Koza Altın

Güncelleme/Transfer

Güçlü operasyonel performans, küresel dinamiklerle destekleniyor

- ✓ **Mevcut küresel konjonktörün şirketin operasyonel performansını desteklediğini düşünüyoruz**. 2019 yılında şirketin altın üretiminin yıllık bazda %13,94 artışla 300.146 ons seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, uluslararası piyasalarda Altın fiyatlarının Fed'in küresel büyüme endişeleri kaynaklı güvercin söylemlerinin etkisiyle 1.300 dolar/ons seviyesi civarındaki seyrini koruyacağı yönündeki genel piyasa beklentisi doğrultusunda, toplam satış gelirlerinin yıllık bazda %42,23 artış kaydederek 2,29 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, üretimdeki artışın beraberinde yüksek verimlilik seviyesinin de, şirketin dolar cinsinden ons başına nakit maliyetlerinin 2019 yılında %7,63 oranında gerilemesinde etkili olacağını düşünüyoruz. Bu bağlamda, 2019'da FAVÖK'ün yıllık %51,97 artışla 1,37 milyar TL seviyesine ulaşacağını ve böylece FAVÖK marjının da yıllık 3,83 puan artışla %59,73 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

- ✓ **Şirketin piyasa çarpanları, güçlü yükseliş potansiyeline işaret ediyor.** Koza Altın'ın 2019T ve 2020T yılları için hesapladığımız FD/FAVÖK ve F/K çarpanları, şirketin operasyonel anlamda küresel rakiplerine göre avantajlı olmasının beraberinde güçlü bilanço yapısının desteğiyle, küresel benzerlerine göre sırasıyla ortalama %58 ve %81 oranlarında iskontolu fiyatlandığını gösteriyor.

- ✓ **Değerleme.** Güçlü operasyonel performans ve mevcut makroekonomik konjonktörün şirketin karlılığını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Koza Altın hisseleri için hedef fiyatımızı 75,70 TL olarak belirliyor ve 'AL' tavsiyemizi sürdürüyoruz.

- ✓ **Riskler.** Tahminlerimizin altında gerçekleşecek altın üretimi ve satışı, dolar bazında ons altın fiyatlarında düşüş yaşanması, şirket aleyhine sonuçlanacak dava süreçleri, madencilik sektörünü olumsuz etkileyebilecek yasal düzenlemeler, Türk Lirası'nda belirgin değer kazancı modelimizde aşağı yönlü başlıca risk unsurları olarak yer alıyor.

Tahminler ve Rasyolar	2017	2018	2019T	2020T
Net Satışlar (TL mn)	968	1.611	2.291	2.325
Hisse Başı Kar (TL)	3,49	7,70	9,84	10,67
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	18,5	26,1	36,0	46,7
FD/Satışlar	4,2x	2,5x	1,8x	1,7x
FD/FAVÖK	7,8x	4,5x	3,0x	2,9x
F/K	12,4x	5,6x	4,4x	4,1x
PD/DD	2,3x	1,7x	1,2x	0,9x

AL

Hisse Fiyatı: 43,34 TL
Hedef Fiyat: 75,70 TL

Getiri Potansiyeli: %75

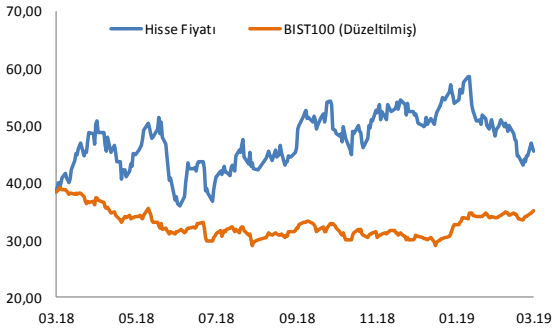
Önemli Veriler

Yurt içi enflasyon verisi – 3 Nisan 2019
ABD TDİ Verisi – 5 Nisan 2019
TCMB PPK toplantısı – 25 Nisan 2019

Özet Veriler

Hisse Kodu	KOZAL
Cari Fiyat (TL)	43,34
52H En Yüksek (TL)	59,75
52H En Düşük (TL)	35,00
Piyasa Değeri (mn TL)	6.609
Piyasa Değeri (mn USD)	1.241
Halka Açıklık Oranı (%)	30,00
Konsensus HF (TL)	74,65
Konsensus Tavsiye	%100 A / %0 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	18,9
HLY HBK (2019T)	9,84
Konsensus HBK (2019T)	9,83

Fiyat Performansı



Analist: Ayşegül Bayram
ABayram@halkyatirim.com.tr
Istanbul: +902123148730

İçindekiler

Yatırım Tezi	3
Değerleme Özeti	4
Operasyonlar	7
Finansallar & Tahminler	9

Yatırım Tezi

Türkiye'nin altın çıkaran ve işleyen ilk Türk madencilik şirketi. 2014-2015 yılları ortalamasına göre Türkiye altın üretiminin ortalama %94 gibi yüksek oranı Tüprag, Koza Altın ve Alacer tarafından gerçekleştirilirken, Koza Altın sektörde %30 pazar payı ile %41 pazar payına sahip Tüprag'ın ardında yer alıyor. Şirketin öngörülebilir dönemde sektördeki pozisyonunu koruyacağını düşünüyoruz.

