Koza Altın (KOZAL TI)

Düşük satış hacmi operasyonel performansı baskıladı

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	106.60	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	149.68
Piyasa Değeri (TL / US$ mn)	16,257 / 1,706	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	45 / 2
Halka Açıklık Oranı	29	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	392.2

UFRS - TL milyon	3Ç21	3Ç20	Yıllık Δ	2Ç21	Çeyreklik Δ	YKY	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar	891	894	-0.3%	1,122	-20.6%	1,060	998
VAFÖK	570	620	-8.0%	613	-7.1%	562	533
Net Kar	522	583	-10.5%	683	-23.6%	650	615
VAFÖK Marjı	64.0%	69.4%	-5.4 pp	54.7%	9.3 pp	53.0%	53.4%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

3Ç21 Sonuçları

- KOZAL 3Ç21 finansallarında 522 milyon TL net kar açıkladı. Bu rakam hem piyasa beklentisi olan 615 milyon TL'den hem de bizim tahminimiz olan 650 milyon TL'den çok daha düşük gerçekleşti. Bizim tahminimizden sapmanın ana nedeni beklentilerimizden daha düşük gerçekleşen üretim rakamı ve bu durumun marjlar üzerinde yarattığı baskı oldu. KOZAL 9A21 finansallarıyla birlikte yapılan bağışlarla ilgili giderleri genel yönetim giderleri kaleminin altından diğer giderlerin altına alarak yeniden sınıflandırdı. Bu da yıllık bazda VAFÖK karşılaştırmasını (9A21 dipnotlarında ilgili giderlere dair detayların bulunmamasından dolayı) olanaksız hale getirdi.

- Satışlar 3Ç21'de 891 milyon TL olurken beklentilerin altında kaldı (YKYt: 1,1 milyar TL, piyasa beklentisi: 1 milyar TL). Bizim beklentimizden daha düşük gelmesinin ana seebi ise üretim rakamındaki sapma oldu. KOZAL 3Ç21'de 57,4 bin ons üretim yaparken bizim beklentimiz 65 bin ons (3Ç20: 60,2 bin ons) olacağı yönündeydi. Satış hacmindeki bu zayıflığa rağmen altın fiyatlarının TL bazında sergilediği yükseliş sayesinde satışlar yıllık bazda yatay kaldı.

- Bağışları içermeyen birim nakit maliyetlerin 3Ç21'de 1Y21'e benzer şekilde ons başına 770 dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyorduk. Ancak gerçekleşen rakam 842 dolar düzeyinde oldu. Böylece 3Ç21'de açıklanan (bağışları içermeyen) VAFÖK 570 milyon TL olurken bizim (bağışları içermene) VAFÖK tahminimiz 602 milyon TL düzeyindeydi. Bu zayıflığın ana nedeni üretim rakamındaki sapma olarak gözüküyor. Özellikle brüt kar marjı 3Ç20'ye göre 9 puan düşerken bizim tahminimizin de 6 puan altında kaldı. Böylece 9A21'deki birim nakit maliyetler de 1Y21'deki ons başına 775 dolar olan düzeyinden 795 seviyesine yükseldi.

- 3Ç21'deki VAFÖK performansı görece zayıf olsa da net işletme sermayesinde önemli bir değişim olmaması ve yatırım harcamalarının 112 milyon TL düzeyinde kalması sayesinde şirketin 9A21 itibariyle net nakit tutarı bir önceki çeyrekteki seviyesi olan 7,2 milyar TL'den 7,6 milyar TL'ye yükseldi. 9A21 itibariyle bilançoda taşınan net nakit KOZAL'ın mevcut piyasa değerinin yaklaşık %47'sine denk geliyor ki bu da hisseye ciddi bir defansif yapı kazandırıyor.

- Grubun diğer şirketleri KOZAA ve IPEKE de 3Ç21 sonuçlarını açıkladı. KOZAA 3Ç21'de 196 milyon TL (3Ç20: 219 milyon TL), IPEKE ise 104 milyon TL (3Ç20: 115 milyon TL) net kar açıkladı. KOZAL'daki payları nispetinde bu şirketlerin net karında da göreceli zayıf bir performans söz konusu oldu.

