

USAK

Öneri

Hisse Fiyat: 3,42 TL

AL

Hedef Fiyat: 7,10 TL

Yükseliş Potansiyeli: %107,6

Uşak Seramik, 1972 yılından itibaren seramik alanında faaliyet göstermektedir. 2004 yılında Tanışlar Grup bünyesine katılmış ve 40 yıllık tecrübesini Tanışlar grubun vizyonuyla birleştirmiştir. Grup; açık ve kapalı alanlarda yaptığı yeni ve teknolojik yatırımlarla Uşak Seramik'i 2020 yılında Türkiye'nin en büyük 572'inci sanayisi kuruluşu arasına taşımıştır.

Uşak'ta 400.000 m² alan üzerinde kurulu Uşak Seramik teknolojik yatırımlara paralel olarak dinamik tuttuğu ürün yelpazesinde de sürekli yenilikler yapmaktadır. Duvar karosu, yer karosu, bordür, dekor ve porselen üretimleri ile bir dünya markası olma yolunda ilerlemektedir.

Uşak Seramik, başta ABD, Almanya, İtalya ve Kanada olmak üzere Dünya üzerinde 40'dan fazla ülkeye ihracat yapmaktadır.

Şirket son 5 yılda yapmış olduğu yatırımlar ile gelişen teknoloji uyum sağlayarak değişen müşteri taleplerini bugün ve gelecekte karşılayabilmek için, mevcut üretim tesisini her türlü ürünü üretebilir hale getirerek pazar avantajı sağlamayı hedef edinmiştir. Bunun yanında artan kapasite ile birim başı sabit üretim maliyetlerini aşağı çekerek toplam üretim maliyetinde bir fayda sağlama amacı gütmüştür. Bahsi geçen yatırımlar 2019 yıl sonunda tamamen bitirilerek devreye alınmıştır. Bu yatırımlar kapasite artışı sağlayan teşvik ve modernizasyon yatırımlarından oluşmuştur. Üretim tesisleri ihracatta büyük ilgi gören 60x60, 60x120 ve 60x180 ebadındaki ürünleri üretebilir hale gelmiştir. Üretim bantlarımızın tamamı digital baskı makineleri ile donatılarak bütün ürünler digital baskı sistemi ile üretilir hale gelmiştir.

Gelir yaklaşımına %60, piyasa yaklaşımını ise %40 ağırlıklandırılarak dikkate alındığında, USAK'ın tahmini piyasa değeri 1,740m TL olarak hesaplanmıştır, tahmini hisse fiyatı ise 7,10 TL olmuştur. USAK, piyasa çarpanları yönteminde ise sektör ortalaması olan 11,86x FD/FAVÖK ve 2,42x FD/Satışlar çarpanı değerlendirilmiştir. Tüm hesaplamalar sonucunda, şirketin iskontolu işlem gördüğünü düşünerek, USAK ile ilgili "AL" önerisinde bulunuyoruz.

Özet Veriler

Hisse Kodu	USAK
Pazar	Ana Pazar
Endeks	XUTUM
Cari Fiyat	3.42
Sektör	Taş Ve Toprak