Güçlü nakit pozisyonu. Şirketin 2,5 milyar TL'nin üzerindeki güçlü nakit pozisyonu yüksek faiz oranları ortamında şirkete avantaj sağlamanın beraberinde, şirket finansallarının da şoklara karşı defansif olmasını sağlıyor.

Mollakara'ya proses tesisi kurulması yönündeki haber akışları hisseyi destekleyebilir. 2018 sonu itibariyle 97.000 onsu görünür, 269.000 onsu muhtemel olmak üzere toplam 366.000 ons rezerv bulunan Mollakara maden sahasında yapılan sondajlar, bölgede bulunan cevher yatağının büyüme ve gelişme potansiyelinin çok fazla olduğuna yönelik işaretler veriyor. Ancak, proje kapsamında üretim aşamasına kısa vadede başlanmayacağı için muhafakazar kalarak üretim tahminlerimize projeyi dahil etmedik. Dolayısıyla, projenin başlaması halinde şirketin karlılığının olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.

Mevcut küresel konjonktörün şirketin operasyonel performansını desteklediğini düşünüyoruz. 2019 yılında şirketin altın üretiminin yıllık bazda %13,94 artışla 300.146 ons seviyesine yükseleceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, uluslararası piyasalarda Altın fiyatlarının Fed'in küresel büyüme endişeleri kaynaklı güvercin söylemlerinin etkisiyle 1.300 dolar/ons seviyesi civarındaki seyrini koruyacağı yönündeki genel piyasa beklentisi doğrultusunda, toplam satış gelirlerinin yıllık bazda %42,23 artış kaydederek 2,29 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, üretimdeki artışın beraberinde yüksek verimlilik seviyesinin de, şirketin dolar cinsinden ons başına nakit maliyetlerinin 2019 yılında %7,63 oranında gerilemesinde etkili olacağını düşünüyoruz. Bu bağlamda, 2019'da FAVÖK'ün yıllık %51,97 artışla 1,37 milyar TL seviyesine ulaşacağını ve böylece FAVÖK marjının da yıllık 3,83 puan artışla %59,73 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz.

Riskler. Tahminlerimizin altında gerçekleşecek altın üretimi ve satışı, dolar bazında ons altın fiyatlarında düşüş yaşanması, şirket aleyhine sonuçlanacak dava süreçleri, madencilik sektörünü olumsuz etkileyebilecek yasal düzenlemeler, Türk Lirası'nda belirgin değer kazancı modelimizde aşağı yönlü başlıca risk unsurları olarak yer alıyor.

Değerleme Özeti

Koza Altın'ın 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve Benzer Şirket çarpanları yöntemlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verdik. Benzer Şirket Karşılaştırmasında ise, yurt dışı gelişmiş ve gelişmekte olan ülke benzer şirketleri ile karşılaştırırken FD/FAVÖK çarpanında 2019 yılına %75, 2020 yılına ise %25 ağırlık verdik. Değerlememiz sonucunda , KOZAL için 12 aylık hedef piyasa değerimiz 6,60 milyar TL seviyesinde olup, hissenin şu anki fiyatına göre %75 yükseliş potansiyeli taşıyor.

Tablo 1 : Değerleme Metodolojisi

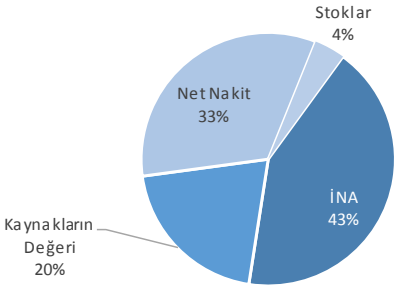
Metodoloji	Hedef Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	9.321	60%	5.592
Benzer Şirket Çarpanları	14.879	40%	5.952
12 Aylık Hedef Şirket Değeri (mn TL)			**11.544**
Piyasa Değeri (mn TL)			**6.609**
Prim Potansiyeli			**75%**
Hisse Fiyatı			43,34 TL
12 Aylık Hisse Hedef Fiyatı			**75,70 TL**

