

## Uşak Seramik

23 Ocak 2017

**Hisse Kodu:** USAK

**Piyasa Değeri:** 60mnTL

**Halka Açıklık Oranı:** 58%

**3 Aylık Ortalama İşlem Hacmi:** 4,5mn TL (1,3mn Dolar)

**Tavsiye:** Hedef Fiyat ve Tavsiyemiz Bulunmamaktadır.

- **Hisseyi neden beğeniyoruz?** Uşak Seramik Cuma günü kapanış fiyatı olan 1.38 TL'ye göre 60milyon TL piyasa değerine sahiptir. Bize göre son 10 yılda nakit faaliyet karını (FAVÖK) 3 milyon TL'den 30 milyon TL'ye istikrarlı şekilde yükselten şirketin düşük piyasa değerinin arkasındaki en önemli etken yüksek borç seviyesi ve finansman giderleridir. Şirketin son 2 senede kapasite artırımı için yaptığı yatırım ve işletme sermayesi nedeniyle borcunun şiştiğini ve son yapılan granit yatırımının devreye girmesiyle hem faaliyet karındaki artışın hızlanmasını hem de borç seviyesinin tekrar aşağı gelmesini bekliyoruz. Şirket'in 2017 yılında yaratacağı FAVÖK neredeyse bugünkü piyasa değerine eşit hale gelebilecek olup, borçluluk aynı kalsa dahi yükselen faaliyet karı net karda gözle görülür bir sıçrayışa neden olabilir. Kısaca, Uşak Seramik'i düşük değerlendirme çarpanları, yüksek operasyonel nakit yaratma gücü, orta vadede yeni yatırım ihtiyacı olmaması, son beş yılda görülen düzenli büyüme ve 2017'de de yeni yatırımların katkısıyla görülmesi muhtemel yüksek büyüme gibi nedenlerle beğeniyoruz.
- **Şirket ve faaliyet alanı hakkında özet bilgi:** Uşak Seramik 1972 yılında kurulmuş olup 1991 yılında yer karosu üretimine başlamıştır. 2004'te Kalkınma Bankası'nın sahip olduğu %47,26'lık paylar satışa çıkarılmış, bu hisseler Tanışlar Grup tarafından satın alınmıştır. Uşak Seramik'te %40,19 paya sahip olan Tanışlar Grup, Şirket yönetim kurulundaki beş üyeden 3'ünü aday gösterme hakkına sahiptir. Şirket'in ana faaliyet alanı seramik sektörü olup duvar karosu, yer karosu ve granit ana ürün gruplarını oluşturmaktadır. Şirket'in üretim faaliyetleri Uşak'ın Banaz ilçesinde 120bin m2 alan üzerinde kurulu tesislerde devam etmektedir.

Uşak Seramik'in seramik pazarında yaklaşık %8'lik payı bulunmaktadır. Şirket, hem pazar payının düşük olması hem de ürün farklılaşmasının daha zor olduğu seramik segmentinde büyüme oranlarının göreceli olarak daha düşük seyretmesini beklemektedir. Diğer taraftan, granit segmenti ise fiyat/karlılık açısından daha katma değerli bir ürün olarak ön plana çıkmaktadır. Uşak Seramik'in bu segmentteki pazar payı ise Şirket'ten aldığımız bilgilere göre %30 seviyesindedir. İnşaat sektöründe, kentsel dönüşüm ve kamu yatırımları dolayısıyla devam eden büyüme seramik ve granit talebini destekleyen en önemli unsurlardan biri olmaya devam edecektir.

- **2017'de gelirler ve FAVÖK %32 artış gösterebilir:** Uşak Seramik, ürün portföyündeki katma değerli ürünlerin payını artırmak amacıyla 2015 yılında başladığı granit üretim tesisi yatırımını 2016 sonu itibarıyla tamamlamış olup artan kapasitenin tam yıl katkısı ilk defa 2017 yılında görülecektir. Şirketin gelirleri ilk dokuz aylık dönem itibarıyla 163mnTL seviyesinden, 2016 yıl sonunda 220mn TL'ye 2017'de ise 290mn TL'ye yükselebilir (*kötümser senaryo: 260mn TL*). Bu beklentiler dahilinde, 2016 ve 2017 için tahmini satış gelirleri sırasıyla %17 ve %32 büyümeye işaret etmektedir. Yine ilk dokuz aylık dönemde %19,7'lik marj ile 32mn TL seviyesinde gerçekleşen FAVÖK (*nakit faaliyet karı*) aynı marj korunduğu takdirde 2016 yıl sonunda 44mn TL'ye 2017'de de 58mn TL'ye yükselebilir.

