

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	QUAGR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	5-6 Nisan 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	105.000.000 TL
Sermaye Artırımı	15.000.000 TL
Ortak Satışı	9.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	120.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Talep Toplama Fiyatı	16,46 TL
Halka Arz Büyüklüğü	395.040.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.728.300.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.975.200.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	11,96
FD/FAVÖK 2020	8,50
PD/DD 2020	5,09

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	13,67
FD/FAVÖK 2020	8,50
PD/DD 2020	3,37

Özet Bilgi

- Qua Granite, Temmuz 2015'te kurulmuş olup Türkiye'nin en büyük teknik granit üreticisidir. Şirket, 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 79.630m²'ye yükselmiştir.
- Şirket'in faaliyet konusu yurt içinde ve yurt dışında yer ve duvar seramiği, yer ve duvar karo, 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.
- Şirket'in 2020 yılında kapasite kullanım oranı %96,6 seviyesindedir. Yüksek talebi karşılamak için ilişkili taraf Bien Seramik ile olan ilişkiyi azaltmak için 2021 yılında yaklaşık 493,4 milyon 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 milyon m²'ye çıkarılmış olacaktır.
- Şirket, Trio Mimarlık Zemin ve Banyo Ürünleri Ticaret A.Ş.'nin %75'ine sahiptir. Ana faaliyet alanı Şirket ile benzer olan Trio Mimarlık, halihazırda gayriaktif olması sebebiyle tasfiye sürecine girmiş ve tasfiye işlemlerinin 2021 yılı içerisinde tamamlanması öngörülmektedir.
- Türkiye'de sayılı firmaya verilen, gümrük yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getiren, kayıt sistemi düzenli ve izlenebilir olan, mali yeterlilik, emniyet, şeffaflık ve güvenlik standartlarında 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.

Ortaklık Yapısı

Qua Granite Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Ali Ercan	A	21.000.000	95,24%	21.000.000	75,83%
	B	79.000.000		70.000.000	
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	1,50%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	24.000.000	20,00%
Toplam	A+B	105.000.000	100,0%	120.000.000	100,0%

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

- %62,29'una karşılık gelen 148.650.000 TL'nin şirketin üretim kapasitesinin artırılması kapsamında yapılan yatırımların finanse edilmesinde,
- %20,95'ine karşılık gelen 50.000.000 TL'sinin işletme sermayesi ihtiyacında
- %16,76'sına karşılık gelen 40.000.000 TL'sinin şirketin finansal borç faiz ve anapara ödemelerinde kullanılması planlanmaktadır.

Mali Tablolar

Qua Granite Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
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
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>16.259.040</i>	<i>16.990.009</i>	<i>45.844.264</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>77.934.792</i>	<i>68.411.060</i>	<i>151.430.498</i>
Diğer alacaklar	10.332.643	54.100.829	57.659.261
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>3.929.904</i>	<i>31.600.947</i>	<i>55.014.737</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>6.402.739</i>	<i>22.499.882</i>	<i>2.644.524</i>
Stoklar	121.949.572	103.603.011	121.319.712
Peşin ödenmiş giderler	10.337.563	8.662.929	34.858.428
Cari dönem vergisi ile ilgili 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
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>10.090.349</i>	<i>5.912.258</i>	<i>5.713.623</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>14.822</i>	<i>457.643</i>	<i>104.348</i>
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	1.624.917		
Maddi duran varlıklar	202.720.526	187.633.133	215.639.230
Kullanım hakkı varlıkları		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
Toplam varlıklar	517.369.183	508.177.293	706.804.617