Değerleme Özeti

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimizde, şirketin 2019-2028 dönemlerinde toplam 1,77 milyon ons üretim yapacağını ve dönem sonunda mevcut muhtemel ve görünür rezervlerinin yeni rezerv eklenmeyeceği varsayımıyla biteceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, Mollakara projesi kapsamında üretim aşamasına kısa zamanda başlanmayacağından projeyi üretim tahminlerimize projeyi dahil etmiyoruz. Öte yandan, Görünür ve Muhtemel rezervler hariç (Mollakara rezervleri dahil) 1,53 milyon ons olan Görünür ve Muhtemel maden kaynaklarını ise değerleme modelimize %15 değerleme oranı ile dahil ettik. Güncel 1.315 dolar/ons seviyesindeki altın fiyatı üzerinden altın kaynaklarının değerini 1,57 milyar TL, indirgenmiş nakit akımlarının da bugünkü değerini 3,27 milyar TL olarak hesaplıyoruz. Modelimizde risksiz faiz oranı %16, hisse senedi risk primi %5,5 ve beta katsayısı 0,92, uzun vadeli FAVÖK marjı tahminimiz %60 olup, bu doğrultuda Koza Altın'ın 12 aylık hedef şirket değerini 9,32 milyar TL olarak hesaplıyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu (Mn TL)	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışlar	**968**	**1.611**	**2.291**	**2.325**	**2.478**	**1.813**	**1.273**	**1.344**	**1.419**	**1.498**	**1.581**	**1.371**
YoY	*-95%*	*66%*	*42%*	*2%*	*7%*	*-27%*	*-30%*	*6%*	*6%*	*6%*	*6%*	*-13%*
Üretim/Satış (ons)	*210.344*	*257.551*	*300.146*	*273.776*	*273.776*	*189.628*	*126.090*	*126.090*	*126.090*	*126.090*	*126.090*	*103.522*
FVÖK	**424**	**816**	**1.281**	**1.273**	**1.355**	**964**	**631**	**664**	**698**	**734**	**771**	**634**
Amortisman	92	84	87	100	113	123	132	142	153	165	177	188
FAVÖK	**516**	**900**	**1.368**	**1.373**	**1.468**	**1.088**	**764**	**806**	**851**	**899**	**949**	**822**
FAVÖK Marjı	*53,4%*	*55,9%*	*59,7%*	*59,0%*	*59,2%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*	*60,0%*
- Vergi@FVÖK	80	144	226	225	239	170	112	117	123	130	136	112
- Yatırım Harcaması	129	245	183	186	198	160	134	149	165	174	184	160
- İşletme sermayesindeki değişim	78	67	160	19	29	-71	-82	-25	18	18	20	-29
Net Nakit Akımı	229	445	798	943	1.001	829	600	565	545	576	609	580
İndirgenmiş Nakit Akımı			**690**	**673**	**590**	**404**	**241**	**188**	**150**	**131**	**114**	**90**

+ İNA Toplamı	3.268
+ Görünür & Muhtemel Kaynakların Değeri (Söğüt ve Rezervler Hariç)	1.571
- Net Borç/(Nakit)	-2.559
+ Rezerv Stoklar	301
Şirket Değeri	7.699
12 Aylık Hedef Şirket Değeri	9.321
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	**61,10 TL**



Altın Fiyatları ($/ons)	Risksiz Faiz Oranı				
	12,00%	14,00%	16,00%	18,00%	20,00%
1.258	61,00	60,40	59,90	59,60	59,30
1.278	61,50	61,00	60,50	60,10	59,90
1.300	62,20	61,60	**61,10**	60,70	60,40
1.320	62,80	62,20	61,70	61,30	61,00
1.340	63,40	62,80	62,20	61,80	61,50

Altın Fiyatları ($/ons)	Kaynakların Değerleme Oranı				
	5%	10%	15%	20%	25%
1.258	51,60	55,80	59,90	64,10	68,30
1.278	52,20	56,30	60,50	64,70	68,80
1.300	52,80	57,00	**61,10**	65,30	69,40
1.320	53,40	57,50	61,70	65,80	70,00
1.340	53,90	58,10	62,20	66,40	70,50

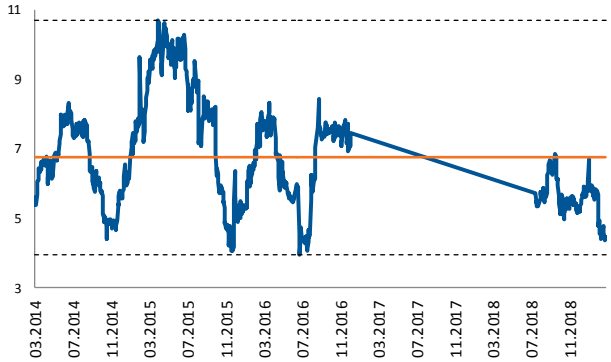
Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Reuters Konsensus Tahminleri					
	FD/FAVÖK		F/K		FD/Satışlar	
	2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T
Barrick Gold Corp	8,79	8,40	36,80	30,31	3,71	3,66
Newmont Mining Corp	8,21	8,55	29,74	28,53	2,72	2,82
AngloGold Ashanti Ltd	4,86	4,60	15,25	12,75	1,88	1,77
Goldcorp Inc	7,43	6,00	36,14	23,37	3,26	2,92
Kinross Gold Corp	5,31	5,01	33,63	26,06	1,87	1,86
Newcrest Mining Ltd	9,37	8,26	25,80	20,59	4,09	3,76
Polyus PAO	6,17	6,25	7,86	7,35	4,00	3,96
Gold Fields Ltd	4,24	3,89	19,60	16,49	1,84	1,73
Agnico Eagle Mines Ltd	12,52	9,60	75,35	38,99	5,10	4,34
Shandong Gold Mining Co Ltd	13,42	12,35	42,29	35,21	1,31	1,26
Sibanye Gold Ltd	4,23	3,63	12,60	8,76	1,01	0,90
Zijin Mining Group Co Ltd	8,99	8,35	15,96	14,45	1,10	1,04
Harmony Gold Mining Company Ltd	3,41	2,64	15,02	7,52	0,73	0,69
Polymetal International PLC	7,39	7,05	10,25	9,77	3,36	3,25
Yamana Gold Inc	6,02	5,53	28,28	17,92	2,43	2,36
KOZAL*	*2,96*	*2,95*	*4,40*	*4,06*	*1,77*	*1,74*
Medyan	**7,39**	**6,25**	**25,80**	**17,92**	**2,43**	**2,36**
Prim / İskonto	*-59,95%*	*-52,81%*	*-82,93%*	*-77,33%*	*-27,37%*	*-26,11%*
Ortalama	**7,36**	**6,67**	**26,97**	**19,87**	**2,56**	**2,42**
Prim / İskonto	*-59,77%*	*-55,79%*	*-83,67%*	*-79,56%*	*-31,00%*	*-28,08%*

Benzer şirket çarpanları analizimizde Koza Altın, FD/FAVÖK çarpanında 2019 ve 2020 yılları için benzerlerine göre sırasıyla %60 ve %53 iskontolu işlem görmektedir. 2019 ve 2020 yılları için şirket F/K ve FD/Satışlar çarpanlarına göre de sırasıyla ortalama %81 ve %29 iskontolu işlem görmektedir.

