

Türkiye– İnşaat Malzemeleri

QUA Granite

Hızlı büyüme, uygun zaman

AL tavsiyesi ile takibe alıyoruz. Türkiye'nin en büyük teknik granit üreticisi QUA Granite'i AL tavsiyesi ile takibe alıyoruz. Kapasite artışı sonrasında şirketin 2024 ortası itibarıyla satışlarının ve net kârının yaklaşık üç kat artacağını öngörüyoruz. Büyüme ötesinde, daha kârlı olan ürünlerin satışlarının artmasıyla beraber şirketin marjlarında iyileşme olması da olasıdır. İyi bir ilk çeyrek sonrası, beklentilerimiz şirketin yılbaşı hedeflerinden biraz daha iyimserdir. İndirgenmiş nakit akımları (INA) modeline göre belirlediğimiz TL 34.90'lık 12 aylık hedef fiyatımıza göre hisse %34 potansiyel getiri sunmaktadır. Hisse şu anda bizim 2022 net tahminlerimize göre 9.4 F/K ile işlem görmektedir.

Üç kat kapasite artışı. Binalarda yüzey kaplama amaçlı kullanılan teknik granit üreten QUA, yüksek teknolojiye sahip üretim kapasitesi sayesinde birim fiyatı düşük ama yüksek değerli ürünleri piyasaya sürmektedir. Bu sayede %40'lara varan brüt kâr marjlarıyla çalışan şirket, ayrıca Aydın'da teknik granit hammaddesine yakın bir konumda bulunmaktadır. 2020 sonunda tam kapasiteye ulaşması sonucu yeni yatırım kararı alan şirket 2022 başı itibarıyla 33.5m m2'lik üretim kapasitesine ulaşacaktır. Yeni kapasitenin önemli bir kısmını ihraç etmeyi planlayan QUA, demiryolu ile bağlı olduğu İzmir limanı ile ihraç pazarlarına kolay ulaşabilmektedir. 2020 yılını TL703m satışla kapayan QUA, 550 personel çalıştırmaktadır.

İç piyasada %3-4'lük pazar payı. Yıllık talebi yaklaşık 255m m2' civarında olan Türkiye seramik kaplama pazarı, dünyada büyüklük olarak ilk 10'da yer almaktadır. Çok oyunculu bir sektörde, QUA %3-4'lük bir payla üst segmentlere hitap etmektedir. Ayrıca ihracat iç piyasadaki talep dalgalanmalarını dengelemek için önemli bir pazardır ve Türkiye dünyada altıncı en büyük ihracatçıdır. Yüzde 70'lik bir kapasite kullanım oranıyla 2020 yılında 383m m2 seramik kaplama üreten Türkiye, bunun %33'ünü ihraç etmiştir.

Yüksek miktarda döviz geliri. Üretimini yaklaşık üçte birini ihraç eden QUA'nın satış gelirlerinin yarısından fazlası yabancı para cinsindedir. Buna karşılık girdilerinin çoğunun TL bazlı olması şirketi TL değer kaybı durumunda avantajlı konuma sokmaktadır. Bugüne kadar Avrupa ülkeleri satışlarda ağırlık kazanmış olsa da, kapasite artışı sonrası QUA, ABD pazarına ağırlık vermeyi planlamaktadır. ABD hükümetinin Çin'e vergileri 2017'den beri 10 kat arttırmış olması, Türk seramiklerinin piyasada yer bulmasını sağlamış ve ABD'yi bir numaralı ihraç pazarı haline getirmiştir.

Ekonomik canlanma ve olumlu gelir ivmesi. Yaklaşık %20 iskontoyla halka arz olduğu 9 Nisan'dan bu yana %44 artan QUA Granite hisseleri, aynı dönemde BIST 100 endeksinin %40 üstünde getiri kaydetmiştir. İlk çeyrek satışlarını %64 arttıran QUA'nın, pandemi sonrası hem Türkiye hem de gelişmiş ülke ekonomilerindeki hareketlenmeden olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Modelimize göre 2021'de 16x olan F/K çarpanı, 2023 itibarıyla 7x'nin altına gelecektir.

