

Gübretaş: Söğüt Madeni'ne yakından bakış

Gübretaş yeni bir madencilik devi olabilir mi?

Yatırımcılar Söğüt Madeni lisansına ilişkin olarak Gübretaş'ın kararını bekliyor

Gübretaş ile Koza Altın arasında Söğüt madenine ilişkin uzun yıllardır devam eden ihtilaf 2019 sonunda Gübretaş lehine sonuçlandı. Şirket, Söğüt/Bilecik'teki yaklaşık üç bin hektarlık alanı kapsayan madencilik lisansını Koza Altın'dan geri almış oldu. Koza Altın'ın 2017 sonunda açıklamış olduğu rezerv güncellemesine göre, Söğüt Projesi 1,5mn ons rezerv ve 9,7 g/t tenör ile Türkiye'deki en değerli altın madeni projelerinden biri olmaya aday konumundadır. Elimizdeki kısıtlı bilgiye dayanarak değerini 763mn dolar olarak hesapladığımız projenin temelini oluşturan madencilik lisansının Gübretaş tarafından nasıl kullanılacağı henüz belirsizliğini koruyor. Şirket yönetiminin söz konusu lisansla ilgili olarak başka bir madencilik şirketiyle redevans anlaşması mı yapacağı ya da madeni kendi kaynaklarıyla mı işleteceği kararı Gübretaş'ın hisse fiyatı üzerinde en önemli belirleyici unsur olacaktır. Bize göre, Söğüt madenindeki ilave rezerv ya da yeni madenlerin yaratacağı potansiyeli düşündüğümüzde Gübretaş'ın Söğüt madenini kendi kaynaklarıyla işletme yolunu seçmesi ve bu alanda yatırım yapması yatırımcılar için en yüksek uzun vadeli katma değeri yaratacak seçenek olarak görüyoruz. Gübretaş'ın geçtiğimiz günlerde ulusal ve uluslararası alanda madencilik yatırımları yapmak için yeni bir maden şirketi kurma yönünde attığı adımı bu anlamda olumlu olarak değerlendiriyoruz.

İki olası senaryodan biri şu anki hisse fiyatına göre %80 potansiyele, diğeri ise limitli bir riske işaret etmektedir.

Gübretaş için bir tavsiyemiz ve hedef fiyatımız bulunmamaktadır. Buna rağmen, Söğüt madeninin değeri üzerinden Gübretaş'ın alacağı aksiyonların hisse üzerindeki etkisini değerlendirmeye çalıştık. Gübretaş bir altın madencilik şirketi ile altın satış gelirlerinin %15'i üzerinden bir redevans anlaşması yapması halinde Söğüt lisansı Gübretaş için 211mn dolar ilave değere işaret etmektedir. Şirketin gübre operasyonlarını 6x FD/FAVÖK çarpanı üzerinden değerlediğimizde, redevans seçeneği Gübretaş için 560mn dolar değere işaret etmektedir. Gübretaş'ın cari piyasa değeri 575mn dolar seviyesindedir. Ancak, Gübretaş'ın söz konusu lisansı kendi kaynaklarıyla işletmesi ve madencilik alanında ilerlemesi durumunda ise aynı varsayımlarla Gübretaş'ın hedef değeri 1,04milyar dolara ve yükseliş potansiyeli de %81'e çıkabilir.

Gübretaş'ın kararı Koza Altın'ı nasıl etkileyebilir?

Koza Altın için 1,9milyar dolar hedef piyasa değerimiz bulunmaktadır. Şubat'ta açıklanması beklenen rezerv güncellemesi ya da altın fiyatlarındaki ilave yükselişler hedef fiyatımız açısından yukarı potansiyel yaratabilecek etkenler olarak ön plana çıkmaktadır. Bu aşamada, değerlemelerimize Söğüt lisansını dahil etmiyoruz. Ancak, Koza Altın'ın söz konusu lisansı Gübretaş'tan yeniden kiralaması hisse değerlemelerini yukarı çekecek en önemli gelişme olabilir. Altın gelirleri üzerinden %15 kira geliri ve 150mn dolar ilk yatırım ihtiyacı varsayımlarıyla, Söğüt lisansı Koza Altın için hedef fiyatımızı %43 yukarı çekebilir. Söğüt madeninin Koza Altın tarafından işletilmemesi hedef fiyatımızı etkilemeyecektir.