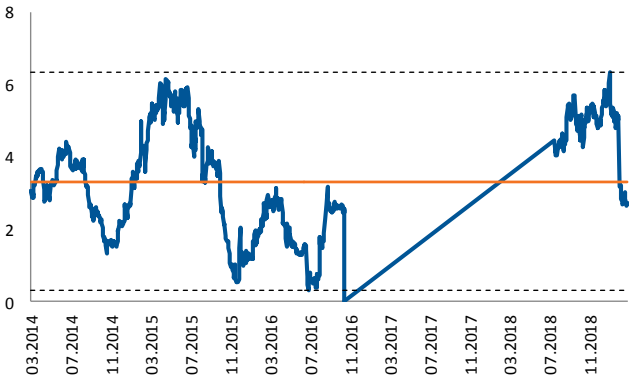
2019 yılı tahminlerimize göre KOZAL, 2,96x FD/FAVÖK çarpanı ile 5 yıllık tarihi ortalaması olan 3,33x'a göre %11,18 iskontolu işlem görmektedir. Reuters konsensus tahminine göre ise, FD/FAVÖK çarpanı 2,73x seviyesindedir.

Grafik 1 : 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



** Reuters, HLY Araştırma*

Grafik 2 : 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



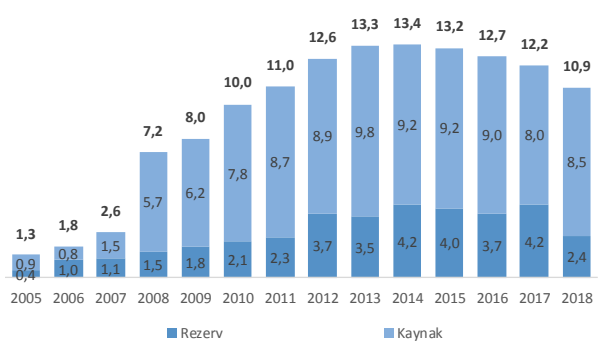
** Reuters, HLY Araştırma*

Operasyonlar

Rezervler & Kaynaklar

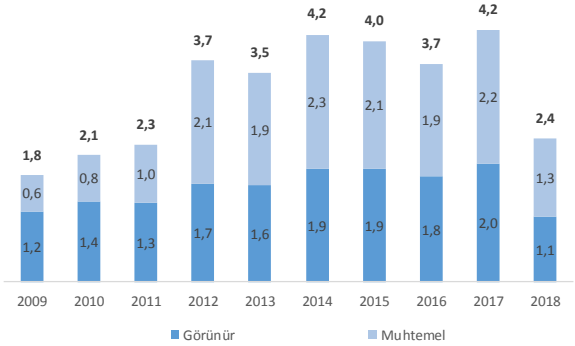
2018 yılında Koza Altın'ın görünür ve muhtemel rezervleri, hem şirketin artan üretim performansı hem de Söğüt Projesinde şirket ile Gübre Fabrikaları A.Ş. arasındaki mahkeme süreci nedeniyle sözleşmenin feshedilmesi ve madenin hukuki süreç sonuçlanıncaya kadar değerlemeye alınmayacak olması sebebiyle, yıllık bazda %42,86 düşüş kaydederek 2,4 milyon ons seviyesine geriledi.

Grafik 3: Rezervler ve Kaynaklar (milyon ons)



** Şirket, HLY Araştırma*

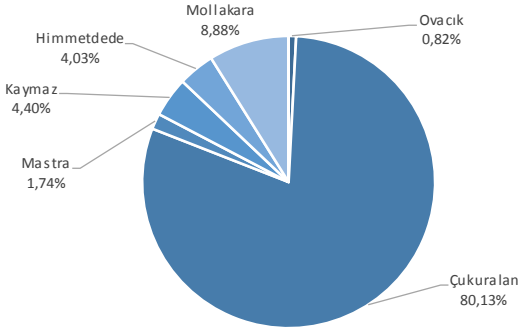
Grafik 4: Rezervlerin Dağılımı (milyon ons)



** Şirket, HLY Araştırma*

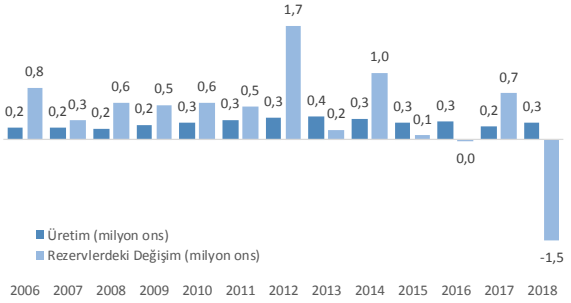
Çukuralan madeni görünür rezervlerin dağılımında 875.000 ons ve %80,13 pay ile en fazla paya sahip konumda yer alırken, Çukuralan'ı 97.000 ons ve %8,88 oran ile Mollakara madeni takip ediyor. Ovacık madeni ise 9.000 ons ile toplam rezervler içerisinde en az paya sahip maden olarak yer alıyor. Toplam rezervlerin ekonomik değeri 1.300 dolar/ons altın fiyatı üzerinden hesaplandığında görünür rezervler 1,43 milyar dolar, muhtemel rezervler 1,72 milyar dolar olmak üzere toplam 3,15 milyar dolar seviyesindedir.