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
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 borçlanmaların kısa vadeli kısımları	10.465.751	17.659.128	27.265.828
Diğer finansal yükümlülükler	282.203	117.119	8.292
Kiralama işlemlerinden borçlar	5.248.442	5.758.172	1.061.693
Ticari borçlar	158.290.474	113.419.914	148.059.759
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	25.209.773	10.432.631	21.282.522
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	133.080.701	102.987.283	126.777.237
Çalışanlara sağ. fay. kapsamında borçlar	576.593	492.063	530.613
Diğer borçlar	241.568	2.381.540	11.930
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	221.136	2.381.540	
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	20.432		11.930
Müşteri sözleşmelerinden doğan yük.	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 işlemlerinden borçlar	5.438.133	2.384.974	2.627.402
Ticari borçlar	26.952.066	10.810.880	1.713.201
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	4.492.129	3.643.792	1.713.201
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	22.459.937	7.167.088	
Diğer borçlar	1.191.248	26.181	
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>		26.181	
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	1.191.248		
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli borçlar	1.402.673	1.863.405	2.413.227
Toplam yükümlülükler	359.028.985	336.874.468	367.268.578
ÖZKAYNAKLAR	158.340.198	171.302.825	339.536.039
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	157.794.704	171.235.796	339.531.710
Ödenmiş sermaye	70.000.000	99.600.000	105.000.000
Ortak kont. tabi teş. veya işlet. iç. bir. etkisi	-6.996.815		
Kar veya zararda yen. sınıf. diğ. kap. gel./ (gid.)			
<i>Tan. fay. plan. yen. öl. kaz./ (kayıpları)</i>	-31.091	-274.572	-699.938
<i>Maddi duran varlık yen. değ. art./ (azalışları)</i>	38.483.100	37.501.539	60.722.862
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	1.298.632	2.724.531	3.390.646
Geçmiş yıllar karları	35.166.750	17.999.725	26.599.744
Net dönem karı	19.874.128	13.684.573	144.518.396
Kontrol gücü olmayan paylar	545.494	67.029	4.329
TOPLAM KAYNAKLAR	517.369.183	508.177.293	706.804.617

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- İfo Yatırım, Qua Granite'in halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Qua Granite özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- İfo Yatırım tarafından Qua Granite'in halka arz fiyatının belirlenmesinde seçilmiş BİST şirketleri, BİST taş toprak endeksi, Yıldız Pazar, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İfo Yatırım, Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net borç, son 12 aylık gerçekleşen net dönem karı ve EBITDA değerini çarpan analizinde kullanmış olup sadece yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde 2021 tahmini EBITDA değeriyle hesaplanan piyasa değeri de analize dahil edilmiştir.

Seçilmiş BİST Şirketleri Çarpan Analizi

- Qua Granite'n seçilmiş BİST Şirket analizi yapılırken 32 seçilmiş BİST şirketi kullanılmıştır. Yurt içindeki yatırımcıların risk-getiri ve fiyatlama davranışlarını değer oluşumunda dikkate almak adına belirlenen kriterlere göre şirketler seçilmiştir. Değer tespitinde şirketlerini 4 Mart 2021 tarihli piyasa değerleri ile EV/EBITDA ve F/K çarpanlarının medyan değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %50 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Seçilmiş BİST Şirketler Çarpan Analizi (Mn TL)	
EV/EBITDA	
EV/EBITDA Çarpanı (x)	11,7
EBITDA 2020	224,5
Firma Değeri	2.626
Net Borç	180
Piyasa Değeri	2.446
F/K	
F/K (x)	16,63
Net Kar 2020	144,5
Piyasa Değeri	2.402
Seçilmiş BİST Şirketlerinden Gelen Piyasa Değeri	2.424

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi

- Qua Granite ile aynı sektörde faaliyet gösteren 16 şirketin, 4 Mart 2021 tarihli piyasa değerleri ile 2020 EV/ABITDA, 2021 tahmini EV/ABITDA ve F/K çarpanlarının medyan değerleri kullanılmış olup EV/EBITDA 2020, EV/EBITDA 21T ve F/K çarpanlarına sırasıyla %25,%25 ve %50 ağırlık verilmiştir. Muhafazakâr tarafta kalmak açısından düşük değer olan F/K çarpanına %50, EV/EBITDA çarpanlarından gelen değerlere %25'er ağırlık verilmesi tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi (Mn TL)	
EV/EBITDA	
EV/EBITDA Çarpanı (x)	10,7
EBITDA 2020	224,5
Firma Değeri	2.398
Net Borç	180
Piyasa Değeri	2.217
EV/EBITDA 2021T	
EV/EBITDA 21T Çarpanı (x)	7,5
EBITDA 2021T	265,0
Firma Değeri	1.995
Net Borç	180
Piyasa Değeri	1.814
F/K	
F/K (x)	12,24
Net Kar 2020	144,5
Piyasa Değeri	1.768
Yurt Dışı Benzer Şirketlerden Gelen Piyasa Değeri	1.892