QUAGR	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net Kar (TL mn)	20	14	145	196	335	462
Net Satışlar (TL mn)	331	404	703	992	1,549	1,937
FAVÖK (TL mn)	98	71	224	302	496	649
Net Borç/FAVÖK (x)	1.32	2.26	0.82	1.12	0.77	0.12

Kaynak: Şirket verisi, INFO Araştırma tahminleri

AL

Fiyat: TL26.14

Hedef Fiyat: TL34.90

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	QUAGR
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	34.90
Hedef Getiri	34%
Hisse Fiyatı (TL)	26.14
52 hafta fiyat aralığı	23.66 -26.1
Hisse Adedi (mn)	120
HAO	20%
Piyasa Değeri (TL mn)	3,137
Piyasa Değeri (USD mn)	359
Net Borç (TL mn)	254
3A OİH (USD mn)	17
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	24.2%

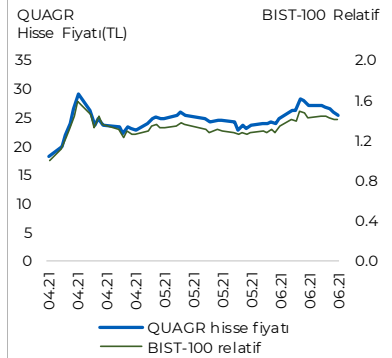
* Halka arz öncesi net borç

Değerleme

	2020	21E	22E	23E
F/K (x)	21.7	16.0	9.4	6.8
FD/FAVÖK (x)	13.7	10.2	6.2	4.7
FD/Net Satışlar (x)	9.2	4.0	2.8	2.0

Kaynak: INFO Araştırma Tahminleri

Hisse Fiyat Performansı



INFO Araştırma Bölümü

Araştırma: +90 (212) 700-2613
research@infoyatirim.com.tr

Uluslararası Satış: +90 (212) 700-3770
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. Finansal Özet

Gelir Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Net Satışlar	703	992	1,549	1,937
Satışların Maliyeti	-440	-610	-945	-1,162
Brüt Kar/Zarar	262	382	604	775
Faaliyet Giderleri	-57	-99	-152	-193
Esas Faaliyet Kar/Zarar	206	282	452	582
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	8	12	19	23
Faaliyet Kar/Zararı	214	294	471	605
Finansman Giderleri	-38	-87	-119	-118
Diğer Gelirler	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar/Zarar	177	207	352	487
Dönem Vergi Gideri	-32	-10	-18	-24
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	144	196	335	462
Net Kar/Zarar	145	196	335	462
VAFÖK	224	302	496	649

Bilanço

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Dönen Varlıklar	432	512	1,010	1,378
Nakit ve Finansal Yatırımlar	21	7	61	198
Ticari Alacaklar	255	272	509	637
Stoklar	121	184	362	446
Diğer Dönen Varlıklar	35	50	77	97
Duran Varlıklar	275	800	872	871
Maddi Duran Varlıklar	224	726	758	729
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	3	3	3
Ticari Alacaklar	6	8	13	16
Diğer Duran Varlıklar	45	63	98	123
Toplam Varlıklar	707	1,313	1,882	2,249
Kısa Vadeli Yükümlülükler	299	289	422	496
Finansal Yükümlülükler	141	101	101	101
Ticari Borçlar	153	181	311	382
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	7	11	13
Uzun Vadeli Yükümlülükler	68	249	351	182
Finansal Yükümlülükler	64	244	344	173
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	5	7	8
Özkaynaklar	340	775	1,109	1,571
Toplam Yükümlülükler	707	1,313	1,882	2,249

Nakit Akışı Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Düzeltilme Öncesi Kar	144	196	335	462
Amortisman ve İtfa Payları	19	20	43	67
Diğer Düzeltilmeler	66	-1	-3	-2
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	-201	-64	-311	-156
Esas Faaliyet İlgili Oluşan Nakit	28	151	64	371
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-17	-543	-110	-63
İşletme Yatırımları	-17	-525	-75	-39
Diğer İşletme Yatırımları	0	-18	-35	-25
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	10	379	100	-171
Mali Borçlardaki Değişim	36	140	100	-171
Sermaye Artırımı	0	239	0	0
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-27	0	0	0

Finansal Analiz

	2020	2021E	2022E	2023E
Büyüme (%)				
Net Satışlar	74.0	41.1	56.2	25.1
Esas Faaliyet Kar/Zararı	283.1	37.2	60.3	28.5
VAFÖK	216.0	34.7	63.9	31.0
Net Kar/Zarar	956.1	35.9	70.4	38.1
Marjlar (%)				
Brüt Kar Marjı	37.3	38.5	39.0	40.0
VAFÖK Marjı	31.9	30.5	32.0	33.5
Esas Faaliyet Kar Marjı	29.3	28.5	29.2	30.0
Net Kar Marjı	20.6	19.8	21.6	23.9
Verimlilik				
Alacak Devir Hızı (gün)	73	100	120	120
Stok Devir Hızı (gün)	93	110	140	140
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	108	108	120	120
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	8.1	10.0	9.8	10.0
Karlılık				
Aktif Karlılığı (%)	20.4	15.0	17.8	20.5
Özkaynak Karlılığı (%)	42.6	25.4	30.2	29.4
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	50.5	27.6	31.0	33.2
Kaldıraç				
Varlıklar/Özsermaye (x)	2.08	1.69	1.70	1.43
Net Borç/Özsermaye (x)	0.54	0.44	0.35	0.05
Net Borç/VAFÖK (x)	0.82	1.12	0.77	0.12
Seçilmiş Operasyonel Göstergeler				
	2020	2021E	2022E	2023E
Mevcut kapasite (bin m2)	11,000	22,000	33,500	33,500
Kapasite kullanımı	97%	60%	58%	65%
Üretim (bin m2)	10,621	13,200	19,430	21,775
Üretimden gelen satışlar	10,849	13,200	19,430	21,775
Yurtiçi satışlar	7,113	8,316	11,269	13,065
Yurtdışı satışlar	3,736	4,884	8,161	8,710
Net Satışlar (TL mn)	703	992	1,549	1,937
Yurtiçi	335	427	619	819
Yurtdışı	372	570	939	1,131
İskontolar	-5	-6	-9	-12