Grafik 5: Görünür Rezervlerin Dağılımı 2018



** Şirket, HLY Araştırma*

Grafik 6: Üretim ve Rezervlerdeki Değişim



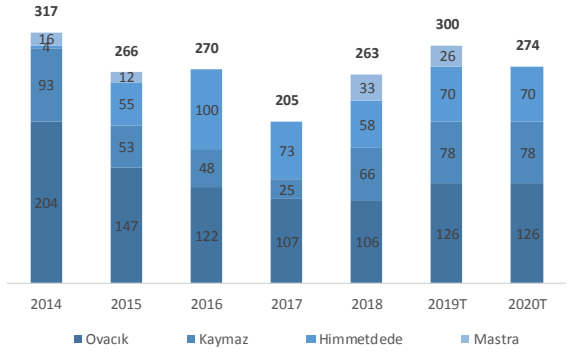
** Şirket, HLY Araştırma*

Operasyonlar

Üretim

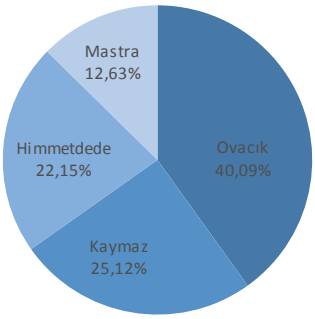
2018 yılında Mastra tesisinde tekrar üretimin başlaması ve Kaymaz tesisinin tam kapasite ile çalışmaya başlaması sonucunda altın üretimi bu dönemde %28,56 artış göstererek 263.435 ons seviyesinde gerçekleşti. Ancak 2019 yılında, Mastra rezervinin tükenecek olması sebebiyle üretimin bu tesiste %20,77 düşüş kaydedeceğini öngörüyoruz. Öte yandan, geçen yıl tam kapasite faaliyete geçerek yıllık bazda %164,98 artışla 66.180 ons altın üretimi yapılan Kaymaz tesisinde, üretimin 2019 yılında rezervlerdeki azalışın etkisiyle %17,34 artarak 77.658 bin ons seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Ovacık ve Himmetdede tesislerinde ise toplam üretim 2018 yılında bir önceki yıla göre %8,87 düşüş kaydederek 163.971 ons seviyesinde gerçekleşti. Ancak geçen yıl bu tesislerde yapılan verimliliği artırıcı yatırımlar sonucunda toplam üretimin 2019 yılında yıllık bazda %19,61 artışla 196.118 ons seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, Koza Altın'ın toplam altın üretiminin 2019'da %13,94 artışla 300.146 ons seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ancak, 2020-2028 arası dönemde rezervlerdeki azalışın etkisiyle üretimin yıllık bazda ortalama %10,10 düşüş kaydedeceğini düşünüyoruz.

Grafik 7: Altın Üretimi Dağılımı (000 ons)



** Şirket, HLY Araştırma*

Grafik 8: Altın Üretimi Dağılımı 2018



** Şirket, HLY Araştırma*

Finansallar & Tahminler

Satış Gelirleri

2018 yılında hem şirketin üretimindeki %28,56 artışla bağlantılı olarak ons bazında altın satışının %22,44 yükselmesinin beraberinde TL'nin dolar karşısında %32,60 değer kaybetmesi ve uluslararası piyasalarda altın fiyatlarının yıllık bazda yüksek seyrini korumasının etkisiyle altın satış gelirleri bir önceki yıla göre %66,26 artışla 1,60 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.

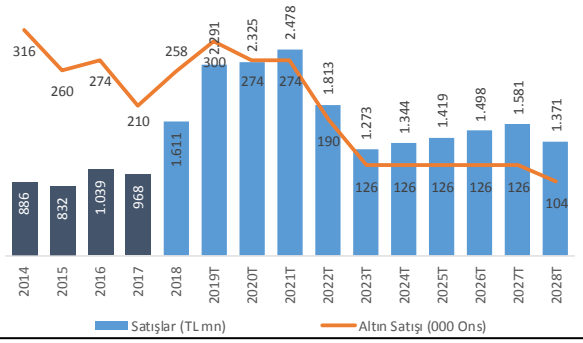
Şirketin satış gelirlerinin %0,58'ini oluşturan gümüş satış gelirleri ise bu dönemde uluslararası piyasalarda gümüş fiyatlarının %7,96 değer kaybetmesine karşın, şirketin gümüş üretiminin yıllık bazda %91,26 artmasına ek olarak USDTRY paritesindeki yükseliş sonucunda yıllık bazda %108,89 artışla 9,4 milyon TL seviyesine yükseldi.

