.956	1.967.935	2.087.303	2.148.933	2.011.527	-6,4%

Kaynak: Seramik Sektör Raporu ABD 2020

08.03.2021

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tamer AKBAL
Operasyonlardan Sorumlu BaşkanHüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kuştepe Mah. Mecidiyeköy Yolu No:14
Kat:8/9 Mecidiyeköy - Şişli / İSTANBUL
Tel:0212 319 26 00 Fax:0212 319 24 26
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 005 6787
Mersis No:0478 0036 7870 0011