- Beklentilerin altında kalan üretim rakamının yol açtığı zayıf sonuçların hisse üzerinde kısa vadeli bir baskı oluşturma ihtimali bulunuyor. Ancak üretimde çeyreksel sapmalar şirket açısından zaman zaman yaşanabilen bir durum. Dolayısıyla orta uzun vadeli bir bozulmaya işaret ettiğini söylemek güç. Öte yandan hissenin geldiği seviyeler bir çok olumsuzluğun da fiyatlandığına işaret ediyor. 2022 tahminlerimizle hisse 5,0 F/K ve 1,7 FD/VAFÖK gibi cazip olarak nitelendirilebilecek çarpanlardan işlem görüyor. Dolayısıyla hisse için orta uzun vadeli olumlu görüşümüzü koruyoruz ve AL önerimizi muhafaza ediyoruz.

Behlül Kataş, CFA
behlul.katas@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 8366

KOZAL TI - Koza Altın İşletmeleri - Açıklanan Finansallar (UFRS; TLmn)

Gelir Tablosu	3Ç21	3Ç20	Y/Y Δ	9A21	9A20	Y/Y Δ	2Ç21	Q/Q Δ
Net Satışlar	**891**	**894**	**0%**	**2,861**	**2,311**	**24%**	**1,122**	**-21%**
Satışların Maliyeti	-346	-264	31%	-971	-738	32%	-290	19%
BRÜT KAR (ZARAR)	**544**	**629**	**-13%**	**1,891**	**1,573**	**20%**	**831**	**-35%**
Faaliyet Giderleri	-12	-91	-87%	-414	-227	83%	-264	-96%
Operasyonel Kar	**533**	**538**	**-1%**	**1,476**	**1,346**	**10%**	**567**	**-6%**
VAFÖK	**570**	**620**	**-8%**	**1,597**	**1,514**	**5%**	**613**	**-7%**
Net Diğer Gelirler	-155	56	n.m.	-117	54	n.m.	9	n.m.
Net Yatırım Gelirleri	326	151	116%	1,110	467	138%	361	-10%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Net Finansal Gelirler / Giderler	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-182	-162	12%	-603	-420	43%	-255	-29%
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Azınlık Payları	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Net Kar	**522**	**583**	**-10%**	**1,867**	**1,447**	**29%**	**683**	**-24%**
Marjlar								
Brüt	61.1%	70.4%	-9.3 pp	66.1%	68.1%	-2.0 pp	74.1%	-13.0 pp
VAFÖK	**64.0%**	**69.4%**	**-5.4 pp**	**55.8%**	**65.5%**	**-9.7 pp**	**54.7%**	**9.3 pp**
Operasyonel	59.8%	60.2%	-0.4 pp	51.6%	58.2%	-6.7 pp	50.6%	9.2 pp
Efektif Vergi Oranı	48.2%	27.2%	20.9 pp	44.3%	30.0%	14.3 pp	44.2%	4.0 pp
Net	**58.6%**	**65.3%**	**-6.7 pp**	**65.2%**	**62.6%**	**2.6 pp**	**60.9%**	**-2.3 pp**

Bilanço	Eyl.21	Ara.20	Δ
Nakit ve Benzerleri	7,618	5,922	29%
Finansal Borçlar (*)	49	14	241%
Net Borç	**-7,569**	**-5,908**	**28%**
Ticari Alacaklar	1	0	n.m.
Stoklar	473	406	16%
Ticari Borçlar	131	104	26%
Duran Varlıklar	2,337	1,973	18%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	209	203	3%
Toplam Varlıklar	**10,491**	**8,381**	**25%**
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	**9,432**	**7,564**	**25%**

Nakit Akım Tablosu	Ocak-Eyl21	Ocak-Eyl20	Δ
Serbest Nakit Akım	67	207	-68%
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	190	285	-33%
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-123	-78	58%

