

Endeksin Üzerinde Getiri

Hisse Fiyatı: 85,5TL

12 Aylık Hedef: 113,5TL

Alper Özdemir

alper.ozdemir@akyatirim.com.tr

Koza Altın

Tarihi zirvesini geçen altına yatırım yapmanın ucuz hali

Zirve yapan altın fiyatları en önemli destekleyici unsur

Son iki yıldır Koza Altın ile ilgili olumlu görüşümüzü koruyoruz. Bu süreçte, Koza altın üretimini 2019'da 354bin ons seviyelerine ve bilançosundaki nakdi 4,8milyar TL'ye yükseltti. Şirket aynı zamanda yatırımcı iletişimi ve finansalların şeffaflığı konusunda da önemli adımlar attı. 2020 yılında korona virüs sebebiyle altın üretiminin 280bin ons seviyelerine düşecek olmasına rağmen, altın fiyatlarındaki güçlü seyir ve TL'deki zayıflık, tahminlerimizde yukarı yönlü revizyona yol açtı. Altın fiyatı ortalaması 2019 yılında 1.392 dolar ortalamasıyla kapattıktan sonra sene başından bu yana ortalama 1.684 dolar olarak gerçekleşti. Daha önce, değerlemelerimize 1.500 dolar olarak dahil ettiğimiz altın fiyatını 1.900 dolara ve hedef fiyatımızı 113,5TL'ye yükseltiyoruz. Altın fiyatını cari seviyesi olan 2.050 dolar olarak almamız durumunda hedef fiyatımız 121 TL'ye yükselmektedir. Hisse 2020 yılı beklentilerine göre 2,8x FD/FAVÖK ve 6,5x F/K çarpanlarından işlem görmektedir.

Rezerv artışı için önemli beklentiler mevcut

Şirketin rezervlerinin ömrünün kısaldığına ilişkin görüşlere karşın, Koza Altın yeni projeler olmasa dahi önümüzdeki dokuz yıl boyunca yıllık 204bin ons üretim yapabilecek durumdadır. Ek olarak, Koza'nın altın rezervlerinin artması arama projelerine bağlıdır ancak 2012 yılından bu yana yeni projelerden rezervlere katkı olmamıştır. Şirketin son beş yılda yaşadığı ortaklık konusundaki problemler yeni proje yatırımlarını gölgelediğini düşünüyoruz. Şirketin son faaliyet raporunda yere alan bilgilere göre, Mollakara, Kubaşlar ve Hasandağ projelerinin 2020 yılından sonra rezerv genişlemesi sağlayacak projeler olacağını düşünüyoruz.

Finansal koşullardaki olası kırılganlığa karşı defansif

Yatırımcıların Koza Altın'ı gelir kaynaklarının dolar bazlı olmasından kaynaklı TL'deki olası değer kayıplarına karşı bir koruma olarak görmeliler. Zayıf TL hem nakit maliyetleri aşağı çekerken hem de şirketin 110mn dolar seviyesindeki dolar mevduatları sayesinde kur farkı geliri sağlamaktadır. Diğer yandan, Koza Altın Borsa İstanbul'daki en yüksek likiditeye sahip bilançolardan birine sahiptir. Şirketin 1. çeyrek sonundaki 4,8milyar TL seviyesindeki net nakdi piyasa değerinin %37'sine denk gelmektedir. Ortaklık konusu netleşmeden temettü ödemesi ya da önemli bir yatırım harcaması beklemediğimiz için nakdin birikmeye devam etmesini ve 2020 sonunda 6,6milyar TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

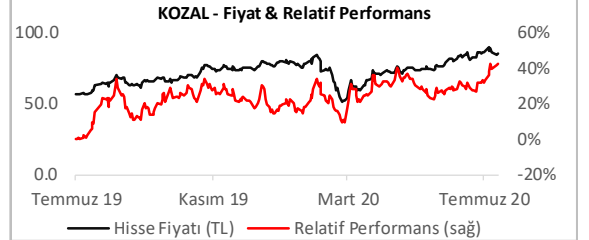
Ortaklık konusundaki olasılıklar

Koza'nın önceki ana ortaklarının hisselerinin yarısının müsadere edilmesinin ardından mahkeme kararlarının istinafta onaylanması ve hisselerin Hazine ya da Türkiye Varlık Fonu'na devredilmesi senaryosu azınlık yatırımcılar için olumlu olarak görülebilir. Söz konusu olasılıkların 2021'de gündeme gelebileceğini ve bunun hisseler için önemli bir destekleyici unsur olabileceğini düşünüyoruz. Bu durum, hem şirketin 4,8milyar TL seviyesindeki net nakdinin hem de maden lisanslarının daha verimli kullanılmasının önünü açabilir.

Hisse Bilgisi

Hisse Kodu (Reuters, Bloomberg)	KOZAL:IS / KOZAL TI
Hisse Fiyatı (TL)	85.50
Piyasa Değeri (mn TL)	13,039
Hisse Adedi (mn)	136
Halka Açıklık	29%
Ortalama Günlük Hacim (mn TL)	176.1
Net Borç (2020)	-4,787
BIST-100 Endeksi (TL)	1,092

Hisse verileri 1 Temmuz 2020 itibarıyla



Hisse Performansı

	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
TL	-4%	2%	18%	51%
Endeks Relatif*	5%	8%	10%	41%

*BIST100'e karşı

Beklentiler (mn TL)

	2018	2019	2020T	2021T
Satışlar	1,611	2,849	3,381	4,295
FAVÖK	900	1,823	2,333	3,014
FAVÖK Marjı	%56	%64	%69	%70
Net Kar	1,174	1,767	1,997	2,677

FD/Satışlar	6.5	3.0	1.9	0.9
FD/FAVÖK	11.6	4.8	2.8	1.3
F/K	11.1	7.4	6.5	4.9
Temettü Verimi	0%	0%	0%	0%

Ortaklık Yapısı

ATP Insaat	%45
Koza Ipek Holding	%25
Diğer	%30

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. 2019