Oyak Yatırım Araştırma  
[research@oyakyatirim.com.tr](mailto:research@oyakyatirim.com.tr)

Uşak Seramik, Özet Finansal Bilgiler (TLmn)	2011	2012	2013	2014	2015		9A15	9A16
Gelirler	92.2	115.7	145.2	165.3	187.5		136.4	163.3
Yıllık büyüme %	17%	25%	25%	14%	13%		9%	20%
Brüt Kar	16.1	22.1	26.3	29.0	38.7		28.6	36.0
Marj %	17%	19%	18%	18%	21%		21%	22%
FAVÖK	9.6	14.9	18.6	21.9	30.4		22.4	32.2
Marj %	10%	13%	13%	13%	16%		16%	20%
Net Finansal Giderler	-4.5	-9.0	-16.1	-13.5	-19.7		-14.5	-20.7
Net Kar	1.3	1.3	-3.7	2.0	1.2		1.62	1.62
Net Borç	75.5	78.1	120.1	118.5	175.7		164.7	193.9
Özkaynaklar	65.4	95.3	91.3	93.4	93.3		94.7	94.5
Toplam Varlıklar	209.1	242.4	266.5	276.6	367.8		370.8	423.4
Yatırım Harcamaları	5.9	11.9	9.1	11.2	25.3		18.9	22.2
Yatırımlar/Satışlar	6%	10%	6%	7%	13%		14%	14%
Ticari Alacaklar	40	53	69	61	82		88	115
Ticari Borçlar	7	13	15	17	26		25	47
Stoklar	33	52	54	54	58		55	64

- Yüksek borçluluk oranları:** Uşak Seramik'in 3. çeyrek itibarıyla 194mn TL net borcu bulunmaktadır. Net borç, geriye dönük bir yıllık FAVÖK'ün 4.85 katına denk gelmektedir. Banka kredilerinin tamamı TL cinsindedir. Bu noktada, finansal borçların kısa vadeli kısımlarının toplamının 134mn TL seviyesinde olması bir risk unsuru olarak göz önünde bulundurulabilir. Net borcun son beş yılda 2.6 katına yükselmesinin sebebi olarak yaklaşık 105mn TL tutarındaki yatırımlar ve satışlardaki artışa paralel yükselen ticari alacaklar nedeniyle doğan işletme sermayesi ihtiyacı gösterilebilir. Her ne kadar Şirket'in borçluluk seviyesi yüksek olsa da, önümüzdeki dönemde artmasını beklediğimiz nakit faaliyet karı sayesinde borç seviyelerinde azalma görülmesi muhtemeldir.
- Kur etkisi:** Şirket'in satışlarının yaklaşık %12'si ihracat olup üretim girdileri içerisinde ithalatın payı çok düşük seviyelerdedir. Bu durum, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde karlılık marjlarına katkı sağlamaktadır. Ayrıca, 3. çeyrek 2016 itibarıyla şirketin döviz açık pozisyonu sadece 3.5mn TL seviyesindedir.
- Artan faaliyet karı sayesinde Şirket 2017 yılında 15mn TL net kar kaydedebilir:** Uşak seramik, 2015 yılında 19mn TL, 2016 yılının ilk dokuz ayında da 21mn TL faiz gideri ödemiştir. Her ne kadar Şirket'in satış gelirleri ve faaliyet karı son dönemde düzenli olarak artış göstermiş olsa da, bunun net kara yansımaları yüksek finansman maliyetleri nedeniyle sınırlı olmuştur. Şirket son dört çeyrekte 40mn TL FAVÖK yaratırken, net kar sadece 1.2mn TL olarak gerçekleşmiştir. Borç seviyelerinin azalması, finansman giderlerini düşüreceğinden 2017 yılından itibaren net karda gözle görülür bir artış olması muhtemeldir. 2017 yılında finansman giderlerinin 2016 seviyelerinde kalması durumunda dahi Şirket'in net karı son dört çeyrekteki 1,2mn TL'den 15mn TL seviyelerine çıkabilir (*kötümser senaryo: 8mn TL*).
- 2016 sonlarında açıklanan doğalgaz indirimi faaliyet karını destekleyecektir:** Doğalgaz, toplam maliyetlerin %30-33'ünü oluşturmaktadır. Şirket doğalgazı hem üretimde hem de kojenerasyon tesisinde kullanmaktadır. 2016 yılı sonlarına doğru doğalgazda yapılan %10'luk indirimin, Şirket'in faaliyet karına yaklaşık 6-8mn TL arası katkı yapması beklenebilir. Şirket'in ayrıca elektrik ihtiyaçlarının %80'ini kendi karşılayabilmesi dolayısıyla, elektrikte fiyat artışı görüldüğü dönemlerde maliyet artışı sınırlı kalmaktadır.

