

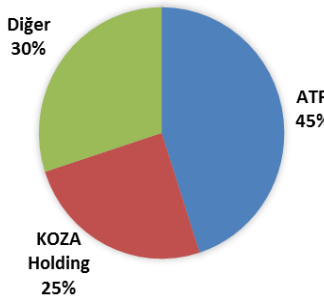
ÖZET BİLGİLER

Koza Altın İşletmeleri A.Ş., ABD merkezli Newmont Mining şirketinin sahip olduğu ve Bergama Ovacık'ta faaliyet gösteren Eurogold Madencilik şirketini 2005 yılında 45 milyon US\$'a satın alarak altın üretim faaliyetlerine başlamıştır. Şirket, 2010 yılında Dünya'nın en büyük madencilik şirketleri arasında yer alan ve çeşitli ülkelerde faaliyet gösteren Newmont Mining Corporation'a ait olan Newmont Altın Madencilik Ltd.'yi 8 milyon US\$'a tamamını satın almıştır. Satın alım ile beraber toplam 63 adet ruhsat sahası, tüm altın projeleri ve Türkiye altın araştırma faaliyetlerinin verileri ile Türkiye'nin en önemli altın üretici şirketi haline gelmiştir. 31 Haziran 2018 itibarı ile şirket Türkiye Genelinde çeşitli bölgelerde dağılmış 52 işletme ve 165 arama ruhsatına sahiptir. 2018 yılı ilk 6 aylık dönemde 123.631 ons altın üretmiş olup yaklaşık 644 milyon TL gelir elde etmiştir.

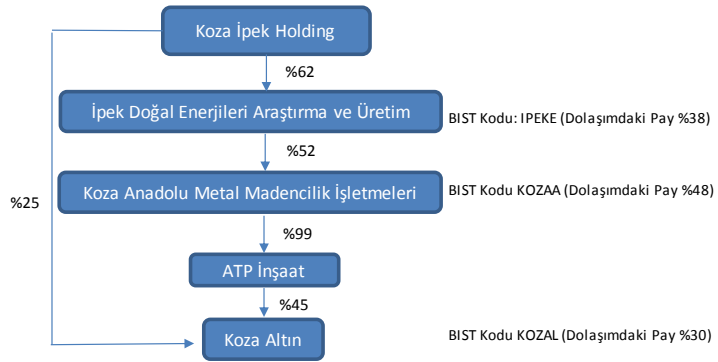
Şirketin %25'lik kısmına ana şirket Koza İpek Holding ve %45'i hissenin diğer grup şirketi ATP İnşaat sahip olup %30'u halka açık olarak BIST'te işlem görmektedir. Koza İpek Grubu'nun 22 şirketine 25 Ekim 2015 tarihinde kayyum atanarak Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmiştir, Koza Altın bu şirketlerden biridir.

Grup Ortaklık Yapısı

Koza Altın Ortaklık Yapısı



Koza Altın Grup Ortaklık Yapısı



Kaynak : Koza Altın Haziran 2018 Faaliyet Raporu, Matris

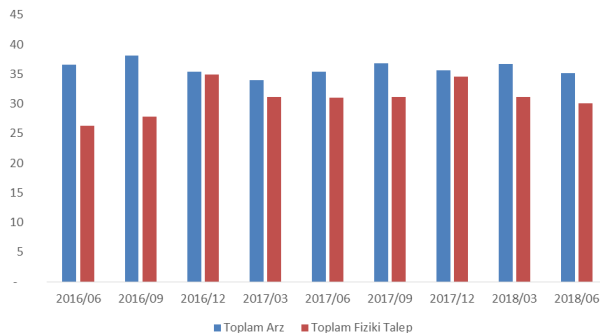
Not : Koza İpek Holding %25 ve iştirakleri vasıtasıyla %15 olmak üzere toplamda %40'ına sahiptir.

