

# Koza Altın

Nötr

Cari Fiyat: 194,3TL

12-ay Fiyat Hedefi: TRY230,5 (önceki: TRY200,5)

Analist Kayahan Demirak

[KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr](mailto:KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr)

## 3Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

3Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	1,968	1,701	1,593	1A	-10%	2Ç21	75%
FAVÖK	1,073	853	800	3A	-15%	3Ç21	65%
FAVÖK Marjı	54.52%	50.15%	50.22%	YBB	-10%	4Ç21	55%
Net Kar	1,320	1,004	926			1Ç22	65%
						2Ç22	55%
						3Ç22	55%

### Altın üretimi ve satışları beklentilerin üzerinde

**Koza Altın** 3Ç22'de hem bizim 926mn TL ve piyasanın 1004mn TL'lik tahmininin oldukça üzerinde 1320mn TL net kar açıkladı. Tahminimizdeki sapmanın ana nedenleri, i) 50,0bin ons olan tahminimize karşılık 55,4bin ons gerçekleşen altın üretimi ve ii) 860 dolar olan beklentimize karşılık 801 dolar gerçekleşen ons başı nakit üretim maliyeti oldu. Ek olarak şirketin altın satışları, stoklardan yapılan satışların etkisiyle, üretim rakamının üzerinde, 67,5bin ons oldu. Şirket 3Ç22'de 108mn TL bağış gideri kaydetti. 9 aylık toplam bağış giderleri 447mn TL oldu. 2022 yılında bağışlar için belirlenen üst sınır 484mn TL.

-Şirketin altın üretimi 3Ç22'de çeyreklik bazda %13 artış gösterdi. Çukuralan sahasında iyileşen cevher tenörü üretimi olumlu etkiledi. Yıllık bazda ise üretim %5 daraldı. Şirketin altın satışları ise stok etkisiyle yıllık bazda %16 arttı. Buna bağlı olarak 3Ç22 net satışlar, beklentilerin üzerinde yıllık %121 artışla 1968mn TL oldu (AK Yatırım: 1593mn TL ve Piyasa: 1701mn TL).

-3Ç22 FAVÖK yıllık bazda %88 artarak 1073mn TL'ye yükseldi beklentilerin üzerinde gerçekleşti (AK Yatırım: 800mn TL ve Piyasa: 853mn TL). Beklentilerin üzerinde gerçekleşen üretim ve artan ölçüğe bağlı iyileşen nakit maliyetler tahminlerimizde sapmanın temel sebepleri.

Şirketin 3Ç22 net nakit pozisyonu (uzun vadeli finansal yatırımlar dahil), temettü ödemesi ne rağmen artan finansal gelirler ve güçlü nakit yaratımı nedeniyle büyük ölçüde yatay kaldı. Ek olarak şirket, 7 Temmuz'da gerçekleşen temettü ödemesi sonrası ilişkili taraflardan 1001mn TL'lik ticari olmayan alacağını mahsuplaşarak tahsil etti. Rezerv ve kaynak rakamlarında herhangi bir revizyon yapılmadı.

**Yorum ve öneri:** Beklentilerin üzerinde gerçekleşen 3Ç22 sonuçlarına hafif olumlu piyasa tepkisi bekliyoruz. Yeni makro varsayımlarımız ile tahminlerimizi güncelledik. Uzun vadeli üretim ve nakit maliyet öngörülerimizde herhangi bir revizyona gitmedik. Koza Altın hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı 230,1TL'ye (önceki: 200,5 TL) revize ettik ve Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımızdaki yukarı yönlü güncelleme temel sebebi hedef fiyat belirlemede kullandığımız USD/TL kurunu 2022 yılsonunda 2023 ortalamasına revize etmiş olmamız. Mevcut 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 yığın liçi yöntemiyle 4 yılda 290k ons altın ve 22k 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
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY230.50 (önceki TRY200.50)
Son kapanış, TL/hisse	194.30
Yukarı potansiyel	%19
Halka açıklık oranı	%49
Piyasa değeri, TL mn	29,631