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Taş Toprak Endeksi Çarpan Analizi

- BİST Taş Toprak Endeksi çarpan analizinde EV/EBITDA ve F/K çarpanlarının medyan değerleri ile 2020 sonu yıllık EBITDA ve net kar değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Taş&Toprak Endeksi Çarpan Analizi (Mn TL)	
EV/EBITDA	
EV/EBITDA Çarpanı (x)	12,2
EBITDA 2020	224,5
Firma Değeri	2.739
Net Borç	180
Piyasa Değeri	2.558
F/K	
F/K (x)	16,60
Net Kar 2020	144,5
Piyasa Değeri	2.397
Taş&Toprak Endeksinden Gelen Piyasa Değeri	2.478

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Analizi

- Yurt içi benzer şirket çarpan analizinde, Qua Granite ile benzer alanda faaliyet gösteren Ege Seramik, Kütahya Porselen ve Uşak Seramik şirketlerinin EV/ABITDA ve F/K çarpanlarının medyan değerleri ile 2020 sonu yıllık EBITDA ve net kar değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi (Mn TL)	
EV/EBITDA	
EV/EBITDA Çarpanı (x)	8,2
EBITDA 2020	224,5
Firma Değeri	1.849
Net Borç	180
Piyasa Değeri	1.669
F/K	
F/K (x)	10,57
Net Kar 2020	144,5
Piyasa Değeri	1.527
Yurt İçi Benzer Şirketler Gelen Piyasa Değeri	1.598

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yıldız Pazar Çarpan Analizi

- Yıldız Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken spor hisseleri, bankacılık ve sigortacılık gibi finansal sektörde yer alan hisseler, GYO ve GSYO'lar ile mali sektör şirketleri elimine edilmiştir. Ayrıca EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30 üzeri olanlar hesaplamaya dahil edilmemiş olup tarafımızca makul bulunmaktadır.

Yıldız Pazar Şirketleri Çarpan Analizi (Mn TL)	
EV/EBITDA	
EV/EBITDA Çarpanı (x)	10,1
EBITDA 2020	224,5
Firma Değeri	2.275
Net Borç	180
Piyasa Değeri	2.094
F/K	
F/K (x)	14,36
Net Kar 2020	144,5
Piyasa Değeri	2.075
Seçilmiş BIST Şirketlerinden Gelen Piyasa Değeri	2.084