TÜRKİYE VE DÜNYADA ALTIN ÜRETİMİ SEKTÖRÜ

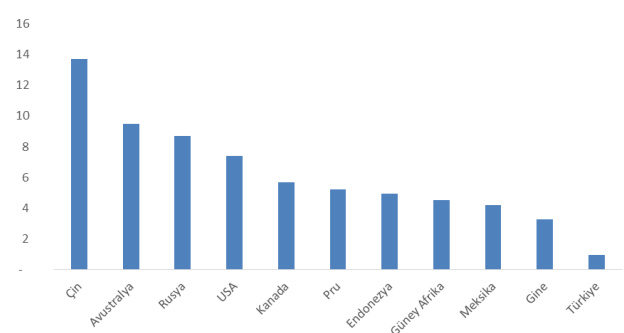
Dünya'da altın madenciliği ağırlıklı olarak Avusturya, Güney Afrika, Kanada, Rusya, ABD, Meksika, Peru ve Çin tarafından gerçekleştirilmektedir. Dünya altın üretimi çeyreklik olarak 2011'den beri incelediğimizde ortalamada yaklaşık 140 milyon ons'u bulmaktadır. Ülkelerin maden kaynakları zenginliğinin hesaplanmasında birkaç yöntem kullanılmaktadır. Bunlardan biri olan rezerv payına göre hesaplandığında Türkiye'nin dünya payı içinde %2'lik altın rezervine sahiptir ve son yıllarda yıllık üretimi yaklaşık 2017 verilerine göre 700 bin ons miktardadır. Ayrıca yapılan çalışmalarda ülkemizde yaklaşık çıkarılabilecek altın miktarının yaklaşık 21 milyon ons olduğu belirlenmiştir. Bu zerre rağmen yılda ülkemizde çıkarılan altın miktar yaklaşık 800 bin ons civarı ve ithal edilen rakam ise yaklaşık 9 milyon ons'tur.

Kaynak : MKA, Koza Altın Haziran 2018 Faaliyet Raporu

Dünya Altın Arz/Talep Miktarı (milyon ons)



En Fazla Altın Üretimi Yapan Ülkeler ve Türkiye (milyon ons)



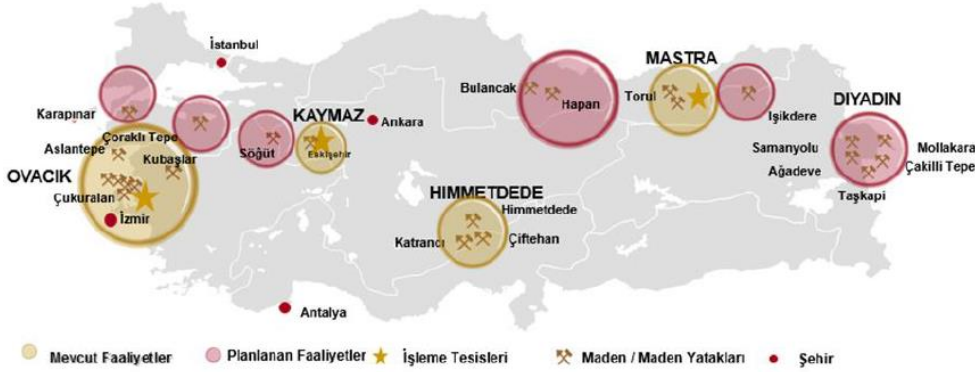
Kaynak : USfunds, Thomson Reuters Gfms Gold Survey 2018

