

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. (Naturel Enerji) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Şirket seramik, vitrifiye, teknik granit ve karo üretmektedir. 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 faydanılması ve ihracata yoğunlaşılması ile birlikte ikinci hattın temeli 2016 yılında atılmış ve Haziran 2017'de 5,5 milyon m² kapasite ile 2. Üretim hattı faaliyete geçmiştir. Bu şekilde Şirket'in toplam üretim kapasitesi 11 milyon m² ulaşmıştır. Böylece 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 tüm üretim kapasitesi ve teknolojik altyapısını buna uygun olarak dizayn etmesidir. Dünya'da 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.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Qua Granit Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Öncesi Sermaye	105.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	120.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	24.000.000 TL (15.000.000 TL-Sermaye artırımı), (9.000.000 TL Ortak satışı)
Halka Arz Fiyatı	16,46 TL
Halka Arz Büyüklüğü	395.040.000 TL
Halka Arz Tarihi	5- 6 Nisan 2021
BİST İşlem Kodu	QUAGR

Yatırım Unsurları

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, özkaynaklarının verimli kullanımı ile sektördeki şirketlerden pozitif anlamda ayrılmaktadır. Şirket gelirlerinin %53'ü dövizle endeksli olurken maliyetlerdeki döviz etkisi daha düşüktür.

Gelir Tablosu (mn TL)	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.

Teknik granit katma değeri yüksek özel bir üründür. Ürünün pişirme teknolojisi diğer seramik türlerine göre daha zor ve pahalıdır. Türkiye'de teknik granit üreten tek fabrikadır. Şirketin faaliyeti öncesi teknik granit talebi başta Çin olmak üzere ithalat ile karşılaşıırken, teknik granitin Şirket'in Söke'deki fabrikasında üretilmeye başlanması daha kaliteli ürünlerin daha uygun fiyatlarla pazarda satılma imkan 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 bir ürüne odaklı çalışma modeli şirketin ürün maliyetlerini düşürerek rekabetçi bir avantaj sağlamaktadır.

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 yapılabilir.

Şirketin 2020 yılı kapasite kullanım oranı %96,6 seviyesindedir. Yüksek talebi karşılamak için ilişkili taraf şirketine ürün üretilmekte 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 yapılacak 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.

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

Yeni yatırımlarla ABD kapısı aralanacaktır. 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.

Riskler

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.

Şirketin distribütör ve bayileri büyük oranda inşaat sektörüne mal tedariki sağlamaktadır. Bu durum şirketi yurt içi piyasada inşaat sektörüne bağımlı kılmaktadır. Tek sektöre bağımlılık, faizlerin yükseldiği dönemlerde şirketi 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 şirketin ihracat gelirlerindeki artışın temel nedeni iç piyasada artan faizlerle talebin daralması ve daha fazla yurt dışı piyasalara odaklanmasıdır.

Şirket, 2020 yılında ürünlerini yurt dışına (özellikle Avrupa) birim bazlı ortalama 67,2 TL'den satarken şirketin 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.

Info Yatırım'ın hazırlamış olduğu fiyat tespit raporunda, halka arz edilecek payların birim fiyatı tespitinde, değerlendirme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodları kullanılmıştır. 2020 EV/EBITDA ve F/K çarpanlarının kullanıldığı çarpan metodunda farklı gruplardaki şirket oranlarına bakılmıştır. Bu gruplar: Seçilmiş Bist şirketleri, BIST Taş Toprak endeks, Yurtdışı benzerler, Yurtiçi benzerler, Yıldız Pazar endeksi.

Ortaklık Yapısı

Unvanı/Adı Soyadı	Grubu	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ali Ercan	A	21.000.000	20,00%	21.000.000	17,50%
Ali Ercan	B	79.000.000	75,24%	70.000.000	58,33%
Hedef Portföy Yönetim A.Ş. Değer GSYF	B	3.200.000	3,05%	3.200.000	2,67%
Hedef Girişim Sermayesi Yat. Ort. A.Ş.	B	1.800.000	1,71%	1.800.000	1,5%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	24.000.000	20,00%
TOPLAM		105.000.000	100,0%	120.000.000	100,0%

24.000.000 TL nominal değerli pay ortak satışı ve sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecektir.

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Info Yatırım, Qua Granit'in halka arz fiyatının tespitinde İNA ve Çarpan Analizi metotlarına eşit ağırlık vermiştir. İNA için projeksiyon süresi 6 yıl olup 2021-2027 aralığıdır. Risksiz getiri oranı 10 yıllık tahviller takip edilerek %13,7 olarak kabul edilmiştir. Türkiye'deki son dönemlerdeki dalgalanmalarda göz önüne alındığında muhtemel oranlar daha yüksek seyrediyor oluşu fiyatı düşürücü bir etki yapabilecektir. Piyasa risk primi %5,5 alınması bizce uygundur. Uç büyüme oranında %5 alınması makuldür. Bunlara ve diğer parametrelere göre Şirket için İNA yöntemi 2.424 mn TL hedef piyasa değerine ulaşmıştır. Çarpan analizinde ise yurtiçi benzer şirket çarpan değerine %25, diğer çarpan değerlerine %6,25 verilmiştir.

Halka arz fiyatı 16,46 TL olması %20,2 'lik bir iskonto oranına işaret etmektedir. Bizce uygulanan yöntemler uygun ve 16,46 TL pay başına halka arz fiyatı makuldür yalnız faiz oranlarındaki daha yukarı doğru bir ivme yukarıda belirtildiği gibi fiyatta bir risk oluşturmaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mn TL)	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%	19,85
Yıldız Pazar Endeksi	2.084	6,25%	20,63
Hedef Değer (TL)	2.166		
Halka Arz İskontosu	20,2%		
Adil Değer	1.728		16,46