Makroekonomik Tahminler

	2020	2021E	2022E	2023E
GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	1.8%	6.0%	3.0%	3.0%
TÜFE (yıl sonu)	14.6%	13.4%	11.0%	10.0%
Ortalama USD/TL	8.04	9.90	11.37	12.79
Dönem Sonu USD/TL	9.12	10.67	12.06	13.51

Değerleme

Qua Granite'i firmaya serbest nakit akış yöntemiyle İndirgenmiş Nakit Akışı kullanarak değerlendiriyoruz. Değerlememizin detayları aşağıdaki gibidir.

Tablo 2. QUAGR İNA Değerleme

TL mn	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Satışlar	703	992	1,549	1,937	2,299	2,604	2,984
<i>Büyüme oranı</i>	74.03%	41.09%	56.20%	25.10%	18.67%	13.27%	14.59%
FAVÖK	224	302	496	649	770	872	1,000
<i>VAFÖK marjı</i>	31.9%	30.5%	32.0%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%
FVÖK	206	282	452	582	703	807	936
+ Amortisman	19	20	43	67	68	65	64
- Yatırımlar	-17	-525	-75	-39	-46	-52	-60
<i>Yatırımlar/Satis</i>	-2.4%	-52.9%	-4.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
- İşletme sermayesindeki değişim	-201	-64	-311	-156	-146	-124	-154
- Vergi	-45	-14	-23	-29	-35	-186	-215
Firmaya serbest nakit akışı	-39	-301	87	425	543	511	571
İskonto oranı		0.90	0.74	0.61	0.50	0.41	0.34
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	722	-271	65	258	270	209	192
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	2,645						
Firma Değeri	3,367						
-2020 Net Borç	-54.2						
-Azınlık Payı	0.0						
+İştirakler	0.0						
Şirket değeri	3,421.4						
Hisse değeri	28.5						
Sermaye Maliyeti	23%						
12 Aylık Hedef Fiyat	34.90						
Hedef Getiri	34%						
AOSM							
Risksiz Getiri Oranı	15.5%						
Beta	1.00						
Risk Primi	7.0%						
Sermaye maliyeti	22.5%						
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	18.0%						
Sermayelendirme Oranı	15.0%						
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21.8%						
Uzun Dönemli Büyüme Oranı	13.6%						

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Tablo 3. QUA Granite Benzer Şirket Karşılaştırması

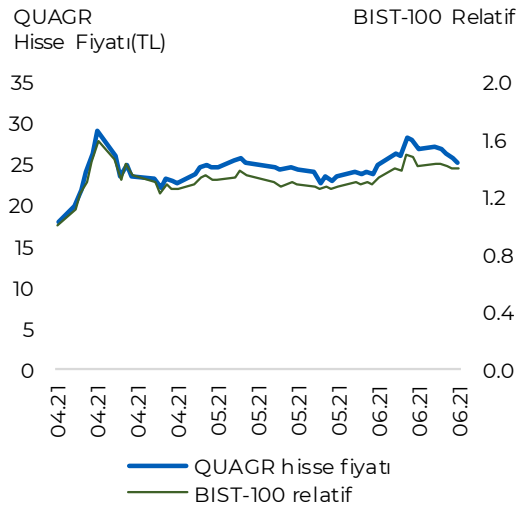
Şirket Adı	Piyasa Değeri (USD mn)	F/K		FD/VAFÖK		FD/Net Satışlar		Temettü Verimi		
		Ülke	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
Asian Granito India Ltd	India	76.9	8.3	6.3	5.6	4.6	0.6	0.5	0.3%	0.5%
Dynasty Ceramic Pcl	Thailand	890.2	16.1	15.7	10.6	10.2	3.3	3.2	5.9%	3.2%
Arwana Citramulia Tbk	Indonesia	92.2	13.2	10.8	1.3	1.1	0.3	0.3	3.9%	0.3%
Al Anwar Ceramic	Oman	263.2	20.9	23.0	10.8	12.0	3.3	3.5	3.3%	3.5%
Saudi Ceramic Co.	Saudi Ara	1,252.3	22.7	17.3	16.3	14.2	3.3	3.0	0.8%	3.0%
Panariagroup Industrie Ceramiche Spa	Italy	107.7	-99.8	20.0	5.9	5.6	0.6	0.6	0.0%	0.6%
	Medyan		16.1	17.3	10.6	10.2	3.3	3.0	3.3%	3.0%
Türk Benzer Şirketler										
Usak Seramik*	Turkey	57.1	66.5	N.A	8.9	N.A	1.4	N.A	N.A	N.A
Ege Seramik*	Turkey	99.4	6.8	N.A	4.8	N.A	1.1	N.A	7.7%	N.A
Qua Granit Hayal Yapi	Turkey	358.5	16.0	9.4	10.2	6.2	3.1	2.0	0.0%	0.0%
	Medyan		16.0	N.M	8.9	N.M	1.4	N.M	3.8%	N.M