ÜRETİM VE İŞLETME TESİSLERİ

Genel Bakış

Koza Altın, 2018 itibari ile bünyesinde 7 adet üretim faaliyeti yürüten madeni bulunmaktadır. Şirketin yeraltı madenlerinden biri Ovacık'ta, açık ocak ve bir diğer maden işletmesi Çukuralan'da, Kaymaz'da açık ocak işletmesi, Himmetdede'de açık ocak işletmesi ve Mastra'da açık ocak ile beraber bir diğer yeraltı maden işletmesi faaliyetlerine devam etmektedir. Bunun dışında fizibilite aşamasında olan Ağrı bölgesinde ve Orta Anadolu'da projeler bulunmaktadır. Şirketin 14 projesi arama ve inceleme faaliyetlerini neredeyse tamamlanmış olması ve birçok projenin hedef arama sahaları tanımlanmış durumdadır. Ayrıca şirket mevcut kurulu olan madenlerinde arama alanlarını genişleterek kaynaklarını arttırmaya ayrıca önem vermektedirler.

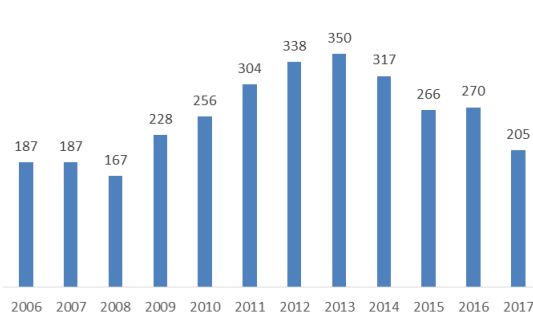
Şirketin Mevcut Faaliyet Alanları



Kaynak : Koza Altın Haziran 2018 Faaliyet Raporu

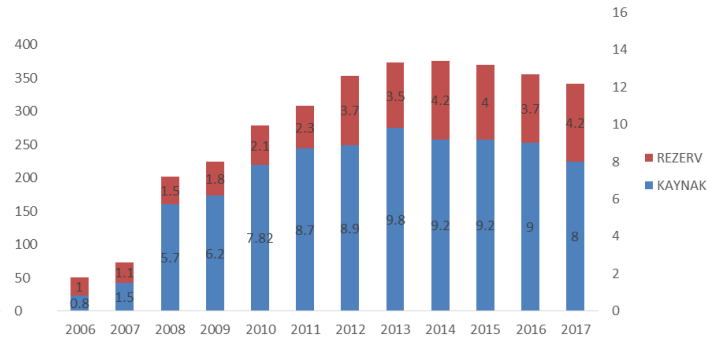
Şirket, 2005 yılından 2017 yıl sonu dönemine kadar gösterdiği faaliyetlerde olası (görünür, muhtemel ve mümkün kaynak) kaynak miktarlarını 1,3 milyon ons'tan 12,2 milyon ons'a ve gerçekleşen (kanıtlanmış ve muhtemel rezerv) rezerv miktarını da 0,4 milyon ons'tan 4,2 milyon ons'a çıkarmıştır. Ayrıca şirket yıl içinde olası kaynağını arttırmak için 8 sondaj ekipmanı kullanmayı planlamaktadır. Bu kaynakların ölçümü global ölçüde faaliyet gösteren SRK firması tarafından düzenli olarak denetlenmektedir. Koza Altın üretim olarak 2018 Ocak-Mart döneminde altın üretimi 46.351 ons olarak gerçekleşmiş ve son yıllardaki altın üretimini şirket yaklaşık 350 bin ile 200 bin ons bandında gerçekleştirmiştir. Türkiye yıllık üretimi ile karşılaştığımızda neredeyse ülkenin büyük kısmı altın üretimini Koza altın gerçekleştirmektedir. Ayrıca şirket madenlerinin bazılarında gümüş çıkarımı da yapmaktadır.