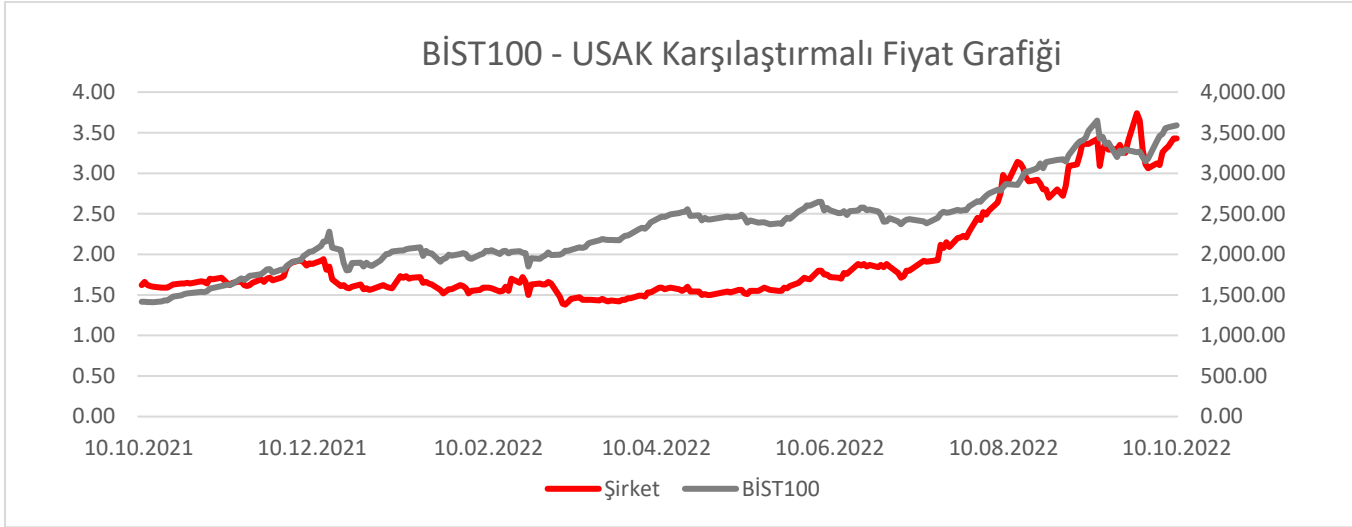
Piyasa Verileri

F/K	5.59
PD/DD	1.04
Halka Açıklık (%)	%87
Hisse Adedi (m)	245
Piyasa Değeri (m TL)	838
Piyasa Değeri (m USD)	45
Net Borç (m TL)	216.90
İhracat Oranı (%)	0.00
Günlük Ort İşlem Hacmi (m TL) (son 1 yıl)	31.50

Tahmin ve Rasyo	2020G	2021G	2022T	2023T
Net Satışlar(m TL)	488	720	1,640	2,821
Yıllık Büyüme (%)	0%	47%	128%	72%
Brüt Kar (m TL)	116	151	400	716
Yıllık Büyüme (%)	0%	31%	164%	79%
FAVÖK (m TL)	103	129	340	607
Yıllık Büyüme (%)	0%	26%	163%	79%
Net Kar (m TL)	20	62	63	108
Yıllık Büyüme (%)	0%	205%	1%	72%
FAVÖK Marjı	21.0%	17.9%	20.7%	21.5%
Net Kar Marjı	4.2%	8.6%	3.8%	3.8%

USAK Değerleme Raporu

11.09.2022

**Değerleme Özeti**

Uşak Seramik'in hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve aynı sektördeki Benzer Şirket çarpanları yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımına göre hedef şirket değeri 2,171m TL olarak hesaplanmıştır. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %9, beta katsayısını 0,81, piyasa risk primini %6,0, risksiz faiz oranını %21,2 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %18,1 olarak varsaydık.

Benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar rasyolarına eşit ağırlıklar vererek 1,635m TL hedef şirket değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için, İNA yöntemiyle ulaştığımız şirket değerine %60, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız tahmini şirket değerine ise %40 ağırlık verdik. Ağırlıklandırılarak bulunmuş 1,957m TL şirket değerine 217m TL net borçluluk tutarının eklenmesiyle, USAK için 1,740m TL hedef piyasa değerine ulaşarak, hedef fiyatımızı 7,10 TL olarak belirledik.

Tablo 1:

Değerleme Özeti	Tahmini Şirket Değeri	Ağırlıklandırılmış	
	(m TL)	Ağırlık	Değer
İndirgenmiş Nakit Akımı	2,171	60%	1,303
Benzer Şirket Çarpanları	1,635	40%	654
Tahmini Şirket Değeri			1,957
Net Borçluluk (@31.12.2020)			(217)
Tahmini Piyasa Değeri			1,740
Ödenmiş Sermaye			245.00
Tahmini Hisse Fiyatı			7.10
Güncel Fiyat			3.42
Yükseliş Potansiyeli			107.6%

Kaynak: Alnus Yatırım

USAK Değerleme Raporu

11.09.2022

Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Değerleme

Gelir Yaklaşımı altında İNA yöntemi uygulanmaktadır. Bu yöntemle göre varlığın gelecekte yaratması beklenen nakit akımları dikkate alınır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, varlığın gelir/giderini, işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmaktadır. Gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının varlığın risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmaktadır.

m TL	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	DED
Gelirler	363	488	720	1,640	2,821	3,809	4,436	5,391	5,876
Büyüme (%)	15.0%	34.5%	47.4%	127.8%	72.1%	35.0%	16.5%	21.5%	9.0%
Hizmet Maliyeti	(266)	(372)	(568)	(1,240)	(2,106)	(2,818)	(3,238)	(3,935)	(4,290)
Brüt Kar	97	116	151	400	716	990	1,198	1,456	1,587
Brüt Kar Marjı (%)	26.8%	23.7%	21.0%	24.4%	25.4%	26.0%	27.0%	27.0%	27.0%
Faaliyet Giderleri	(9)	(13)	(22)	(60)	(109)	(190)	(265)	(322)	(351)
FAVÖK	88	103	129	340	607	801	932	1,133	1,235
FAVÖK Marjı (%)	24.2%	21.0%	17.9%	20.7%	21.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Amortisman	(26)	(27)	(29)	(82)	(142)	(191)	(223)	(271)	(294)
FVÖK	62	75	100	258	465	609	710	863	941
FVÖK Marjı (%)	17.0%	15.5%	13.9%	15.7%	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
Kurumlar Vergisi				(52)	(93)	(122)	(142)	(173)	(188)
Vergi / FVÖK (%)				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Amortisman (-)	26	27	29	82	142	191	223	271	294
Operasyonel Nakit Akımları	88	103	129	288	514	679	790	961	1,047
NİS Değişimi	(138)	(51)	33	(265)	(440)	(334)	(203)	(333)	(169)
Yatırım Harcamaları	-22.67	-37.67	-73.11	(82)	(141)	(190)	(222)	(270)	(294)
Yatırım/Satışlar (%)	6.2%	7.7%	10.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Serbest Nakit Akımları	(73)	14	89	(59)	(67)	155	366	359	584
AOSM				21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
AOSM - Sens				21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
İndirgeme Oranı				0.91	0.74	0.61	0.50	0.41	0.41
İndirgenmiş Nakit Akımı				-53	-50	94	183	147	1,850

