

Koza Altın

05/03/2021

Şirket Güncelleme

2020 rezervlerinde önemli bir değişiklik yok: Koza Altın 19 Şubat tarihinde 2020 sonu rezerv/kaynak raporunda 2,07 milyon ons rezerv ve 8,43 milyon ons kaynak açıkladı. Bu rakamlar, stoklar hariç rezervlerde değişiklik olmadığına işaret ederken, toplam kaynakların (rezervler dahil) %2 oranında düştüğünü gösteriyor. Rezervlerin 1,03 milyon onsu görünür, 1,04 milyon onsu muhtemel rezervlerden oluşurken kaynaklar ise 1,68 milyon ons ölçülmüş, 1,43 milyon belirlenmiş ve 5,31 milyon ons potansiyel kaynaklardan oluşmakta. 19 Şubat'ta yapılan açıklama maden bazlı kırılım içermese de, şirket 4Ç20 sonuçları ile birlikte detaylı kırılımı paylaştı. Faaliyet raporundaki detaylı kırılımda 2020 yılında üretimde harcanan rezervlerin büyük ölçüde Karapınar'ın 174 bin onsluk rezerv rakamı sayesinde telafi edildiğini görüyoruz. Koza Altın'ın paylaştığı kaynak rakamlarının rezervleri de içerdiğini hatırlatırız.

Karapınar madeninin 2Ç21'de operasyonel olması bekleniyor: Koza Altın, 29 Aralık'ta Karapınar madeninin 2020 sonu rezervlerinde yer alacağını açıklamıştı. Daha önce Koza Altın'ın Karapınar için 358 bin ons potansiyel kaynak raporladığını hatırlatırız. Rezervler konusunda zamanında herhangi bir açıklama olmadığı ve maden aramaları erken safhada olduğu için, Karapınar'ı öncesinde değerlememize dahil edememiştik. Son rezerv/kaynak açıklaması, Karapınar için 174 bin onsluk muhtemel rezerv, 192 bin onsluk belirlenmiş kaynak (rezervler dahil) ve 20 bin onsluk potansiyel kaynak içeriyor. Karapınar, operasyonel olduğunda bir açık ocak madeni olarak başlayacak ve kendine özel yeni bir işleme tesisi gerektirmeyecek (altın Mastra tesislerinde işlenecek). Bu nedenle madenin yatırım harcamasının düşük olmasını ve hızlıca operasyonel olabilmesini bekliyoruz. Koza Altın, Karapınar madeninin 2Ç21'de üretime başlamasını öngörüyor. Belirlenen zaman diliminde operasyonel olması halinde, madenin 2021 yılında Koza'nın toplam üretimini 300 bin ons'un üzerine çıkarabileceğini düşünüyoruz. Karapınar henüz operasyonel olmadığından, madeni henüz yıllık üretim tahminlerimize dahil etmiyor ve 2021 yılı için 270 bin onsluk üretim tahmininde bulunuyoruz. Karapınar'ın değerini ise opsiyon değerlemesiyle hesaplıyor ve 90 milyon dolarlık maden değerini değerlememize yansıtıyoruz.

2021 yılında nakit maliyetlerin düşmesini bekliyoruz: Ons başına nakit maliyetler, (i) üretim hacmi, (ii) dolar kurunun seviyesi (Koza'nın maliyetlerinin yaklaşık %65'i TL bazlı olduğundan) ve (iii) altın tenöründen etkileniyor. Tenörün gidişatını tahmin edemiyoruz, ancak baz senaryomuzda TL'deki değer kaybı ve 2020'de gerçekleşenden hafif yukarıda olan 2021 üretim beklentimiz (2021T: 270 bin ons, 2020: 259 bin ons), 2020'ye kıyasla daha düşük nakit maliyetlere işaret ediyor. Karapınar'ın maden portföyüne eklenmesi, madenin operasyonel özellikleri sebebiyle ve toplam üretimi arttıracak olması itibarıyla nakit maliyetlerde daha iyi bir düşüş anlamına gelebilir. 2021 için mevcut nakit maliyet tahminimiz 607\$/ons seviyesinde.

