

# Koza Altın

Endeksin Altında Getiri (önceki Nötr)

Cari Fiyat: 23,54TL

12-ay Fiyat Hedefi: 18,9TL (önceki: TRY11,0TL)

Analist Kayahan Demirak

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

## 4Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

4Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	1,088	1,947	1,651	1A	-15%	50%	50%
FAVÖK	455	1,064	825	3A	15%	65%	65%
FAVÖK Marjı	41.8%	54.6%	50.0%	SBB	-10%	50%	50%
Net Kar	900	1,272	958				

### Beklentilerin oldukça altında üretim

**Koza Altın** 4Ç22'de hem bizim 958mn TL ve piyasanın 1272mn TL'lik tahmininin altında 900mn TL net kar açıkladı. Tahminimizdeki sapmanın ana nedenleri, i) 50,0bin ons olan tahminimize karşılık 32,0bin ons gerçekleşen altın üretimi ve ii) 870 dolar olan beklentimize karşılık 950 dolar gerçekleşen ons başı nakit üretim maliyeti oldu. Şirketin etkin vergi oranının bizim %21,0 beklentimize karşılık %3,4 gelmesi net kar tarafını destekledi.

-Şirketin altın üretimi 4Ç22'de yıllık bazda %40 daraldı. Çukuralan sahasında düşen cevher tenörü ve Kaymaz'da üretimin sonlanması (4Ç21'de 8,0 bin ons katkı) üretim rakamlarını olumsuz etkiledi. Buna bağlı olarak 4Ç22 net satışlar, beklentilerin altında yıllık %5 düşüşle 1088mn TL oldu (AK Yatırım: 1651mn TL ve Piyasa: 1974mn TL).

-4Ç22 FAVÖK yıllık bazda %20 düşerek 455mn TL'ye geriledi ve beklentilerin altında gerçekleşti (AK Yatırım: 825mn TL ve Piyasa: 1064mn TL). Beklentilerin altında gerçekleşen üretim ve düşen üretim ölçeği ve tenöre bağlı yükselen nakit maliyetler tahminlerimizde sapmanın temel sebepleri.

-Şirketin 4Ç22 net nakit pozisyonu (uzun vadeli finansal yatırımlar dahil) artan işletme sermayesine bağlı olarak 10,1 milyar TL seviyesinde büyük ölçüde yatay kaldı. 2022 yılsonu rezerv ve kaynak rakamları duyurulmadı.

**Yorum ve öneri:** Beklentilerin altında gerçekleşen 4Ç22 sonuçlarına olumuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Tahminlerimizi yeni makro varsayımlarımız, Nevşehir'deki yeni maden alanının değerlememize eklenmesi ve 2022 gerçekleştirmeleriyle güncelledik. Yeni ruhsat alanı ve modelimizde artan altın fiyatları nedeniyle hedef fiyatımızı 18,9 TL (önceki: 11,0 TL) olarak revize ettik, ancak zengin değerlendirme nedeniyle tavsiyemizi "Endeksin Altında Getiri" olarak revize ettik (Önceki: Nötr). Hisse, 2023T 13,6x FD/FAVÖK ile işlem görüyor. Global benzer şirketlerin 2023T FD/FAVÖK çarpanı ise 6,1x seviyesinde. Mollakara'da devam eden sondaj faaliyetleri neticesinde mevcut öngörülebilirliği düşük potansiyel altın kaynakların (4262k ons) olası rezervlere dönüşümünün değerlendirilmesi için en önemli yukarı yönlü risk olabileceğini düşünüyoruz.

**Nevşehir'deki yeni ruhsat alanı değer arttırıcı ancak fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyoruz:** Şirket, mevcut stoklarla birlikte 20 bin ons garanti edilen altın cevheri için Demir Export A.Ş'ye (lisans alanı sahibi) KDV hariç 9,5 milyon dolar ödedi. Bu rakam ons başı 475 dolar ödemeye işaret ediyor. Koza Altın ayrıca 20 bin ons üzerindeki potansiyel üretim için de ons başı 475 dolar ödemeyi kabul etti. Ayrıca, bölgede mevcut işletme ruhsatı sınırlarının ötesinde yapılacak keşifler kaynaklı altın satışları için de

ciro üzerinden %2,5 oranında telif ödemeyi kabul etti. 31.03.2022 tarihli ÇED raporuna göre ruhsat alanında 1,27 milyon ons görünür ve 2,91 milyon ons mümkün + muhtemel altın rezervi bulunuyor. Mevcut ÇED onayına sunulan rapor, projeden (mevcut işletme ruhsatıyla) 10 yıl boyunca yıllık 135 bin ons üretim öngörüyor. Projeden yaklaşık 650 milyon dolar değerlendirme katkısı öngörüyoruz. Koza Altın, sahada öngörülen işletme maliyetleri ve/veya beklenen üretim tarihi ile ilgili herhangi bir detay paylaşmadı.

## Özet Tablo

Bloomberg Kodu	KOZAL TI			
<b>Tavsiye</b>	<b>Endeksin Altında Getiri (önceki Nötr)</b>			
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>	<b>TRY18.90 (önceki TRY11.00)</b>			
Son kapanış, TL/hisse	TRY23.54			
Yukarı potansiyel	-%20			
Halka açıklık oranı	%29			
Piyasa değeri, TL mn	75,387			
Firma değeri, TL mn	65,249			
<b>Finansal veriler</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	<b>2024T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>				
Ciro	4,002	5,737	7,946	9,284
FAVÖK	2,165	3,024	4,442	5,131
Net kar	3,004	4,010	5,590	6,537
Net borç	-8,836	-9,867	-14,564	-19,447
Net borç/FAVÖK	-4.08	-3.26	-3.28	-3.79
FAVÖK marjı	%54.1	%52.7	%55.9	%55.3
Net marj	%75.1	%69.9	%70.3	%70.4
Ciro, y/y	%23	%43	%39	%17
FAVÖK, y/y	%12	%40	%47	%16
Net kar, y/y	%66	%33	%39	%17
F/K	5.9	18.8	13.5	11.5
FD/FAVÖK	4.0	21.6	13.6	10.8
FD/Ciro	2.1	11.4	7.6	6.0
Temettü Verimi	0.0%	9.4%	1.6%	2.2%
<b>Hisse verisi</b>	<b>1a</b>	<b>3a</b>	<b>12a</b>	<b>ytd</b>
Nominal değişim	-%9	%22	%362	-%13
BIST 100 rölatif	-%19	%16	%71	-%9

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Özet Finansallar, milyon TL	4Ç22	4Ç21	y/y	3Ç22	ç/ç	2022	2021	y/y
Net Satışlar	1,088	1,141	-5%	1,968	-45%	5,737	4,002	43%
Brüt Kar	618	608	2%	1,189	-48%	3,494	2,498	40%
Brüt Marj	56.8%	53.3%	352 bps	60.4%	-364 bps	60.9%	62.4%	-151 bps
FAVÖK	455	568	-20%	1,073	-58%	3,024	2,165	40%
FAVÖK Marjı	41.8%	49.8%	-795 bps	54.5%	-1268 bps	52.7%	54.1%	-138 bps
Net Kar	900	1,137	-21%	1,320	-32%	4,010	3,004	33%

# 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