- **Riskler**

- Şirket granit yatırımının ardından orta vadede yeni bir yatırım sürecine girmeyi planlamamasına rağmen yüksek seyreden işletme sermayesi ihtiyacı net borcun düşmesinde önemli bir engel teşkil edebilir. Toplam finansal borçların büyük bölümünün kısa vadeli olması, finansman piyasalarında ya da kredi kanallarında yaşanabilecek krizlerde şirketin yükümlülüklerini yerine getirememesine neden olabilir. Bu noktada, hem finansal borçların büyük kısmının teminatlı kredilerden oluşması hem de ana ortağın şirketi finansal olarak destekleyebilecek finansal güce sahip olması söz konusu riski sınırlandırmaktadır.
  - Borçluluk seviyelerinin yüksek seyretmeye devam etmesi durumunda, Şirket ana ortaklarının kısa/orta vadede böyle bir planı bulunmamasıyla birlikte, bedelli sermaye artırımını olasılığı hisse fiyatı açısından bir risk unsuru olabilir.
- **USAK hisseleri B grubu olarak sınıflandırılmaktadır:** USAK hisseleri Borsa İstanbul'un 2016 Temmuz-Aralık dönemine ilişkin yaptığı değerlendirme sonucunda A grubundan B grubuna geçirilmiştir. Hissenin fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri ortalamasının tekrar 30mn TL'nin üzerine çıkması durumunda Haziran 2017'deki değerlendirmede USAK hisseleri tekrar A grubuna geçebilir. Bunun için, fiili dolaşımdaki pay oranı değişmediği takdirde hisse fiyatı ağırlıklı ortalamasının yaklaşık 1,19TL üzerinde oluşması gerekecektir.
  - **Değerleme ve yükseliş potansiyeli:** 2017'de gelir büyümesi ve karlılık beklentilerimiz dahilinde, hissenin 2017 tahmini Firma değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı 4,4x'e düşmektedir. Şirket'in net karındaki gözle görülür artış sayesinde 2017 tahmini Fiyat/Kazanç oranını (F/K) ise 4,1x olarak hesaplıyoruz. Hisse, kötümser senaryo beklentileri dahilinde bile BIST100 sanayi hisselerinin ortalama F/K'sı olan 11,5x baz alındığında %36 iskontolu işlem görmektedir.

**USAK**

(mnTL)	23 Ocak 17
Hisse Fiyatı (TL)	1.38
Piyasa Değeri	59.8
Net Borç (30 Eylül 2016)	193.9
Firma Değeri	253.7

	Son dört çeyrek	2017 Tahmini	
		Kötümser Senaryo	Baz Senaryo
(mnTL)			
Satış Gelirleri	214.4	261	290
büyüme %	21%	19%	32%
FAVÖK	40.1	49	58
marj%	19%	19%	20%
Net Kar	1.2	8	15
Firma değeri/FAVÖK	6.3x	5.2x	4.4x
Firma değeri/Satışlar	1.2x	1.0x	0.9x
Fiyat Kazanç	49.9x	7.3x	4.0x

Hisse fiyatı (TL)	0.52	1.03	1.38	1.72	2.07	2.76
Hisse fiyatı değişimi %	-50%	-25%	0	25%	50%	100%

**Baz senaryo dahilinde 2017 çarpanları**

	3.9x	4.1x	4.4x	4.6x	4.9x	5.4x
Firma değeri/FAVÖK	0.8x	0.8x	0.9x	0.9x	1.0x	1.1x
Firma değeri/Satışlar	2.0x	3.0x	4.0x	4.9x	5.9x	7.9x

**Kötümser senaryo dahilinde 2017 çarpanları**

	4.5x	4.9x	5.2x	5.5x	5.8x	6.4x
Firma değeri/FAVÖK	0.9x	0.9x	1.0x	1.0x	1.1x	1.2x
Firma değeri/Satışlar	3.7x	5.5x	7.3x	9.2x	11.0x	14.7x

### **Değerleme Yaklaşımı**

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöneme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

### **Derecelendirme Metodolojisi**

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.