Hisse Kodu	GUBRF			
Tavsiye	-			
Hedef Fiyat	-			
Cari Fiyat	10.3			
Yükseliş Potansiyeli	-			
Halka Açık Kısım	22%			
Piyasa Değeri (TLmn)	3,437			
Net Borç (TLmn, 3Ç19)	1,104			
Firma Değeri (TLmn)	4,541			
Hisse Performansı	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
Getiri	12%	14%	86%	201%
Endekse Göre	14%	9%	53%	157%
Finansallar	2017	2018	2018/9A	2019/9A
Gelirler	3,487	4,559	3,214	3,388
FAVÖK	142	847	498	406
Net Kar	25.8	155.6	-10.1	1.5
Net Borç	732	1,206	745	1,104
Çarpanlar	2017	2018	2018/9A	2019/9A
FD/FAVÖK	28.9	5.4	5.0	6.0
F/K	102.7	-53.2	-80.2	112.9

Söğüt Madeni: Türkiye'nin en yüksek tenörlü altın madeni

Gübretaş'ın Söğüt Projesi'ne ait lisansları Türkiye'nin kuzey doğusunda Bilecik'in Söğüt ilçesi sınırları içerisinde yaklaşık üç bin hektarlık alanı kapsamaktadır. Gübretaş, lisansı gübre hammaddesi arama çalışmaları sırasında 2003 yılında aldı, 2007'de Koza Altın'a kiraladı. 2014 yılında, Koza Altın'ın alanda yaptığı metalürjik çalışmalar ve hazırladığı ön fizibilite raporu ile ilk defa Akbaştepe bölgesindeki cevherleşme için rezerv tahmin raporu açıkladı. 2015'te Gübretaş Koza Altın'ın redevans sözleşmesinin şartlarını yerine getirmediğini iddia ederek dava açtı ve 2019 sonunda lisansı geri aldı. 2017 yılı sonunda Koza Altın tarafından açıklanan rezerv raporuna göre projedeki toplam rezerv 1,5mn ons civarında olup ortalama tenör 9.7 gram/ton seviyesindedir.

Söğüt , Mineral Rezervleri

	Görünür			Muhtemel		
	Ton (000ton)	Tenör (gram/ton)	Altın (000 ons)	Ton (000ton)	Tenör (gram/ton)	Altın (000 ons)
Söğüt Akbaştepe Açık Ocak	421	15.1	204	46	3.0	4
Söğüt Akbaştepe Yer altı	788	9.3	236	670	14.7	315
Söğüt Korudanlık Açık Ocak	0	0.0	0	0	0.0	0
Söğüt Korudanlık Yer altı	969	9.5	296	1,834	7.6	449
Toplam	2,178	10.5	736	2,550	9.4	768

**Sogut, Mineral kaynakları
(rezervler dahil)**

	Görünür			Muhtemel		
	Ton (000ton)	Tenör (gram/ton)	Altın (000 ons)	Ton (000ton)	Tenör (gram/ton)	Altın (000 ons)
Söğüt Akbaştepe Açık Ocak	417	15.3	205	47	3.0	4
Söğüt Akbaştepe Yer altı	712	11.7	267	1,301	11.1	465
Söğüt Korudanlık Açık Ocak	0	0.0	0	0	0.0	0
Söğüt Korudanlık Yer altı	814	12.0	306	1,440	10.2	472
Toplam	1,943	12.5	778	2,788	10.5	941

Halka açık limitli bilgiye dayanarak, ton başına 9,7 gramla Söğüt'ün Türkiye'deki en yüksek tenöre sahip altın rezervi olduğu söylenebilir. Altın fiyatlarındaki yükselişle birlikte, 2017 sonunda açıklanan rezervin daha da yükselmesi ihtimalini güçlü buluyoruz.