2019 yılında ons bazında altın satışlarının büyük ölçüde üretimde kaydedilmesini beklediğimiz %13,94 artışın etkisiyle %16,54 yükselmesini bekliyoruz. Bununla beraber, bu dönemde TL'nin dolar karşısında %20,66 değer kaybedeceğini öngörüyoruz. Altın fiyatlarının ise 1.300 dolar/ons seviyesi civarındaki seyrini sürdüreceği modelimiz dahilinde bulunuyor. Bu bağlamda, altın satış gelirlerinin 2019 yılında %44,42 artış kaydederek 2,28 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Tahmin aralığımızın geri kalan sürecinde ise zamanla şirketin altın rezervlerinin tükenecek olması sonucunda ons bazında altın üretimi azalacağından, altın satış gelirlerinin yıllık ortalama %4,40 düşüş kaydederek 2028 yılında 1,36 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz.

Gümüş tarafında ise tahmin periyodumuz boyunca üretimin yıllık ortalama %7,02 gerileyeceğini ve bu doğrultuda 2028'de şirketin 51.733 adet ons gümüş üreteceğini tahmin ediyoruz. Gümüş fiyatlarının 15,7 dolar/ons seviyesindeki seyrini sürdüreceği modelimiz dahilinde bulunuyor. USDTRY paritesinin ise tahmin sürecimiz boyunca yıllık ortalama %7,55 yükseliş kaydedeceğini düşünüyoruz. Altın üretiminde gümüş, yan ürün olarak elde edildiğinden, zaman içerisinde altın üretim miktarında görülecek düşüş, gümüş üretimine de yansıyacaktır. Bu doğrultuda, ons bazında gümüş satımından elde edilen gelirlerin 2019 yılında %29,25 artışla 12,15 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Tahmin periyodumuzun geri kalan döneminde ise, gümüş satışından elde edilen gelirlerin yıllık bazda ortalama %3,41 düşüş kaydetmesini bekliyoruz. Bu bağlamda, gümüş satışından elde edilen gelirlerin 2028 yılında 8,22 milyon TL olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Bu doğrultuda, Koza Altın'ın toplam satış gelirlerinin 2019 yılında yıllık bazda %42,23 artışla 2,29 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2020-2028 döneminde ise rezervlerdeki azalışın üretim miktarına yansımasıyla toplam satış gelirlerinin yıllık ortalama %4,40 gerileyeceğini ve tahmin sürecimizin sonunda 1,37 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Grafik 9: Satış Gelirleri (mn TL)



** Şirket, HLY Araştırma*

Finansallar & Tahminler

Giderler

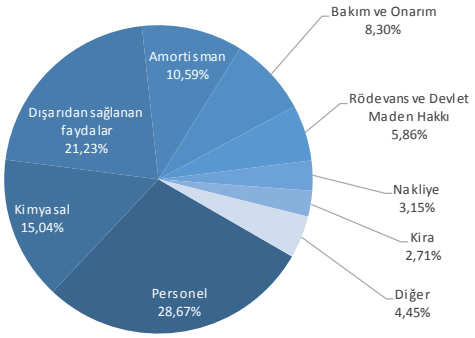
Kimyasallar ve diğer malzeme giderleri, bakım-onarım giderleri, nakliye giderleri ve rödevans ve maden hakkı giderleri, şirketin dolar bazlı gider kalemlerini oluşturarak toplam maliyetlerin yaklaşık %35'ine denk geliyor. Bu bağlamda, şirketin toplam maliyet kalemlerinin ağırlıklı olarak TL bazlı maliyet kalemlerinden oluşması şirket için doğal hedge imkanı sağlıyor.

2018 yılında şirketin toplam nakit giderleri yıllık bazda %57,4 artış kaydederek 710,23 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Bu yükselişte genel olarak maliyet dağılımında yüksek paylara sahip olan personel, kimyasal ve malzeme giderleri, dışardan sağlanan faydalar giderlerinde yaşanan artışlar etkili oldu. TL bazlı maliyet kalemlerinden olan personel giderleri, bu dönemde şirketin çalışan sayısındaki artışın etkisiyle önceki yıla göre %60 artış kaydederek 227,75 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Kimyasal ve malzeme giderleri ise siyanür ve kireç fiyatlarındaki artışın yanı sıra yıl boyunca USDTRY paritesindeki %32,60 yükselişin etkisiyle %36,63 artış kaydederek 119,49 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Toplam giderlerin %21'ini oluşturan dışardan sağlanan faydalar kalemi ise bu dönemde %108,12 artışla 168,65 milyon TL seviyesine yükseldi.

Öte yandan, şirketin dolar bazında ons başına nakit maliyetleri, hem 2018 yılında TL'nin dolar karşısında yaşadığı değer kaybı hem de bu dönemde şirketin üretiminde görülen artış sonucunda 2017 yılındaki 585 dolar seviyesinden 564 dolar seviyesine geriledi. 2019 yılında üretimdeki artışa ek olarak makroekonomik tahminlerimiz kapsamında USDTRY paritesinde öngördüğümüz ılımlı yükselişin etkisiyle dolar bazında ons başına nakit maliyetlerin yıllık bazda %7,63 azalarak 526 dolar seviyesinde gerçekleşeceğini düşünüyoruz. 2020 yılında ise üretimde yaşanacağını tahmin ettiğimiz azalışın etkisiyle dolar bazında ons başına nakit maliyetlerin 2019 yılına göre %1,68 artışla 535 dolar seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz.