m TL		%
İndirgenmiş Nakit Akımları	321.3	15%
Devam Eden Dönem	1,850.1	85%
Şirket Değeri	2,171.4	100%
Net Borç	(216.9)	
Nakit	11.5	
Toplam Mali Borçlar	(228.4)	
Finansal Yatırımlar	-	
Hisse Değeri	1,954.5	

USAK Değerleme Raporu

11.09.2022

Tablo 3: Türkiye’de Benzer Şirketler

Piyasa yaklaşımında kapsamında Uşak Seramik ile aynı sektör grubunda olan QUAGR, EGSER ve KLKIM şirketleri dikkate alınmıştır. Sektörün ortalama çarpanları; 11,86x olan FD/FAVÖK çarpanı ve 2,42x olan FD/Satışlar çarpanları eşit olarak dikkate alındığında tahmini firma değeri 1,635m TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket	Piyasa Değeri (TL m)	Tahminler	
		FD/FAVÖK	FD/Satışlar
		Anlık	Anlık
QUAGR	9,393.6	10.67x	4.30x
EGSER	2,268.0	4.92	1.30
KLKIM	3,933.0	13.05	2.81
TÜM SEKTÖR ORTALAMASI		25.13	2.03
Ortalama		11.86	2.42
Şirket (FD/FAVÖK)	1,529.72	11.86	
Şirket (FD/Satışlar)	1,739.88		2.42

	31.12.2021	31.12.2022
Şirket Satışlar	720	1,640
Şirket FAVÖK	129	340
Şirket Net Kar	62	63

	FD/FAVÖK	FD/Satış
Şirket Cari Yıl Değerleri	1,530	1,740
Yöntem Ağırlığı	50%	50%
Tahmini Firma Değeri	1,635	

USAK Değerleme Raporu

11.09.2022

Bilanço	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	%Değ.
Dönen Varlıklar	278.37	354.51	488.37	628.77	971.59	54.5%
Nakit ve Nakit Benzerleri	13.32	25.58	1.67	17.59	11.52	-34.5%
Finansal Yatırımlar	0.00	0.00	0.00	18.20	0.00	-100.0%
Ticari Alacaklar	136.99	149.23	224.31	270.15	337.37	24.9%
Diğer Alacaklar	35.55	29.11	51.39	84.14	304.23	261.6%
Türev Araçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Stoklar	80.22	123.34	185.66	196.63	240.77	22.4%
Peşin Ödenmiş Giderler	10.90	26.14	21.99	40.54	69.06	70.3%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Diğer Dönen Varlıklar	0.42	1.10	3.36	1.53	8.63	463.7%
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Duran Varlıklar	231.93	298.43	301.11	306.11	700.35	128.8%
Finansal Yatırımlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Diğer Alacaklar	3.25	0.06	6.03	0.06	8.26	13404.2%
Maddi Duran Varlıklar	225.43	294.25	290.96	301.31	677.12	124.7%
Kullanım Hakkı Varlıkları	0.00	0.00	0.00	0.00	0.90	0.0%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Peşin Ödenmiş Giderler	0.00	0.00	0.00	0.18	0.00	-100.0%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
TOPLAM VARLIKLAR	510.31	652.94	789.48	934.88	1,671.93	78.8%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	263.45	386.75	401.43	457.77	835.04	82.4%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	65.39	130.84	86.26	114.86	129.39	12.6%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	31.00	26.74	42.99	77.86	48.74	-37.4%
Ticari Borçlar	89.85	144.75	141.40	165.51	318.27	92.3%
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.56	3.23	2.11	3.67	4.19	14.0%
Diğer Borçlar	2.19	4.43	6.01	6.54	4.10	-37.2%
Türev Araçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan)	32.88	25.03	47.93	78.56	326.19	315.2%
Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	1.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.64	0.79	1.13	0.84	1.43	70.1%
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.48	3.74	3.05	1.40	2.07	48.5%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Yükümlülükler	123.87	88.31	144.48	81.87	127.35	55.5%
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	96.06	35.39	120.62	71.72	50.29	-29.9%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.82	7.72	8.66	7.19	7.88	9.6%
Uzun Vadeli Karşılıklar	15.76	23.57	9.24	2.96	60.70	1950.6%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	387.33	475.07	545.92	539.64	962.39	78.3%
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	122.98	177.87	243.56	395.24	709.55	79.5%
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	122.98	177.87	243.56	395.24	709.55	79.5%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	43.34	43.34	100.00	245.00	245.00	0.0%
Ödenmiş Sermaye	53.47	103.86	101.94	71.29	323.49	353.8%
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.0%
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş	12.34	17.86	22.36	49.40	69.75	41.2%
Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	5.52	4.50	10.65	20.35	62.11	205.3%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Net Dönem Karı veya Zararı	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
TOPLAM KAYNAKLAR	510.31	652.94	789.48	934.88	1,671.93	78.8%