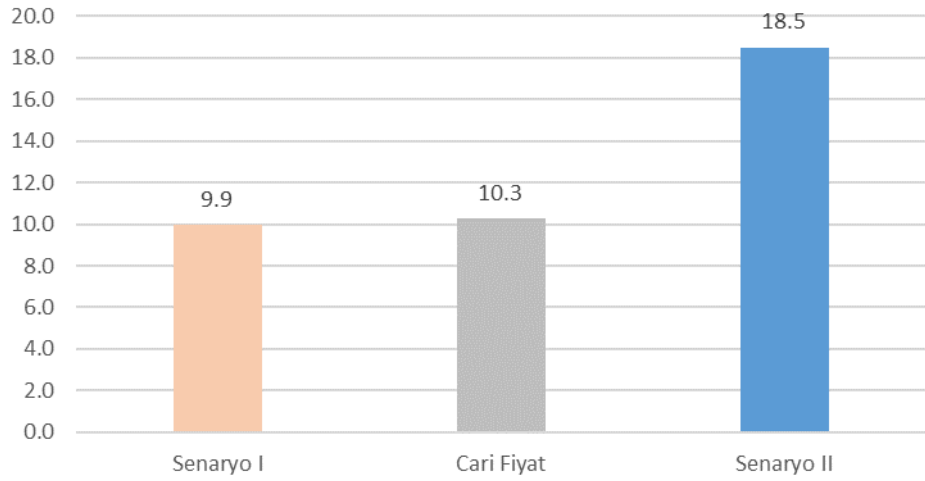
Söğüt Madeni için 763mn dolar değer hesaplıyoruz.

Söz konusu değere ulaşmak için dolar bazında %8 sermaye maliyeti kullandık. 1.500 dolar olan altın fiyatı varsayımımız cari fiyatın %5 altında bulunmaktadır. Baz senaryomuzda, kaynaklardan rezerve dönüşüm potansiyelini hesaplamalara dahil etmezken, maden ömrü boyunca ortalama tenörü 9,7 gram/ton olarak sabit bıraktık

Gübretaş yeni bir madencilik devi olabilir mi?

Bu sorunun cevabının Gübretaş'ın Söğüt madenine ilişkin alacağı karara bağlı olduğunu düşünüyoruz. Söğüt Projesi'nin değerini her ne kadar 763mn dolar olarak hesaplasak da, söz konusu değer ne kadarının Gübretaş'ta kalacağı şu an için belirsizliğini koruyor. Başka bir altın madenciliği şirketiyle gelirlerin %15'i üzerinden redevans anlaşması yapılması senaryosunda Gübretaş için hisse başına 9,9TL değere ulaşıyoruz. Bu senaryoda Gübretaş'tan herhangi bir nakit çıkışı olmazken, şirket maden üretime geçtikten sonra üretim üzerinden belli bir geliri maden ömrü boyunca garantileyecektir. Diğer yandan, Gübretaş'ın söz konusu lisansı geçtiğimiz günlerde kurduğu madencilik şirketinin altında değerlendirmesi ve bu alanda ilerlemesi senaryosunda ise hedef fiyat 18,5TL seviyelerine çıkabilir. Bu senaryo dahilinde, ilerleyen dönemlerde yeni maden şirketinde hisse satışı ya da halka arz olasılığı hisseleri destekleyecek potansiyel gelişmeler olabilir. Bu senaryoda, Gübretaş'ın daha önce altın madenciliği alanında tecrübesi bulunmaması ve projenin finansman ihtiyacı en önemli riskler olarak karşımıza çıkmaktadır.

GUBRF Hisse fiyatı senaryoları (TL)



Gubretas Değerlemesi, (Senaryo I) Madencilik alanında ilerleme

Türkiye, Gübretaş	6x FD/FAVÖK	1,950
İran, Razi'nin %49 hissesi	6x FD/FAVÖK	1,248
Söğüt projesi değerlendirme	%10 iskonto	4,121
Nbulkgas hisselerinin satışı		0
Net Borç	3Ç19 itibarıyla	1,140

Gübretaş için hedef değer	6,179
Cari piyasa değeri	3,437
Potansiyel	80%

Gubretas Değerlemesi, (Senaryo II) Gelirlerin %15'i üzerinden redevans anlaşması

Türkiye, Gübretaş	6x FD/FAVÖK	1,950
İran, Razi'nin %49 hissesi	6x FD/FAVÖK	1,248
Söğüt projesi değerlendirme	%15 lisans ücreti	1,265
Nbulkgas hisselerinin satışı		0
Net Borç	3Ç19 itibarıyla	1,140

Gübretaş için hedef değer	3,323
Cari piyasa değeri	3,437
Potansiyel	-3%

AKYatırım

- Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2018