TUT

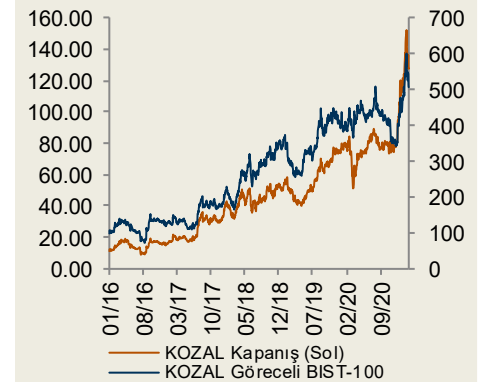
Yükselme Potansiyeli -10%

Kodu	KOZAL	
Fiyat Bilgileri	TL (₺)	ABD \$
Kapanış	127.70	17.10
12 Aylık Hedef Fiyat	114.50	14.68
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	107.00	13.72
Piyasa Değeri (mn)	19,474	2,608
Halka Açık PD (mn)	5,829	781
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	1517.1	212.4
Hisse sayısı (Adet mn)		153
Takas Saklama Oranı (%)		30

Çarpanlar	2019G	2020G	2021T
F/K	11.0	10.8	7.6
PD/DD	3.4	2.6	1.9
FD/FAVÖK	7.4	7.0	5.5

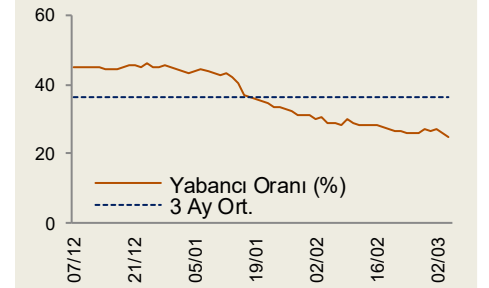
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL (₺)	2.9	32.1	74.0
ABD \$	-0.4	31.4	42.1
BIST-100 Relatif	-0.2	26.8	25.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 51.40 152.10

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 25



Ege Taşar

etasar@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 54

Sahiplik sorunu hakkındaki yasal süreçler devam ediyor: Koza Altın 2016 yılından beri TMSF tarafından yönetiliyor. Holding yapısının en tepesindeki kuruluş olan Koza-İpek Holding'in tüm hisselerinin müsadereesi gerçekleşene kadar bu durumun devam etmesini bekliyoruz. 9 Ocak 2020'de, hisselerin % 49,5'lük kısmının hazineye müsadereesi yönünde karar alınmıştı. Bu durumda, TMSF Koza Altın ve diğer Koza-İpek Holding iştirakleri Koza Anadolu Metal ve İpek Enerji'yi yönetirken, sahiplik sorunu da üç şirket için de devam ediyor. TMSF Başkanı Gülal, son açıklamalarında sahiplik sorununun çözülmesi halinde Koza Altın'ın Türkiye Varlık Fonu'na (TVF) devredilmesinin ihtimal dahilinde olduğunu belirtti. Koza Altın, dava süreçlerinin Haziran 2021'de sürmesini bekliyor. Koza Altın'ın satılması ya da TVF'ye devrinin hisse performansı için önemli katalizörler olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, 5,9 milyar TL'lik büyük bir net nakit pozisyonuna sahip Koza Altın için, sahiplik sorununun çözümü sonrası temettünün gündeme gelmesini de olasılıklar dahilinde görüyoruz. Yine sahiplik sorununun çözümü sonrası mevcut sahiplik yapısının basitleştirilmesi önemli bir katalizör olabilir. Ancak, Haziran'da sahiplik sorunu adına bir karar alınsa dahi, temyiz vb. gibi ihtimallerin süreci uzatabileceğini düşünüyoruz.

Tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz: Bu varsayımlar ve yeni makro tahminler dahilinde, Koza Altın için hedef fiyatımızı hisse başına 90,6TL'den 114,5TL'ye yükseltiyor, tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %10'luk aşağı yönlü potansiyele işaret ediyor. Potansiyel yeni madenler hakkındaki haberleri ve sahiplik sorununun çözülmesini halen önemli katalizörler olarak görüyoruz, ancak bir yandan da yüksek nakit maliyet ve altın fiyatlarının potansiyel aşağı yönlü hareketinin değerlememize aşağı yönlü risk oluşturduğunu düşünüyoruz. 2021 tahminlerimize göre hisse, 7,6x F/K ve 5,5x EV/EBITDA çarpanları ile işlem görüyor. Bu çarpanlar, yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %23 iskonto ve % 21 prime işaret ediyor. Koza Altın'ta yaptığımız hedef fiyat değişikliğini takiben, Koza Anadolu Metal için hedef fiyatımızı hisse başına 13,7TL'den 14,5TL'ye yükseltiyor, TUT tavsiyemizi koruyoruz. Koza Anadolu Metal için yeni hedef fiyatımız %10'luk aşağı yönlü potansiyele işaret ediyor. Benzer şekilde İpek Enerji için hedef fiyatımızı da hisse başına 10,1TL'den 10,7TL'ye yükseltiyor, SAT tavsiyemizi koruyoruz. İpek Enerji için yeni hedef fiyatımız %21'lik aşağı yönlü potansiyele işaret ediyor.