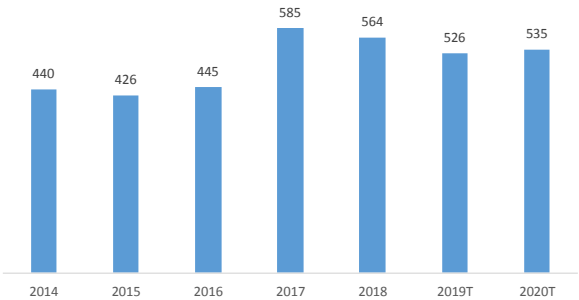
Şirketin benzerlerine kıyasla hem yüksek tenörlü rezervlere sahip olması, hem de maliyetlerinin ağırlıklı olarak TL bazında olması sayesinde şirketin ons bazında nakit maliyetleri küresel rakiplerine göre daha düşük kalıyor.

Grafik 10: Giderlerin Dağılımı (2018)



** Şirket, HLY Araştırma*

Grafik 11: Nakit Maliyet ($/ons)



** Şirket, HLY Araştırma*

Finansallar & Tahminler

FAVÖK

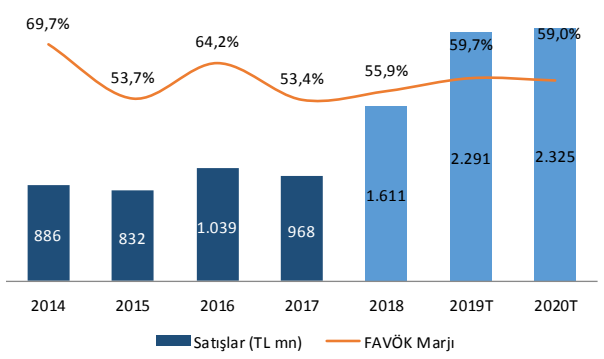
2018 yılında şirketin artan üretimi ve uluslararası piyasalarda altın fiyatlarının Fed'in güvercin söylemleri ve küresel büyüme endişeleri sebebiyle güç kazanmasının şirket gelirleri üzerinde yarattığı pozitif etkinin beraberinde USDTRY paritesinde görülen yükseliş sonucunda şirketin dolar bazında ons başına nakit maliyetlerinin azalmasıyla FAVÖK yıllık bazda %74,35 artış kaydederek 900 milyon TL seviyesine yükseldi. Bu doğrultuda, FAVÖK marjı da önceki yıla göre 2,53 puan yükselerek %55,90 olarak gerçekleşti. Üretimde görülecek olan artışın paralelinde ons bazında satılan altın miktarının da artacağı yönündeki varsayımımıza ek olarak, makroekonomik tahminlerimiz doğrultusunda şirketin satış gelirlerinde yaşanacak artış ve dolar bazında nakit maliyetlerde görülecek düşüş sonucunda 2019 yılında FAVÖK'ün %51,97 artışla 1,37 milyar TL seviyesine ulaşacağını ve böylece FAVÖK marjının da 3,83 puan artışla %59,73 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Ancak 2020 yılından itibaren rezervlerde görülecek olan azalış paralelinde üretimde yaşanacak düşüş sebebiyle satış gelirlerinde yavaşlamanın belirginleşecek olması ve dolar bazında nakit maliyetlerin de üretimde görülecek azalışın paralelinde %1,68 artacak olması sonucunda FAVÖK'ün bu dönemde yıllık bazda %0,35 oranında hafif artış kaydedeceğini ve FAVÖK marjının da 0,68 puan azalarak %59'a gerileyeceğini düşünüyoruz.

Net Kar

Operasyonel olmayan tarafta, yatırım faaliyetlerinden gelirler kalemi 2018 yılında yıllık bazda %182,42 artış kaydederek 612,20 milyon TL seviyesine yükseldi. Bu artışta, şirketin faiz gelirlerindeki %72,87'lik yükseliş ve kambiyo karlarının 26,15 milyon TL seviyesinden 286,37 milyon TL seviyesine çıkması etkili oldu. Büyük ölçüde kur farkı gelirlerinden oluşan net finansman gelirleri kalemi de bu dönemde net kur farkı gelirlerinin yıllık bazda %511,20 artış kaydetmesiyle 2,11 milyon TL seviyesinden 13,88 milyon TL seviyesine yükseldi. Böylece 2018 yılında şirketin net karı, operasyonel performanstaki güçlenmenin de desteğiyle yıllık bazda 532 milyon TL'den 1,17 milyar TL seviyesine artış gösterdi. Bu bağlamda, şirketin net kar marjı 17,91 puan yükselişle %54,97'den %72,88'e çıktı.

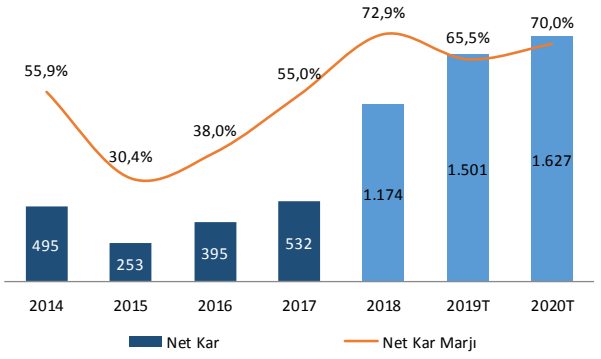
2019 yılında operasyonel performansın güçlü seyrini sürdüreceği yönündeki düşüncemize rağmen faiz gelirlerinin bu dönemde net kara katkısının azalacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, net karın yıllık bazda artış hızının %27,85 seviyesine düşeceğini ve bu bağlamda net kar marjının %65,50 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. 2020 yılından itibaren ise şirketin güçlü FAVÖK marjının beraberinde makroekonomik tahminlerimiz ışığında, karlılığının faiz ve kur gelirlerinin artan katkısı ile destekleneceğine inanıyoruz.