Kaynak: EquityRT, INFO Araştırma. Usak ve Ege Seramik son 12 aylık veriler

Tablo 4. Hisse Fiyatı Performans Karşılaştırması

	YBİ	1A	3A	12A	Yerel Para Birimine Göre Relatif Getiri (%)			
					YBİ	1A	3A	12A
Asian Granito India Ltd	-36.3	1.8	9.7	5.9	-43.2	-3.2	3.1	-30.8
Dynasty Ceramic Pcl	42.4	4.1	24.4	65.8	27.9	0.3	20.6	40.9
Arwana Citramulia Tbk	6.6	0.0	-2.7	89.8	3.4	0.0	0.3	52.1
Al Anwar Ceramic	53.5	7.3	26.2	185.0	53.5	7.3	26.2	185.0
Saudi Ceramic Co.	62.1	3.9	42.1	124.7	30.5	-0.4	24.9	53.1
Panariagroup Industrie Ceramiche Spa	119.2	7.8	43.1	100.9	99.0	9.0	37.0	52.1
Usak Seramik	-12.8	-28.4	-16.4	36.0	-7.5	-25.4	-8.1	11.1
Ege Seramik	21.5	-17.1	-6.4	150.2	29.0	-13.6	2.9	104.3

Kaynak: EquityRT

Tablo 5. Hisse Fiyatı Performansı

Kaynak: EquityRT, INFO Araştırma verileri

Riskler

Seramik karo üretim talebi, büyük ölçüde döngüsel olma eğiliminde olan inşaat faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır—gerçek GSYİH büyümesine oranla daha hızlı büyüyebilir veya hızlı küçülebilir. Bununla birlikte, inşaat faaliyetleri son yıllarda ekonominin geri kalanı büyüdüğünde bile zayıf seyredebilmektedir. Bunun sebebinin inşaat piyasasındaki dengelenme olduğunu öngörüyoruz. Bu yukarıda bahsettiğimiz riskleri azaltmaktadır.

Şirket, hammaddelerinin çoğunu yerel olarak tedarik etmektedir, ancak maliyetlerin %20'sini doğal gaz ve elektrik giderleri oluşturmaktadır. Hükümet tarafından belirlenen enerji fiyat değişikliklerinin tahmin edilmesi zordur ve bu özellikle zayıf bir talep ortamıyla birleştiğinde marjların negatif etkilenmesiyle sonuçlanabilir. Bununla birlikte, üreticiler genellikle maliyeti müşterilere yansıtılabildikleri için bu değişiklikler geçici olma eğilimindedir.

QUA, üretiminin yaklaşık yarısını çoğunlukla gelişmiş ülkelere ihraç etmektedir. Şirket kapasite artışının önemli bir kısmını ABD'ye ihracat etmeyi planlamaktadır. Bu yüzden vergi rejimindeki değişikliklerin veya politik risklerin ihracat üzerinde potansiyel bir risk teşkil ettiğini söyleyebiliriz. Bununla birlikte, şirketin 60'tan fazla ülkeye ihracat yapması riskin azaltılması yönünde olumlu bir stratejidir.

Değerleme ve tavsiyenin önemli bir kısmı, kapasitenin zamanında tamamlanacağı varsayımına dayanmaktadır. İnşaatteki olası gecikmeler veya önemli maliyet artışları, tavsiyemiz üzerinde etkili olacaktır. Yine, QUA yönetimine göre önceki kapasite yatırımlarını zamanında tamamlanmıştır.

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Çağlar Toros– Yardımcı Uzman Analist

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist