

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

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
01 Nisan 2021

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İfo Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Qua Granite" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

QUA GRANITE HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. ve Hak Sahibi Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	5-6 Nisan 2021
Halka Arz Fiyatı	16,46 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	105.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	120.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	24.000.000 TL/Lot (15.000.000 TL Sermaye Artırımı, 9.000.000 TL Ortak Satışı)
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Yoktur.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yoktur.
Borsa Kodu	QUAGR.HE
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	25.3.2021

Kaynak: İfo Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, yurt içi ve yurt dışına seramik, vitrifiye, teknik granit ve karo hammaddeleri ile yapıştırıcılarının üretimini ve alım satımını yapmaktadır. Aynı zamanda bu ürünlerin ithalat ve ihracatı da şirket tarafından yapılmaktadır.

Şirketin distribütör ve bayileri büyük oranda inşaat sektörüne mal tedariki sağlamaktadır.

Şirket, Türkiye'nin en büyük teknik granit üreticisi konumundadır. Şirketin toplam teknik granit üretim kapasitesi halka arz itibarıyla, 11 milyon metrekareye karşılık gelmektedir.

Ticari mal satışının portföy ağırlığını azaltma amacıyla şirket, 2021 yılında 493,4 milyon TL'lik yatırım yapmayı öngörmektedir.

Şirketin yeni üretim hatları yatırımı kapsamında 584 milyon TL tutarında yatırım teşvik belgesi bulunmaktadır. Teşvik belgesi kapsamında yatırım indirimi oranı yüzde 60, yatırımın katkı oranı ise yüzde 40 seviyesindedir.

Şirketin satış gelirleri, 2018-2020 yılları arasında yüzde 45,6'lık yıllıklandırılmış bileşik büyüme oranı ile büyümüştür. 2021-2025 yılları arasında ise yüzde 25'lik yıllıklandırılmış bileşik büyüme oranına ulaşılması öngörülmektedir.

Hacim bazında satışlar ise 2018-2020 yılları arasında yüzde 14,3'lük yıllıklandırılmış bileşik büyüme oranı ile büyümüştür. 2021-2025 yılları arasında hacim bazında yüzde 17,7'lik yıllıklandırılmış bileşik büyüme oranı öngörülmektedir.

2020 yılında şirketin satış gelirlerinin yüzde 53'ü döviz bazlıdır.

Yeni yatırımlar ile birlikte şirketin üretim kapasitesinin Eylül 2021'de 26 milyon metrekareye, Ocak 2022'de ise 33,5 milyon TL'ye çıkması hedeflenmektedir.

2020 yılında şirketin satış gelirlerinin yüzde 53'ü ihracat kaynaklıdır.

Şirket ihracatının yüzde 80'i Avrupa Birliği ülkelerine gerçekleştirilmektedir.

Yeni kapasite artışlarının devreye girmesiyle birlikte kapasitenin 2 milyon metrekarelik kısmının ABD'ye ihracat maksadıyla kullanılması hedeflenmektedir.

2020 yılında şirketin maliyetlerinin yüzde 42'si hammadde kaynaklıdır. Maliyet ağırlıklarında yüzde 25,3'le ticari mal ve yüzde 21,3'le elektrik ve doğalgaz maliyetleri takip etmektedir.

Ağırlıklı olarak elektrik ve doğalgaz maliyetlerinden kaynaklanmak üzere şirketin maliyetlerinin yüzde 23'ü döviz bazlıdır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Ali Ercan	A-B	100.000.000	95,24	91.000.000	75,83
Hedef Portföy Yönetimi A.Ş. Değer Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	3.200.000	3,05	3.200.000	2,67
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B	1.800.000	1,71	1800000	1,5
Halka Açık Kısmı	-	-	-	24.000.000	20
Toplam		105.000.000	100%	120.000.000	100%

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (TL)	31.12.2018	31.12.2019	30.12.2020
VARLIKLAR	517.369.183	508.177.293	706.804.617
Dönen Varlıklar	254.630.255	258.498.110	432.004.565
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.903.594	267.588	20.618.497
Ticari Alacaklar	94.193.832	85.401.069	197.274.762
Diğer Alacaklar	10.332.643	54.100.829	57.659.261
Stoklar	121.949.572	103.603.011	121.319.712
Peşin Ödenmiş Giderler	10.337.563	8.662.929	34.858.428
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	98.172	15.521	-
Diğer Dönen Varlıklar	10.814.879	6.447.163	273.905
Duran Varlıklar	262.738.928	249.679.183	274.800.052
Diğer Alacaklar	10.105.171	6.369.901	5.817.971
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	1.624.917	-	-
Maddi Duran Varlıklar	202.720.526	187.633.133	215.639.230
Kullanım Hakkı Varlıklar	-	10.838.231	8.035.895
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	388.718	486.726	791.569
Peşin Ödenmiş Giderler	437.674	396	28.203.442
Ertelenmiş Vergi Varlığı	47.461.922	44.350.796	16.311.945
Özkaynak ve Yükümlülükler	517.369.183	508.177.293	706.804.617
Kısa Vadeli Yükümlülükler	280.329.838	292.693.441	299.051.406
Kısa Vadeli Borçlanmalar	76.770.281	108.133.657	112.600.934
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	10.465.751	17.659.128	27.265.828
Diğer Finansal Yükümlülükler	282.203	117.119	8.292
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5.248.442	5.758.172	1.061.693
Ticari Borçlar	158.290.474	113.419.914	148.059.759
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	576.593	492.063	530.613
Diğer Borçlar	241.568	2.381.540	11.930
Ertelenmiş Gelirler	27.989.611	44.037.745	2.161.086
Türev Araçlar	-	68.875	482.505
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	5.206.101
Diğer kısa Vadeli Yükümlülükler	464.915	625.228	1.662.665
Uzun Vadeli Yükümlülükler	78.699.147	44.181.027	68.217.172
Uzun Vadeli Borçlanmalar	43.715.027	29.095.587	61.463.342
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5.438.133	2.384.974	2.627.402
Ticari Borçlar	26.952.066	10.810.880	1.713.201
Diğer Borçlar	1.191.248	26.181	-
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.402.673	1.863.405	2.413.227
Toplam Özkaynaklar	157.794.704	171.235.796	339.531.710
Ödenmiş Sermaye	70.000.000	99.600.000	105.000.000
Ort. Kont. Tabi İşlet. Birleşme	-6.996.815	-	-
Diğer Kapsamlı Gelirler / (Giderler)	38.452.009	37.226.967	60.022.924
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.298.632	2.724.531	3.390.646
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	35.166.750	17.999.725	26.599.744
Net Dönem Karı (Zararı)	19.874.128	13.684.573	144.518.396
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	545.494	67.029	4.329

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (bin TL)	2018	2019	2020
Net Satışlar	331.464.705	403.815.957	702.771.654
Satışların Maliyeti	-211.964.659	-302.534.406	-440.287.403
Brüt Kar	119.500.046	101.281.551	262.484.251
Genel Yönetim Giderleri	-11.056.046	-9.866.009	-11.551.927
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-23.655.543	-35.868.660	-43.248.552
Arge Giderleri	-1.510.008	-1.838.123	-1.906.520
EBITDA	97.969.009	71.030.867	224.477.278
Amortizman ve İtfa Payları	-14.691.323	-17.322.108	-18.700.026
EBIT	72.319.984	66.089.280	214.199.049
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	79.283.257	62.457.103	68.972.128
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-90.240.959	-50.076.582	-60.550.331
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler / Giderler	429.484	816.978	-82.399
Finansal Gelirleri	31.027.660	19.678.696	35.447.745
Finansal Giderleri	-88.698.694	-70.214.622	-73.039.827
Vergi Öncesi Kar	15.078.434	16.370.332	176.524.568
Dönem Vergi Gideri	-	-	-6.613.679
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	4.466.188	-3.164.224	-25.455.193
Net Dönem Karı	19.544.622	13.206.108	144.455.696

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4.3. Borçluluk Rasyoları

Borçluluk Rasyoları	2020	2019	2018
Toplam Borçlar / Toplam Aktifler	52,0%	66,3%	69,4%
Kısa Vad. Fin. Borç / Özkaynak	41,5%	76,9%	58,8%
Faiz Karşılama Oranı	6,0	1,4	1,7
Net Borç / EBITDA	0,8	2,5	1,7
Kısa Vad. Yab. Borç / Pasif	42,3%	57,6%	54,2%
Uzun Vad. Yab. Borç / Pasif	9,7%	8,7%	15,2%
Özkaynak / Pasit	48,0%	33,7%	30,5%
Toplam Borçlar / Özkaynaklar	108,2%	196,7%	227,5%
Finansal Borçlar / Toplam Borçlar	55,8%	48,4%	39,5%

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

4.4. Karlılık Analizi

Karlılık Oranları	2020	2019	2018
Brüt Kar Marjı	37,3%	25,1%	36,1%
EBIT Marjı	30,5%	16,4%	21,8%
EBITDA Marjı	31,9%	17,6%	29,6%
Net Kar Marjı	20,6%	3,6%	6,0%
ROE	42,6%	8,0%	12,6%
ROA	30,3%	13,0%	14,0%

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN KULLANILACAK FONUN KULLANIM YERİ

Qua Granite, halka arz ile;

- Öz kaynaklarını güçlendirmeyi,
- 584 Milyon TL tutarındaki teşvik belgesi kapsamında kapasite artırıcı yatırımları tamamlamayı,
- İşletme sermayesini güçlendirmeyi,
- Büyüme hedeflerinin devamlılığını sağlamayı,
- Şirketin yurtiçi ve yurtdışında bilinirliğini artırmayı,
- Rekabet gücünün artırılmasını,
- Potansiyel müşteriler nezdinde güvenilirliği ve saygınlığın artırılmasını,
- Sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturularak raporlama standartlarının sürdürülmesini,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesini,
- Şirket paylarının likit hale getirilerek kredi verenler nezdinde gerekmesi halinde daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşmayı hedeflemektedir.

Şirket, sermaye artırımını yoluyla 15 Milyon TL nominal değerli pay ihraç ederek, maliyetler düştükten sonra net 238.650.000 TL nakit girişi yaratmayı hedeflemektedir.

Fonun Kullanım Yeri	Kullanım Oranı (%)
Yatırımların Finanse Edilmesi	62.29
İşletme Sermayesi İhtiyacının Giderilmesi	20.95
Borçların Ödenmesi	16.76
Toplam	100

Kaynak: Qua Granite Fonun Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor

• Üretim Kapasitesinin Artırılması Kapsamında Yatırımların Finanse Edilmesi

Şirket, elde edilecek gelirin %62.29'una denk gelen 148.650.000 TL'si ile şirketin üretim kapasitesinin artırılması kapsamında yapılan yatırımların finanse edilmesini hedeflemektedir. Bu kapsamda Aydın Söke'de bulunan arazi üzerindeki fabrika binasına ek olarak aynı arazi içerisinde ek bir fabrika binası yapılması hedeflenmektedir. 2020 yılı Aralık ayında alınan 584 milyon TL'lik teşvik belgesi

doğrultusunda yapılacak yatırımlarla şirketin hali hazırda faaliyette bulunan 2 üretim hattı ile sahip olunan 11 milyon m²'lik üretim kapasitesinin, her biri 7.5 milyon m² kapasiteli 3 yeni hat ilave edilerek toplam 5 hat ile 33.5 milyon m²'ye çıkarılması planlanmaktadır.

Ek fabrika binası ve makine ekipmanlardan oluşan toplam yatırım büyüklüğünün 584 milyon TL olması planlanmaktadır. Bu yatırımın 38.1 milyon TL'lik kısım bina inşaat maliyetlerinden, 520 milyon TL'lik kısım makine ve teçhizat yatırımlarından 25.9 milyon TL'lik kısım ise diğer yatırımlardan oluşacaktır.