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2027 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2020 yılında karlılığı yüksek ürün gruplarının toplam satış hacmindeki payı %78,1 seviyesine yakın seyrederken, 2021 yılında yeni hat yatırımı sonrası deneme üretimlerinin etkisiyle oranının %75'e gerileyeceği ve sonraki yıllarda hatların oturması ve deneme üretimlerinin tamamlanması ile 2020 seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır. 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 kaydedeceği varsayılmıştır. 2021 yılında iç piyasada baz etkisi nedeniyle dengeli bir dönem beklenirken, pandeminin etkisinin azalmasıyla ihracatta artış olacağı varsayılmıştır. Özellikle yeni yatırımın etkisiyle ABD pazarına giriş yapılması beklenmektedir. Yurt içi ürün fiyatlarının beklenen enflasyona paralel artış sergileyeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar sonrası Şirket'in 2021 yılında 850 milyon TL satış geliri elde etmesi planlanırken 2027'de gelirlerin 2.718 milyon TL'ye ulaşacağı varsayılmıştır.
- **Satışların Maliyeti:** Satılan malın maliyet kalemlerinin beklenen enflasyon kadar artacağı ve nominal maliyet kalemlerinin ise miktarsal satışa paralel büyüyeceği varsayılmıştır.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirketin 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 öngörülmüşken genel yönetim giderlerinin beklenen enflasyona paralel seyredeceği varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in 2021-2023 dönemindeki hızlı büyümeyi destekleyebilmek adına bu dönemde alacak vadelerinin kısmen açılması ve geçmiş dönem ortalamasının üzerine çıkacağı öngörülmüş olup tarafımızca makul bulunmaktadır. Stoklar içerisinde önemli bir ticari mal portföyü bulunduğu için stok gün süresine kırılım bazında bakılmıştır. Gelecek dönemde stok gün süresinde firma verimlilik beklemesine karşılık 2020 gün süresi kapasite artışı sonrası için de korunmuştur. 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. Yıl içi ortalama ve geçmiş veriler dikkate alınarak ortalamada 15 günlük avans süresi işletme sermayesi hesaplamasında kullanılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** 2021 yılında 493,4 milyon TL kapasite ve 20 milyon TL idame yatırım harcaması yönetim tarafından bütçelenirken, kapasite yatırımının 43,8 milyon TL'lik kısmı 2022'de tamamlanması planlanmıştır. Yönetim sonraki yıllarda mevcut kapasiteyi korumak adına yıllık yatırımların 40 milyon TL olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin faiz oranının kapanışı değeri baz alınarak risksiz getiri oranı %13,7 olarak kabul edilmiş olup yurt içi piyasalarda son dönemde meydana gelen dalgalanmalar neticesinde 10 yıllık tahvil faizlerinin %19'lu seviyelere kadar yükselmesi her ne kadar raporun hazırlanmasından sonra meydana gelse de değerlemeyi düşürücü bir etkide bulunacaktır.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

- **Beta:** Değerlemede muhafazakâr tarafta kalmak açısından çoğunlukla kullanılan 1 değerinin kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %19,2 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranına %5 eklenerek %18,7 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır. Şirketin vergi avantajı bulunduğu kurumlardan vergisi oranı %10,2 olarak kullanılmıştır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in borç oranı olarak %14,7 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %18,8 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
 - Sonuçta İNA'dan şirket için 2.424 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu	Değer (Mn TL)	Ağırlık	Değ. (TL)
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
Yurt Dışı Benzerler	1.892	6,25%	18,02
Yurt İçi Benzerler	1.598	25,00%	15,22
Yıldız Pazar	2.084	6,25%	19,85
Piyasa Değeri	2.166		20,63
Halka Arz İskontosu			20,2%
Halka Arz Fiyatı			16,46

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, yurt içi benzer şirket çarpan değerine %25, diğer çarpan değerlerine %6,25 verilmiş ve %20,2 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 16,46 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,2'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Qua Granite'n fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Qua Granite özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İfo Yatırım tarafından Qua Granite'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde seçilmiş BİST şirketleri, BİST taş toprak endeksi, Yıldız Pazar, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- İfo Yatırım, Şirket'in 31.12.2020 tarihli bilançosundaki net borç, son 12 aylık gerçekleşen net dönem karı ve EBITDA değerini çarpan analizinde kullanmış olup sadece yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde 2021 tahmini EBITDA değeriyle hesaplanan piyasa değeri de analize dahil edilmiştir.
- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde, Qua Granite ile aynı sektörde faaliyet gösteren 16 şirketin, 4 Mart 2021 tarihli piyasa değerleri ile 2020 EV/EBITDA, 2021 tahmini EV/EBITDA ve F/K çarpanlarının medyan değerleri kullanılmış olup EV/EBITDA 2020, EV/EBITDA 21T ve F/K çarpan değerlerine sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlık verilmiştir. Muhafazakâr tarafta kalmak açısından düşük değer olan F/K çarpanına %50, EV/EBITDA çarpanlarından gelen değerlere %25'er ağırlık verilmesi tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2027 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin faiz oranının kapanış değeri baz alınarak risksiz getiri oranı %13,7 olarak kabul edilmiş olup yurt içi piyasalarda son dönemde meydana gelen dalgalanmalar neticesinde 10 yıllık tahvil faizlerinin %19'lu seviyelere kadar yükselmesi her ne kadar raporun hazırlanmasından sonra meydana gelse de değerlemeyi düşürücü bir etkide bulunacaktır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20,2'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Qua Granite'nin halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20,20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 16,46 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.