Finansal veriler	2020	2021	2022T	2023T
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>				
Ciro	3,250	4,002	6,299	8,525
FAVÖK	1,927	2,165	3,394	4,728
Net kar	1,810	3,004	4,104	4,946
Net borç	-5,908	-8,836	-11,098	-14,743
Net borç/FAVÖK	-3.07	-4.08	-3.27	-3.12
FAVÖK marjı	%59.3	%54.1	%53.9	%55.5
Net marj	%55.7	%75.1	%65.2	%58.0
Ciro, y/y	%14	%23	%57	%35
FAVÖK, y/y	%6	%12	%57	%39
Net kar, y/y	%2	%66	%37	%21
F/K	6.5	5.9	7.2	6.0
FD/FAVÖK	3.0	4.1	5.5	3.1
FD/Ciro	1.8	2.2	2.9	1.7

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Temel Finansal Göstergeler	2022/3Q	2021/3Q	Δ YoY	2022/2Q	Δ QoQ	2022/9M	2021/9M	Δ YoY
Temel Finansal Göstergeler	3Ç22	3Ç21	y/y	2Ç22	ç/ç	9A22	9A21	y/y
<b>Temel K/Z Kalemleri</b>								
Net Satışlar (mn TL)	1,968	891	121%	1,271	55%	4,649	2,861	62%
Brüt Kar (mn TL)	1,189	544	118%	753	58%	2,876	1,891	52%
FAVÖK (mn TL)	1,073	570	88%	666	61%	2,569	1,597	61%
FVÖK (mn TL)	1,004	533	89%	584	72%	2,351	1,476	59%
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (mn TL)	-71	-155	-54%	-226	-69%	-279	-117	138%
Net Finansal Gelir/Gider (mn TL)	-	-	n.m.	-	n.m.	-	-	n.m.
Net Vergi Geliri/Gideri (mn TL)	-283	-182	56%	-218	30%	-717	-603	19%
Diğer Gelirler/Giderler (mn TL)	670	326	105%	592	13%	1,755	1,110	58%
Net Kar (mn TL)	1,320	522	153%	732	80%	3,110	1,867	67%

Temel Bilanço Kalemleri								
Net Nakit (mn TL)	9,849	7,569	30%	9,430	4%	9,849	7,569	30%
Net Nakit (mn ABD\$)	532	853	-38%	566	-6%	532	853	-38%
Finansal Borç (mn TL)	32	49	-35%	38	-16%	32	49	-35%
Finansal Borç (mn ABD\$)	2	5	-69%	2	-24%	2	5	-69%
İşletme Sermayesi (mn TL)	547	343	59%	495	11%	547	343	59%
İşletme Sermayesi (mn ABD\$)	30	39	-24%	30	-1%	30	39	-24%
Maddi Duran Varlıklar (mn TL)	1,111	829	34%	1,028	8%	1,111	829	34%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (mn TL)	3	3	14%	4	-6%	3	3	14%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak (mn TL)	10,979	9,432	16%	12,341	-11%	10,979	9,432	16%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn TL)	-174	1,460	n.m.	303	n.m.	-174	1,460	n.m.
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn ABD\$)	-9	164	n.m.	18	n.m.	-9	164	n.m.
Operasyonel Nakit Akışı (mn TL)	2,128	190	1022%	-170	n.m.	2,329	1,130	106%
Serbest Nakit Akışı (mn TL)	107	350	-69%	-1,968	n.m.	-5,657	1,669	n.m.
Net Nakit Değişimi (mn TL)	-2,508	343	n.m.	-1,976	27%	-8,287	1,654	n.m.
Temel Finansal Oranlar								
Brüt Marj	60.42%	61.11%	-0.7ppt	59.26%	1.2ppt	61.88%	66.07%	-4.2ppt
FAVÖK Marjı	54.52%	64.00%	-9.5ppt	52.35%	2.2ppt	55.26%	55.80%	-0.5ppt
FVÖK Marjı	51.01%	59.80%	-8.8ppt	45.90%	5.1ppt	50.57%	51.59%	-1.0ppt
Net Marj	67.09%	58.61%	8.5ppt	57.55%	9.5ppt	66.91%	65.25%	1.7ppt
Aktif Karlılığı - S12A	34.08%	24.22%	9.9ppt	28.93%	5.2ppt	34.08%	24.22%	9.9ppt
Özkaynak Karlılığı - S12A	38.66%	26.98%	11.7ppt	32.62%	6.0ppt	38.66%	26.98%	11.7ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - S12A	9.44%	9.02%	0.4ppt	10.50%	-1.1ppt	9.44%	9.02%	0.4ppt

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 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. 2022