Koza Yıllık Altın Üretimi (Bin Ons)



Kaynak : Koza Altın Haziran 2018 Faaliyet Raporu

Yıllık Kaynak ve Rezerv Değişimi (Milyon Ons)



MADENCİLİK İŞLETMELERİ VE ÜRETİM

Ovacık ve Çukuralan (Tesis ve Maden)

Şirketin İzmir'e yakın Ege Bölgesi içindeki üretim tesisidir. Mevcut işletmeye 2021'e kadar ömür biçmektedirler ancak mevcut sondaj çalışmaları ile bu ömrü daha uzatmaya yönelik şirketin çalışmaları mevcuttur. Bu Ovacık madeninden ortalama ton başına (tenör) 0.21 ons altın çıkarılmakta olup ayrıca 0.08 ons gümüş çıkarılmaktadır. Ayrıca Ovacık tesisinde bu yılın 6 aylık döneminde yaklaşık 53 bin ons altın üretimi ve 21 bin ons gümüş üretimi yapılmıştır. Çukuralan tesisi yine Ovacık bölgesinde olup, çıkarılan cevherler Ovacık tesisine taşınmaktadır. Madenden ortalama ton başına 0.22 ons altın ve 0.08 ons gümüş çıkarımı yapılmaktadır.

Kaymaz (Tesis ve Maden)

Ankara'nın 150 km mesafesinde bulunan Kaymaz madeni 2011 ilk çeyreğinde üretime başlamıştır ve tam kapasite devam etmektedir. Kaymaz tesisinde 4 açık ocak bulunmakta olup bunlardan Damdamca ve Kızılağıl ocaklarında üretim tamamlanmış olup diğer Mainzone ve Mermerlik ocaklarında üretim devam etmektedir. Mevcut işletmede kapasite azalması sebebile kapasite artışı çalışmaları devam etmekte olup, 2018 yılı içinde devreye alınması planlanmaktadır. Mevcut madenden ton başına 0.10 ons altın ve 0.11 ons gümüş çıkarılmaktadır. Kaymaz Tesis'i bünyesinde 2018 yılı 6 aylık dönemde yaklaşık 34 bin ons altın ve 23 bin ons gümüş üretimi yapılmıştır.

Himmetdede (Tesis ve Maden)

Kayseri bölgesine yakın olan işletme tesisi, diğer tesislerin aksine arazi koşulları, lojistik koşulları için diğer bölgelere nazaran daha uygun bir bölgede bulunmaktadır. Maden faaliyetlerinden ton başına 0.02 ons altın çıkarımı ve tesis bünyesinde 2018 yılı 6 aylık dönemde yaklaşık 21 bin ons altın üretimi yapılmıştır.

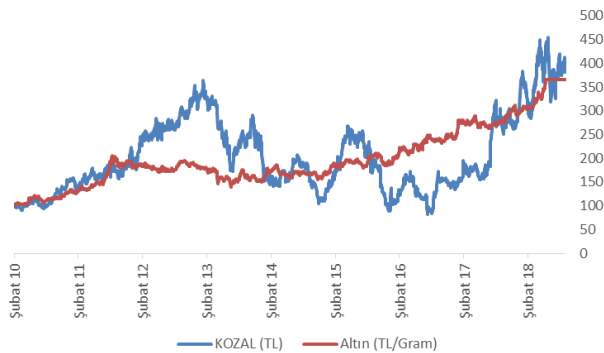
Mastra (Tesis ve Maden)

Doğu Karadeniz Gümüşhane bölgesinde yer alan işletme tesisi 2011 yılında faaliyetlerini tamamlamış olup, 2012 yılı içerisinde ikinci yeraltı bölgesinde üretim faaliyetlerine başlamıştır. Tesisin kapasitesi yaklaşık aylık 43 bin ton'dur. Bürokratik izin sorunları ile zaman zaman faaliyetlerini durduran işletme tesisi Haziran ve Ekim 2017 döneminde maden Mart 2018 döneminde ise tesis bazında tekrar üretime başlamıştır. Maden faaliyetlerinden ton başına 0.15 ons altın ve 0.11 ons gümüş çıkarılmaktadır. Tesis bazında ise 2018 ilk 6 aylık döneminde 13 bin ons altın 6 bin ons gümüş üretimi yapılmıştır.