Grafik 12: Satışlar & FAVÖK Marjı



* Şirket, HLY Araştırma

Grafik 13: Net Kar & Marj



* Şirket, HLY Araştırma

Finansallar & Tahminler

KOZAL Finansallar ve Tahminler (TL mn)	2015	2016	2017	2018	2019T	2020T
Net Satışlar	**832**	**1.039**	**968**	**1.611**	**2.291**	**2.325**
SMMM+Faal.Giderleri (Nakit)	-385	-372	-451	-710	-923	-952
FAVÖK	**447**	**666**	**516**	**900**	**1.368**	**1.373**
Amortisman	-139	-72	-92	-84	-87	-100
FVÖK	**308**	**595**	**424**	**816**	**1.281**	**1.273**
Finansal gelir/gider (net)	124	62	2	14	114	88
Diğer gelir/gider (net)	-120	-62	229	596	427	615
VÖK	**312**	**594**	**656**	**1.426**	**1.823**	**1.976**
Vergi	-59	-199	-124	-252	-322	-349
Net Kar/Zarar	**253**	**395**	**532**	**1.174**	**1.501**	**1.627**
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	**253**	**395**	**532**	**1.174**	**1.501**	**1.627**
Toplam Aktifler	2.114	2.635	3.127	4.336	5.910	7.543
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.017	1.541	1.813	2.559	3.701	5.179
Maddi Duran Varlıklar	495	450	467	673	771	860
Stoklar	144	131	210	307	489	510
Toplam Borç	13	0	0	0	0	0
Özkaynaklar	1.950	2.349	2.815	3.988	5.491	7.121
Piyasa Değeri	1.873	2.492	5.826	6.609	6.609	6.609
Net Borç/ (Net Nakit)	-1.004	-1.541	-1.813	-2.559	-3.701	-5.179
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Firma Değeri	869	951	4.013	4.051	2.908	1.430

Finansallar & Tahminler

Marjlar	2015	2016	2017	2018	2019T	2020T
FAVÖK	53,7	64,2	53,4	55,9	59,7	59,0
FVÖK	37,0	57,2	43,9	50,7	55,9	54,8
VÖK	37,5	57,2	67,8	88,5	79,6	85,0
Net Kar	30,4	38,0	55,0	72,9	65,5	70,0
Amortisman	16,7	6,9	9,5	5,2	3,8	4,3
Stoklar	17,3	12,6	21,7	19,1	21,4	21,9
SMMM+Faal.Giderleri (Nakit)	46,3	35,8	46,6	44,1	40,3	41,0
Finansal gelir/gider (net)	14,9	5,9	0,2	0,9	5,0	3,8
Kaynak maliyeti (net)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Karlılık Göstergeleri (%)	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019T**	**2020T**
Aktif devir hızı	39,3	39,4	30,9	37,1	38,8	30,8
Aktif karlılığı	12,0	15,0	17,0	27,1	25,4	21,6
Özkaynak karlılığı	13,0	16,8	18,9	29,4	27,3	22,8
Kaldıraç	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019T**	**2020T**
Borç/Aktifler	0,6x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Borç/Özsermaye	0,7x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Net Borç/Özsermaye	-0,5x	-0,7x	-0,6x	-0,6x	-0,7x	-0,7x
Net Borç/FAVÖK	-2,2x	-2,3x	-3,5x	-2,8x	-2,7x	-3,8x
Oranlar ve Çarpanlar	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019T**	**2020T**
Hisse Başı Kar (TL)	1,66	2,59	3,49	7,70	9,84	10,67
Hisse Başı Temettü (TL)	0,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	12,78	15,40	18,46	26,15	36,01	46,69
Hisse Başı Nakit Akışı (TL)	2,58	4,11	2,54	2,92	5,24	6,18
Temettü Verimi (%)	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Karlılık Verimi (%)	3,8	6,0	8,0	17,8	22,7	24,6
Nakit Akışı Verimi (%)	6,0	9,5	5,9	6,7	12,1	14,3
FD/Satışlar	4,9x	3,9x	4,2x	2,5x	1,8x	1,7x
FD/FAVÖK	9,1x	6,1x	7,8x	4,5x	3,0x	2,9x
F/Nakit Akışı	16,8x	10,5x	17,0x	14,9x	8,3x	7,0x
F/K	26,1x	16,7x	12,4x	5,6x	4,4x	4,1x
PD/DD	3,4x	2,8x	2,3x	1,7x	1,2x	0,9x

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL	: %20 ve üzeri artış	**TUT**	: %0 ile %20 aralığında artış	**SAT**	: %0'ın altında azalış

KÜNYE

Banu KIVCI TOKALI
Araştırma Direktörü
BTokali@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 88

İlknur HAYIR TURHAN
Yönetmen
ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 85

Abdullah DEMİRER
Uzman
ADemirer@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 24

Ayşegül BAYRAM
Uzman
ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

Uğur BOZKURT
Uzman Yardımcısı
UBozkurt@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.

DOĞRU KARAR
Bugünün doğru kararı geleceğin kazancı