Finansal Rasyolar	Eyl.21	Ara.20	Δ
Borç / Özkaynak	0.5%	0.2%	0.3 pp
Alacak Gün Sayısı	0	0	0
Stok Gün Sayısı	133	126	7
Ticari Borç Gün Sayısı	37	32	5
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	96	94	2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (: UFRS 16 kapsamında operasyonel kira borçları dahil)*

KOZAA TI - Koza Anadolu Metal - Açıklanan Finansallar (UFRS; TLmn)

Gelir Tablosu	3Ç21	3Ç20	Y/Y Δ	9A21	9A20	Y/Y Δ	2Ç21	Q/Q Δ
Net Satışlar	**925**	**911**	**1%**	**2,965**	**2,366**	**25%**	**1,163**	**-21%**
Satışların Maliyeti	-402	-287	40%	-1,084	-805	35%	-322	25%
BRÜT KAR (ZARAR)	**523**	**624**	**-16%**	**1,881**	**1,562**	**20%**	**841**	**-38%**
Faaliyet Giderleri	-24	-96	-75%	-444	-252	76%	-273	-91%
Operasyonel Kar	**499**	**528**	**-6%**	**1,437**	**1,310**	**10%**	**568**	**-12%**
VAFÖK	**555**	**614**	**-10%**	**1,583**	**1,491**	**6%**	**618**	**-10%**
Net Diğer Gelirler	-164	23	n.m.	-60	15	n.m.	103	n.m.
Net Yatırım Gelirleri	330	152	118%	1,189	473	152%	355	-7%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Net Finansal Gelirler / Giderler	-5	-0	n.m.	-5	-0	n.m.	0	n.m.
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-179	-162	11%	-613	-422	45%	-269	-33%
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	n.m.
Azınlık Payları	-284	-322	-12%	-1,030	-800	29%	-378	-25%
Net Kar	**196**	**219**	**-10%**	**918**	**575**	**60%**	**379**	**-48%**
Marjlar								
Brüt	56.6%	68.5%	-11.9 pp	63.4%	66.0%	-2.6 pp	72.3%	-15.7 pp
VAFÖK	**60.1%**	**67.4%**	**-7.3 pp**	**53.4%**	**63.0%**	**-9.6 pp**	**53.2%**	**6.9 pp**
Operasyonel	54.0%	58.0%	-4.0 pp	48.5%	55.3%	-6.9 pp	48.8%	5.1 pp
Efektif Vergi Oranı	54.4%	29.4%	25.0 pp	44.7%	31.9%	12.8 pp	40.0%	14.4 pp
Net	**21.2%**	**24.0%**	**-2.8 pp**	**31.0%**	**24.3%**	**6.7 pp**	**32.6%**	**-11.4 pp**

Bilanço	Eyl.21	Ara.20	Δ
Nakit ve Benzerleri	7,897	6,188	28%
Finansal Borçlar (*)	49	15	213%
Net Borç	**-7,848**	**-6,173**	**27%**
Ticari Alacaklar	29	21	40%
Stoklar	498	423	18%
Ticari Borçlar	150	110	36%
Duran Varlıklar	2,337	1,631	43%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	216	209	3%
Toplam Varlıklar	**10,848**	**8,637**	**26%**
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	**4,490**	**3,571**	**26%**

Nakit Akım Tablosu	Ocak-Eyl21	Ocak-Eyl20	Δ
Serbest Nakit Akım	105	196	-46%
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	466	308	51%
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-361	-112	223%

Finansal Rasyolar	Eyl.21	Ara.20	Δ
Borç / Özkaynak	1.1%	0.4%	0.6 pp
Alacak Gün Sayısı	3	2	0
Stok Gün Sayısı	125	122	3
Ticari Borç Gün Sayısı	38	32	6
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	90	93	-2

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (: UFRS 16 kapsamında operasyonel kira borçları dahil)*

ÇEKİNCE:

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 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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.