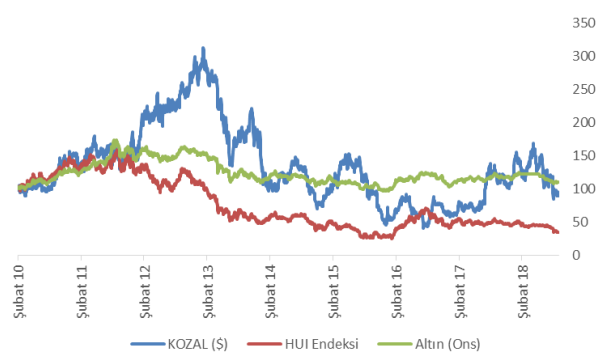
Koza Altın Hisse Fiyatı, Altın Fiyatları ve Global Altın Üretici Şirket Hisse Fiyat Endeksi ile Karşılaştırma

KOZAL US\$ bazlı hisse fiyatına 2010 yılından itibaren 100'den başlatıp relatif performans ölçümü yaptık. Gram altına göre yüksek pozitif korelasyona sahip olup aynı yönde performans göstermiştir. Koza Altın dolar bazında hisse fiyatlarının ons altın ve global altın üretici şirketlerinden oluşan HUI Hisse Endeksi ile karşılaştırdığımızda daha iyi performans gösterdiği görülmüştür.

KOZAL (TL bazında), Altın (Gram) karşılaştırması



KOZAL (Dolar bazında), Altın (Ons) ve HUI Endeksi karşılaştırması



DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Koza Altın, 2018 Haziran dönemi sonunda 122 milyon \$ net gelir açıklamıştır. Buna göre şirket için yıl sonu beklentilerimiz 264 milyon \$ net kar açıklaması yönündedir. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışında benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda primli işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 9.77 \$ (58.59 TL) olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon \$)	2018 Tahmini Net Kar (milyon \$)	Koza Altın	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	1065	264	4.03	9.27	2447	9.77	58.59

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 Haziran döneminde 92 milyon \$ FAVÖK açıklamış olup, yıl sonu beklentimiz 213 milyon \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK Koza Altın'ın 2.89x ve global benzer şirketler ortalaması 3.82x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 24% primli olmakla beraber tahmini piyasa değerini 1263 milyon \$ ve tahmini hisse değerinin ise 8.28 \$ (49.70 TL) olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon \$)	2018 FAVÖK Tahmini (milyon \$)	Koza Altın	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	616	213	2.89	3.82	1263	8.28	49.70

Satışlara Göre Değerleme

2018 Haziran sonu itibariyle 158 milyon \$ ciro yapmış olan şirket için 2018 sonu ciro beklentimiz yaklaşık 325 milyon \$ seviyelerindedir. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 1.90x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %37 primli ve tahmini hisse değerini ise 5.89 \$ (35.33TL) bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon \$)	2018 Satışlar Tahmini (milyon \$)	Koza Altın	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	616	325	1.90	1.38	898	5.89	35.33

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin defter değeri yaklaşık 719 milyon \$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %38 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 5.06\$ (30.37 TL) olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon \$)	Defter Değeri	Koza Altın	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon \$)	Tahmini Hisse Başı Değer (\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	1065	767	1.24	0.90	772	5.06	30.37