Koza Altın

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Atp İnşaat Ve Ticaret AŞ	45.0 Koza Altın İşletmeleri A.Ş., Türkiye çapında altın madeni keşfi ve işletilmesi
Diğer	30.0 amacıyla kurulan bir Türk şirkettir.
Koza-Ipek Holding A.Ş.	25.0

Gelir Tablosu (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	2.849	3.250	3.822	3.496
Brüt Kar (Zarar)	1.894	2.072	2.581	2.463
Operasyonel Giderler	296	370	382	350
Esas Faaliyet Karı	2.190	2.443	2.963	2.813
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	14	5	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	647	644	1.009	954
Net Finansman Gelir (Gideri)	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	2.258	2.351	3.208	3.068
Vergi Giderleri (Gelirleri)	491	541	642	614
Azınlık Payları	0	0	0	0
Net Kar	1.767	1.810	2.566	2.454
Düzeltilmiş Net Kar	1.767	1.810	2.566	2.454
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.107	1.161	1.557	1.500
FAVÖK	1.823	1.927	2.464	2.356

Bilanço (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	4.817	6.408	9.577	11.963
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.384	5.922	8.987	11.464
Ticari Alacaklar	0	0	1	1
Stoklar	381	406	496	413
Diğer Dönen Varlıklar	75	75	75	75
Duran Varlıklar	1.531	1.973	1.359	1.414
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	571	659	780	838
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	1
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	39	32	37	34
Toplam Varlıklar	6.349	8.381	10.935	13.377
Kısa Vadeli Yükümlülükler	406	614	575	586
Finansal Borçlar	4	5	5	5
Ticari Borçlar	68	104	104	100
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	19	24	24	24
Uzun Vadeli Yükümlülükler	184	203	230	215
Finansal Borçlar	1	9	9	9
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0
Özkaynaklar	5.758	7.564	10.130	12.576
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.758	7.564	10.122	12.578
Ödenmiş Sermaye	153	153	153	153
Rezerv ve Diğer Kalemler	137	137	137	137
Dönem Net Karı (Zararı)	1.767	1.810	2.566	2.454
Azınlık Payları	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	6.349	8.381	10.935	13.377

Nakit Akım (m n ₺)	2019G	2020G	2021T	2022T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	1.496	1.309	2.758	2.180
Düzeltilme Öncesi Kar	1.767	1.810	2.566	2.454
Amortisman & İtf Payları	225	225	265	242
İşletme Sermayesindeki Değ.	-196	-509	-95	66
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	224	-218	28	-578
Yatırım Faal. Kay. Nakit	413	251	307	281
Sabit Sermaye Yatırımları	-146	-300	-341	-312
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	551	648	593
Serbest Nakit Akım	1.909	1.559	3.065	2.461
Finansman Faal. Kay. Nakit	-109	-20	0	0
Finansal Borçlardaki Değişim	0	0	0	0
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	0	-20	0	0
Net Nakit Değişimi	1.896	1.539	3.065	2.477

