

Koza Altın

Nötr (önceki Endeksin Üzerinde Getiri)

Cari Fiyat: 173,6TL

12-ay Fiyat Hedefi: TRY200,5 (önceki TRY228,0)

Analist Kayahan Demirak

KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr

2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

2Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	1,271	1,746	1,712	1A		1Ç21	Brüt
FAVÖK	666	973	970	3A		2Ç21	FAVÖK
FAVÖK Marjı	52.3%	55.8%	56.7%	SBB		3Ç21	
Net Kar	732	1,193	1,356			4Ç21	
						1Ç22	
						2Ç22	

Zayıf üretim rakamları ve artan başış giderleri nedeniyle beklentilerin oldukça altında

Koza Altın 2Ç22'de hem bizim 1356mn TL ve piyasanın 1193mn TL'lik tahmininin oldukça altında 732mn TL net kar açıkladı. Tahminimizdeki sapmanın ana nedenleri, 58.0k ons olan tahminimize karşılık 49.0bin ons gerçekleşen altın üretimi, 810 dolar olan beklentimize karşılık 881 dolar gerçekleşen ons başı nakit üretim maliyeti ve 295mn TL'lik başış gideri oldu. Şirket 1Y22'de çoğunluğu bahsedilen projeye ait olmak üzere toplam 339mn TL başış gideri kaydetti. 2022 yılında başışlar için ayrılan maksimum bütçe 484mn TL seviyesinde.

-Şirketin altın üretimi 2Ç22'de yıllık %33 ve çeyreklik %15 gerileyerek 49,0 bin ons seviyesine geriledi. Çukuralan ve Kaymaz sahalarından elde edilen görece düşük tenörlü cevher zayıf üretim rakamlarının temel sebebi oldu. Şirketin altın satışları 2Ç21'deki 72,9 bin ons ve 1Ç22'deki 53,9 bin ons seviyesinden 2Ç22'de 42,7 bin ons'a geriledi. Buna bağlı olarak 2Ç22 net satışlar, beklentilerin altında yıllık %13 artışla 1271mn TL oldu (AK Yatırım: 1712mn TL ve Piyasa: 1746mn TL).

-2Ç22 FAVÖK yıllık bazda %8 artarak 666mn TL'ye yükseldi beklentilerin oldukça altında kaldı (AK Yatırım: 970mn TL ve Piyasa: 973mn TL). Beklentilerin altında gerçekleşen üretim ve düşen ölçeğe bağlı artan nakit maliyetler tahminlerimizde sapmanın temel sebepleri. Ons başına nakit maliyet, 1Ç22'deki 776 dolardan, 2Ç22'de 811 dolara yükseldi (2021 nakit maliyeti: 818 USD/ons) Şirket, geçmiş yıl başış giderlerini 3Ç21'de diğer giderler (nakit maliyetin bir parçası değil) altında raporlamaya başladığından, nakit maliyetler ve genel yönetim giderleri yıllık bazda karşılaştırılabılır değil. Faaliyet giderleri, enflasyonist baskılara rağmen bir önceki çeyreğe göre yatay kaldı. Burada AR-GE harcamalarındaki %55'lik düşüş etkili oldu.

Şirketin 2Ç22 net nakit pozisyonu (uzun vadeli finansal yatırımlar dahil), yüksek finansal gelirlerin etkisiyle 10,2milyar TL seviyesine yükseldi (1Ç22 net nakit: 9,9milyar TL). Diğer yandan serbest nakit akışı, zayıf operasyonel performans, başış giderleri ve artan işletme sermayesine bağlı olarak negatif 303mn TL gerçekleşti. Koza Altın, 7 Temmuz'da gerçekleşen temettü ödemesi sonrası ilişkili taraflardan 1195mn TL'lik ticari olmayan alacağını mahsuplaşarak tahsil ettiğini not etti. Dolayısıyla temettü kaynaklı net nakit çıkışı 1481mn TL seviyesinde gerçekleşecek (3Ç22 finansallarında çıkış etkisi görülecek). Rezerv ve kaynak rakamlarında herhangi bir revizyon yapılmadı ancak JORC'un öngördüğü 2021 rakamları SPK tarafından onaylandı. Hatırlamak gerekirse şirket 2022 yılını toplam 2077k ons Görünür + Muhtemel altın rezerviyle tamamladı.

Yorum ve tavsiye: Zayıf üretim rakamları ve artan bağış giderleri nedeniyle 2Ç22 sonuçlarına olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Yeni makro varsayımlarımız, beklentilerin altından kalan 2Ç22 gerçekleştirmeleri ve 7 Temmuz tarihinde yapılan toplu temettü ödemesiyle tahminlerimizi revize ettik. Koza Altın hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 205,5 TL (önceki: 228,0 TL) olarak güncelliyoruz ve tavsiyemizi Nötr'e revize ediyoruz (Önceki: Endeksin Üzerinde Getiri).