- **İşletme Sermayesi İhtiyacının Giderilmesi**

Şirketin artan kapasite kullanım oranına, artması beklenen satış hacmi ve tutarlarına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı da artış göstermiştir. 2021'in 2. Yarısında devreye alınması planlanan ek üretim kapasiteleri de göz önünde bulundurularak halka arzdan elde edilecek gelirin %20.95'ine denk gelen 50 Milyon TL'nin işletme sermayesi ihtiyacında kullanılması planlanmaktadır.

- **Borçların Ödenmesi**

Halka arzdan elde edilecek gelirin %16.76'sına karşılık gelen 40 Milyon TL'lik kısmın şirketin finansal borç faiz ve anapara ödemelerinde kullanılması planlanmaktadır. Şirketin toplam finansal borcu 201.3 milyon TL seviyesindedir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %50 ağırlık verilirken, çarpan analizinde seçilmiş BİST şirketlerine %6,25, BİST taş toprak endeksine %6,25, yurtdışı benzer şirketlere %6,25, yurt içi benzer şirketlere %25, yıldız pazar endeksine ise %6,25 ağırlık verilmiştir.

6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021-2027 yıllarını kapsamaktadır. Projeksiyon döneminin 2027 yılına kadar alınmasında, şirketin bu dönem içerisinde düşük vergi oranına maruz kalacak olması etkili olmuştur. Net satışların 2021 yılında baz etkisi nedeniyle %20,9, 2022 yılında kapasite artırımlarının etkisiyle %48,6 büyümesi beklenmektedir. 2021-2027 yılları için net satış YBBO %21,3 seviyesinde hesaplanmıştır. Yeni yatırımların yarattığı giderler nedeniyle 2022 yılında brüt kar marjının %37'ye gerilemesi, sonraki yıllarda katma değerli ürün payının artmasıyla birlikte 2028 yılına kadar söz konusu marjın %40'a yükselmesi beklenmektedir. 2021-2027 yılları için FAVÖK YBBO %22,3 hesaplanmıştır. 2021 yılında 513,4 milyon TL yatırım harcaması planlanmaktadır. Sonraki yıllar için ise 40 milyon TL yatırım harcaması öngörülmektedir. 2020 yılında işletme sermayesi/satış oranı %32 olarak gerçekleşirken, sonraki yıllarda büyümeyi destekleyebilmek adına söz konusu oranın %35'e yükselmesi beklenmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı Türkiye'deki 10 yıllık tahvil faizleri dikkate alınarak %13,7 alınmıştır. Hisse senedi risk primi %5,5 öngörülmüştür. Beta değeri, 1,0x seviyesinin altında hesaplanırsa da muhafazakar olmak adına piyasa betası olan 1,0x

kullanılmıştır. Buna göre, özsermaye maliyeti %19,2 hesaplanmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %18,8 hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 2.424 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

6.2. Çarpan Analizi

Seçilmiş BİST Şirketleri Çarpanları

Seçilmiş BİST şirketleri çarpan analizinde 32 şirkete yer verilmiştir. Aşağıda BİST şirketlerinin belirlenmesinde kullanılan kriterler yer almaktadır. Hedef fiyat hesaplamasında FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) ve F/K (Fiyat/Kazanç) çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.

Kriterler:

- Piyasa değeri 500 milyon TL'nin üzerindeki şirketler alındı.
- Son 3 aylık günlük ortalama işlem hacmi 10 milyon TL'nin altındaki şirketler elimine edildi.
- Yıllık FAVÖK'ü negatif olan şirketler elimine edildi.
- FD/FAVÖK ve F/K çarpanları 30x'in üzerinde ve 4x'in altındaki şirketler elimine edildi.
- Halka açıklık oranı %5 ve üzeri olan şirketler alındı.
- Spor, eğlence ve finans sektörü hisseleri, ulaştırma, haberleşme, yazılım, sağlık ve mali sektör şirketleri elendi.