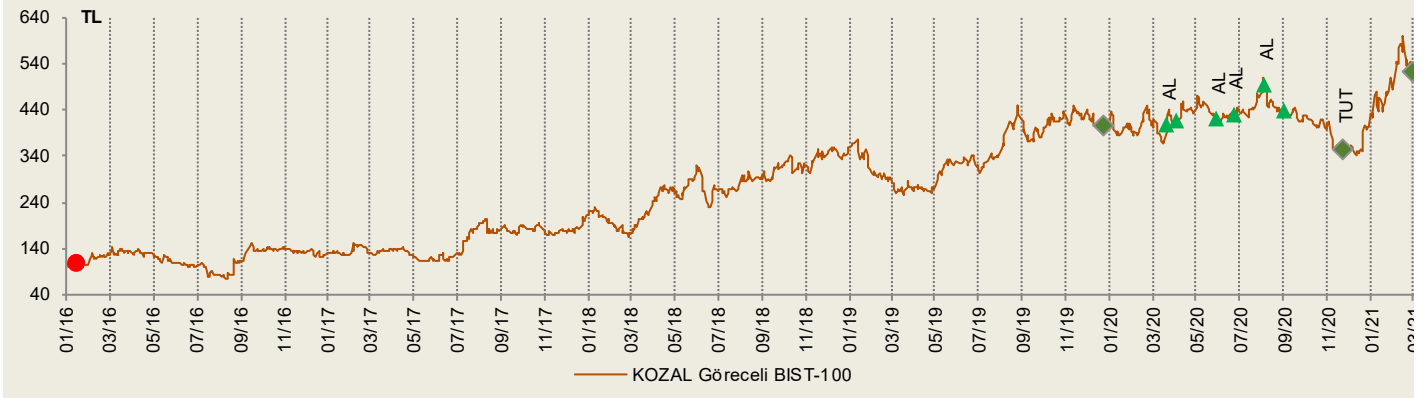
Büyümler & Opr. Perf.	2019G	2020G	2021T	2022T
Büyümler				
Net Satışlar	76,9%	14,1%	17,6%	-8,5%
Faaliyet Karı	168,3%	11,5%	21,3%	-5,1%
FAVÖK	102,5%	5,7%	27,8%	-4,4%
Net Kar	n.a	n.a	41,8%	-4,4%

Operasyonel Performans				
Brüt Marj	66,5%	63,8%	67,5%	70,5%
Faaliyet Kar Marjı	76,9%	75,2%	77,5%	80,5%
FAVÖK Marjı	64,0%	59,3%	64,5%	67,4%
Efektif Vergi Oranı	21,7%	23,0%	20,0%	20,0%
Net Kar Marjı	62,0%	55,7%	67,1%	70,2%
Özkaynak Karlılığı	36,3%	27,2%	29,0%	21,6%
Aktif Karlılığı	33,1%	24,6%	26,6%	20,2%

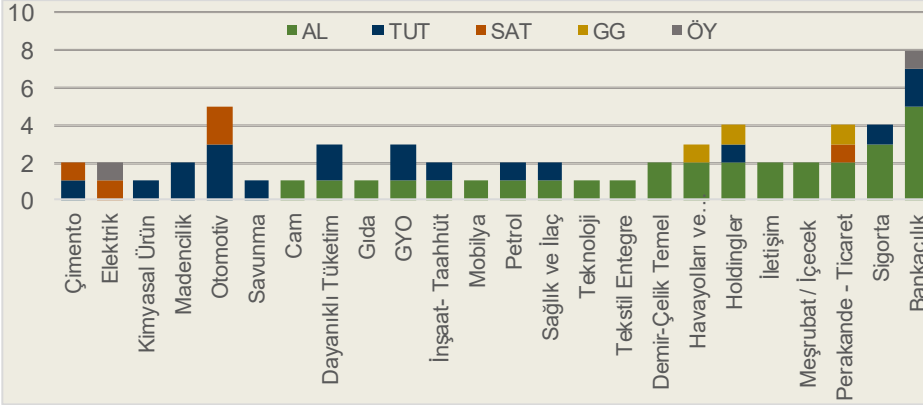
Rasyo Analizi	2019G	2020G	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	11,0	10,8	7,6	7,9
FD / FAVÖK (x)	7,4	7,0	5,5	5,8
FD / Satışlar (x)	4,8	4,2	3,5	3,9
PD / Defter Değeri (x)	3,4	2,6	1,9	1,5
Hisse Başı Kazanç (₺)	11,59	11,87	16,83	16,09
Hisse Başı Temettü (₺)	0,00	0,00	0,00	0,00
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net Borç (Nakit) (m n ₺)	-4.451	-5.908	-8.973	-11.449
Net Borç / FAVÖK (x)	a.d	a.d	a.d	a.d
Net Borç / Özsermaye (x)	a.d	a.d	a.d	a.d

Kaynak: İş Yatırım

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.