Mevut tahminlerimiz, 2023/2024/2025 yılındaki Karapınar Projesi'nden 28k/71k/71k ons üretim katkısı öngörüyor. Bu projede, önceki olumlu ÇED kararının mahkeme tarafında iptal edilmesi sonrası şirket 28.02.2022 tarihinde yeni bir ÇED raporu sundu. Projede olası bir gecikme veya iptal, mevcut tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturabilir. Şirket ayrıca yakın zamanda Mollakara'da bir cevher zenginleştirme projesi için yeni bir Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) başvurusu yaptığını da duyurdu. ÇED raporuna göre projeden yıgın liçi yöntemiyle 4 yılda 290k ons altın ve 22 k ons gümüş üretimi öngörülüyor. Beklenen başlangıç yatırımı ise 150-160mn dolar seviyesinde. Mollakara, mevcut finansal tahminlerimizin bir parçası değil, ancak değerlememiz henüz faal olmayan rezerv kaynakları için değer öngörüyor. Mollakara'da devam eden sondaj faaliyetleri neticesinde mevcut öngörülebilirliği düşük potansiyel altın kaynakların (4262k ons) olası rezervlere dönüşümünün değerlememiz için en önemli yukarı yönlü risk olabileceğini düşünüyoruz.

Özet Tablo

Bloomberg Kodu	KOZAL TI			
Tavsiye	Nötr (önceki Endeksin Üzerinde Getiri)			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY200.50 (önceki TRY228.00)			
Son kapanış, TL/hisse	173.60			
Yukarı potansiyel	%15			
Halka açıklık oranı	%29			
Piyasa değeri, TL mn	26,474			
Firma değeri, TL mn	17,355			
Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	3,250	4,002	6,186	8,273
FAVÖK	1,927	2,165	3,219	4,588
Net kar	1,810	3,004	3,653	4,644
Net borç	-5,908	-8,836	-10,709	-14,144
Net borç/FAVÖK	-3.07	-4.08	-3.33	-3.08
FAVÖK marjı	%59.3	%54.1	%52.0	%55.5
Net marj	%55.7	%75.1	%59.1	%56.1
Ciro, y/y	%14	%23	%55	%34
FAVÖK, y/y	%6	%12	%49	%43
Net kar, y/y	%2	%66	%22	%27
F/K	6.5	5.9	7.2	5.7
FD/FAVÖK	3.0	4.1	4.9	2.7
FD/Ciro	1.8	2.2	2.5	1.5

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Temel Finansal Göstergeler	2Ç22	2Ç21	y/y	1Ç22	ç/ç	1Y22	1Y21	y/y
Temel K/Z Kalemleri								
Net Satışlar (mn.)	1,271	1,122	13%	1,409	-10%	2,680	1,971	36%
Brüt Kar (mn.)	753	831	-9%	934	-19%	1,687	1,346	25%
FAVÖK (mn.)	666	613	8%	830	-20%	1,496	1,027	46%
Net Finansal Gelir/Gider (mn.)	584	361	62%	497	18%	1,081	784	38%
Net Kar (mn.)	732	683	7%	1,058	-31%	1,790	1,345	33%
Temel Bilanço Kalemleri								
Net Nakit (mn.)	9,430	7,209	30.80%	9,119	3.41%	9,430	7,209	31%
İşletme Sermayesi (mn.)	495	303	63.24%	377	31.28%	495	303	63%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn.)	303	1,472	-79.42%	476	-36.31%	303	1,472	-79%
Faaliyetlerden Nakit Akışı (mn.)	-170	328	n.m.	371	n.m.	202	940	-79%
Yatırım Harcamaları (mn.)	-133	-78	70.03%	-78	70.72%	-211	-158	34%
Serbest Nakit Akışı (mn.)	-303	249	n.m.	293	n.m.	-10	782	n.m.
Temel Finansal Oranlar								
Brüt Marj	59.3%	74.1%	-14.8ppt	66.3%	-7.0ppt	62.95%	68.32%	-5.4ppt
FAVÖK Marjı	52.3%	54.7%	-2.3ppt	58.9%	-6.6ppt	55.80%	52.10%	3.7ppt
Net Marj	57.6%	60.9%	-3.3ppt	75.1%	-17.5ppt	66.78%	68.25%	-1.5ppt
Aktif Karlılığı - TTM	28.9%	26.7%	2.2ppt	30.9%	-2.0ppt	28.93%	26.73%	2.2ppt
Özkaynak Karlılığı - TTM	32.6%	29.8%	2.9ppt	34.9%	-2.3ppt	32.62%	29.75%	2.9ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - TTM	10.5%	8.0%	2.5ppt	8.3%	2.2ppt	10.50%	7.97%	2.5ppt
Net Borç/FAVÖK - TTM	-3.6	-3.5	-0.1ppt	-3.53	-0.0ppt	-3.58	-3.50	-0.1ppt
Temel Değerleme Oranları								
Piyasa Değeri - TTM (mn.)	20,169	15,411	30.9%	17,939	12.4%	20,169	15,411	31%
Firma Değeri (mn.)	10,739	8,202	30.9%	8,820	21.8%	10,739	8,202	31%
F/K - TTM	5.8	6.7	-13.0%	5.3	10.8%	5.8	6.7	-13%
PD/DD - TTM	1.9	2.0	-4.7%	1.8	3.7%	1.9	2.0	-5%
FD/FAVÖK - TTM	4.1	4.0	2.4%	3.4	19.4%	4.1	4.0	2%
FD/Net Satışlar - TTM	2.3	2.2	5.7%	1.9	17.9%	2.3	2.2	6%

AKInvestment

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 İnternet üze rinden 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. 2020