Bu yöntem ile 2.424 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

Uluslararası Çarpanlar

Uluslararası çarpan analizinde 16 şirkete yer verilmiştir. Hedef fiyat hesaplamasında FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) çarpanına %25, FD/FAVÖK21T çarpanına %25 ve F/K (Fiyat/Kazanç) çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

Bu yöntem ile 1.892 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

BİST Taş & Toprak Endeksi, Yurt İçi Benzer Şirketler ve Yıldız Pazar Endeksi Çarpanları

Şirketin faaliyet alanı BİST taş & toprak endeksindeki şirketlere benzemektedir. Ayrıca, seramik ve porselen üreticileri olan Ege Seramik, Kütahya Porselen ve Uşak Seramik ile benzer alanda faaliyet göstermektedir. 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. Şirketin halka arz sonrası yıldız pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için yıldız pazar şirketlerinin çarpanları da ayrı olarak değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. Hedef fiyat hesaplamasında FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) ve F/K (Fiyat/Kazanç) çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.

BİST taş & toprak endeksi çarpanlarına göre 2.478 milyon TL, yurt içi benzer şirket çarpanlarına göre 1.598 milyon TL, yıldız pazar endeksi çarpanlarına göre ise 2.084 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, seçilmiş BİST şirketlerine %6,25, BİST taş & toprak endeksine %6,25, yurtdışı benzer şirketlere %6,25, yurt içi benzer şirketlere %25 ve yıldız pazar endeksine %6,25 pay verilerek halka arz öncesi 2.166 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %20,2 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 16,46 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

İNA Analizi (mn TL)													Uç Değer		
	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize				
Net Satışlar	331	404	703	850	1.263	1.584	1.877	2.146	2.421	2.718	3,017				
EBITDA	98	71	224	265	405	515	616	713	810	917	1,018				
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	83,0	54,0	206,0	238,0	350,0	456,0	559,0	649,0	743,0	848,0	949,0				
Operasyonel Vergiler	-	-	-8,0	-10,0	-	-	-	-123,0	-142,0	-163,0	-190,0				
Amortisman	-15	-17	-19	-27	-55	-56	-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 Değişimi	0	5	-179	-46	-169	-115	-103	-94	-96	-103	-104				
Kaldıraçsız Nakit Akımları	79	63	20	-304	168	360	476	455	532	611	684	732	775	5.880	
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%	18,8%	18,8%	
İndirgenmiş Nakit Akımları				-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
Hisse Sayısı	105
Hisse Fiyatı	23,09

Piyasa Değeri	2.424
---------------	-------

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Özeti	Değer (milyon TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer
İNA	2.424	50,00%	23,09
Seçilmiş BİST Şirketleri	2.424	6,25%	23,09
BİST Taş Toprak Endeksi	2.478	6,25%	23,6
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

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Info Yatırım Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

- Değerlemede hem indirgenmiş nakit akımlarının hem de çarpan analizinin birlikte kullanılıp eşit ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizinde medyan değer kullanılmasını makul bulmaktayız.
- İNA yöntemi 2021 – 2027 yılları arası dikkate alınarak hesaplanmıştır. 2027 yılının alınmasının temelinde şirketin bu dönem içerisinde düşük vergi oranına maruz kalacak olmasıdır. Beş yıllık ve on yıllık projeksiyonlar kullanılması halinde farklı hedef pay değerine ulaşılabileceği görüşündeyiz. Bu ölçütte değişimin ne kadar olacağına yönelik bilginin paylaşılmasını da tercih ederdik.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabında muhafazakar olmak adına betanın 1.0x tutulmasını normal karşılıyoruz.
- Çarpan analizi yapılırken spor, eğlence ve finans sektörü hisseleri, ulaştırma, haberleşme, yazılım, sağlık ve mali sektör şirketlerinin elemine edilmesini normal karşılıyoruz.
- Çarpan Analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının yanı sıra FD/Satışlar ve PD/DD gibi çarpanların değerlemeye dahil edilmesi durumunda farklı hedef değerlerine ulaşılabileceği görüşündeyiz.
- Sonuç olarak, Qua Granite için % 20,2 halka arz iskontosuyla 16,46 TL olarak belirlenen halka arz birim pay değerinin makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.