USAK Değerleme Raporu

11.09.2022

Gelir Tablosu	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	%Değ.
Brüt Satışlar	277.22	319.46	367.34	491.94	725.05	47.4%
Yurtiçi Satışlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Yurtdışı Satışlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Satışlardan İndirimler (-)	3.38	3.95	4.29	3.68	5.37	45.7%
Satışdan İadeler (-)	1.91	2.33	1.87	1.61	1.00	-37.9%
Satış İskontoları (-)	0.53	0.49	0.81	0.62	0.54	-13.5%
Diğer İndirimler (-)	0.94	1.13	1.61	1.45	3.83	164.3%
Hasılat	273.84	315.52	363.05	488.26	719.68	47.4%
Satışların Maliyeti	206.09	234.77	265.86	372.47	568.45	52.6%
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)	67.75	80.75	97.19	115.79	151.22	30.6%
BRÜT KAR (ZARAR)	67.75	80.75	97.19	115.79	151.22	30.6%
FAALİYET GİDERLERİ (-)	22.65	31.11	35.62	40.33	50.92	26.3%
Genel Yönetim Giderleri	8.15	10.51	10.23	14.48	17.80	22.9%
Pazarlama Giderleri	12.51	18.47	23.28	23.29	30.08	29.1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	1.99	2.13	2.12	2.55	3.04	19.0%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	45.11	49.63	61.57	75.46	100.31	32.9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	15.43	32.63	32.72	40.65	86.30	112.3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	19.13	30.34	29.01	49.85	96.36	93.3%
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	41.40	51.92	65.28	66.26	90.25	36.2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.00	0.31	0.72	0.28	8.00	2738.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0.00	0.11	0.48	0.11	0.06	-47.3%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	41.40	52.12	65.52	66.43	98.19	47.8%
Finansman Gelirleri	3.89	4.47	1.02	2.72	8.19	200.5%
Finansman Giderleri	37.60	58.48	69.66	51.07	49.17	-3.7%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	7.70	-1.90	-3.13	18.09	57.21	216.3%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	2.18	-6.40	-13.78	-2.26	-4.90	116.7%
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	1.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	0.90	-6.40	-13.78	-2.26	-4.90	116.7%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	5.52	4.50	10.65	20.35	62.11	205.3%
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
DÖNEM KARI (ZARARI)	5.52	4.50	10.65	20.35	62.11	205.3%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Ana Ortaklık Payları	5.52	4.50	10.65	20.35	62.11	205.3%
Dönem İçi Ayrılan Kıdem Tazminatı	1.28	1.14	1.35	1.44	1.77	23.4%
Yabancı Para Varlıklar	18.45	36.74	27.70	54.63	133.41	144.2%
Yabancı Para Yükümlülükler	11.39	30.12	13.65	7.03	104.15	1381.6%
Türev Enstrümanların Net Pozisyonu	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Yabancı Para Pozisyonu Net	7.06	6.62	14.05	47.60	29.26	-38.5%
Amortisman Giderleri , İtfa ve Tükenme Payları	9.58	15.08	26.28	27.29	28.71	5.2%

Önemli Parametreler	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12
Brüt Kar Marjı	25%	26%	27%	24%	21%
FAVÖK Marjı	20%	21%	24%	21%	18%
Net Kar Marjı	2%	1%	3%	4%	9%
RoA	1%	1%	1%	2%	5%
RoA	4%	3%	5%	6%	11%
Stok Devir Hızı	2.90	2.26	2	2	3
Alacak Devir Gün Sayısı	182.12	189.89	205	225	148
Borç Devir Gün Sayısı	142.88	182.37	196	150	155

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

Alnus Yatırım Araştırma Ekibi

Volkan Dükkancık

Araştırma Direktörü

İhsan Yıldırım

Araştırma Uzman Yrd.