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri \$	Ciro \$	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Barrick Gold	11,950	7,720	9.27	3.02	1.38	0.76	Kanada
Newmonth Mining	16,250	7,260	11.87	3.88	1.49	0.90	ABD
Anglo Gold Ashanti	3,500	34,117	8.67	3.82	1.20	1.26	Güney Afrika
Goldcorp	9,030	3,360	9.65	5.33	2.06	0.38	Kanada
Newcrest	10,739	3,560	44.70	6.10	2.64	1.21	Avustralya
Glencore	32,449	25,940	4.31	3.31	0.20	54.78	İsviçre
Kinross Gold Corp	3,670	2,645	5.68	2.11	0.79	0.47	Kanada
Koza Altın	869	325	8.72	7.94	4.33	2.06	Türkiye
Medyan			9.27	3.82	1.38	0.90	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyon\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme (BIST Sınai Ortalama ile)	4.03	9.27	2447.28	9.77	58.59
Satışlara Göre Değerleme	2.89	3.82	1263.09	8.28	49.70
FAVÖK'e göre değerlendirme	1.90	1.38	897.93	5.89	35.33
Defter Değerine Göre Değerleme	1.24	0.90	1263.09	5.06	30.37
Ortalama					43.50
Hisse Kapanış Fiyatı					45.18
Potansiyel (Yön-%)				Düşüş	-4%

Varsayımlar

*USD/TRY kuru 6.00 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 17/09/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 45.18 üzerinden alınmıştır.

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (\$mn)	2017	2018/06	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tahmini Satış Hacmi (Bin Ons)			250	275	285	300	325	350	350	350	350	350	350
Tahmini Altın Fiyatı (\$/Ons)			1,300	1,282	1,264	1,247	1,230	1,213	1,196	1,179	1,145	1,132	1,118
Toplam Gelirler	265	158	325	353	360	374	400	425	419	413	401	396	391
Operasyonel Gelirler	124	83	173	188	192	199	213	226	223	220	213	211	208
FAVÖK	141	92	213	231	236	245	262	278	274	270	262	259	256
Vergi			38	41	42	44	47	50	49	48	47	46	46
Net Çalışma Sermayesi			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)			10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			241	262	268	279	298	318	313	308	299	296	292
İskonto Faktörü			1	1	2	2	2	2	3	3	4	4	5
İndirgenmiş Nakit Akım			209	197	174	157	146	134	115	98	82	70	60
Nihai Büyüme													2,0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													518
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													1,442
Şirket Değeri													1,959
Net Borç (-)													630
Özsermaye Değeri													2,589
Piyasa Değeri													1,094
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													136,7%
İşlem Fiyatı (TL) (17/09/2018)													45,18
Hedef Fiyat (TL)													106,94

Varsayımlar *Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %7,5 alınmıştır.
*Kapanış Fiyatı 17/09/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 45,18 üzerinden hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %
Global Benzer Şirketler	43,50	-4%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	106,94	137%
Ortalama Hedef Fiyat %50-50	75,22	66%

Varsayımlar *Kapanış Fiyatı 17/09/2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 45,18 üzerinden alınmıştır.

Sonuç

Koza Altın için iki ayrı değerlendirme yöntemi uygulanmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirket rasyo karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler Kanada, Amerika, Güney Afrika gibi çeşitli ülkelerin benzer madencilik şirketleri olup, Koza Altın'ı benzer rakip rasyo karşılaştırma yönteminde bu ülkelerdeki çeşitli şirketleri baz aldık. Bu iki değerlendirme yöntemine %50'şer ağırlık verilmiş olup, olması gereken ortalama fiyatı 75,22 TL (%66 yükseliş potansiyeli) olarak hesaplamaktayız. Şirket 17/09/2018 kapanışına göre 45,18 TL den işlem görmektedir. Koza Altın, satışlarını dolar cinsinden yapması nedeni ile TL'nin değer kaybından olumlu etkilenen şirketlerden biridir. Şirketin nakit pozisyonunun yaklaşık olarak yakın oranlarda TL ve döviz cinsi oluşu yüksek TL faizi ve TL'nin değer kaybı ortamında ekstra finansal gelir elde etmesine olanak sağlamaktadır. Şirketle yapılan görüşmemiz çerçevesinde şirketin gelecek dönemde üretim miktarını arttırabilecek potansiyele sahip olmasını şirketin diğer bir avantajı olarak düşünmekteyiz. Altının global fiyat artışlarında şirket bu avantajdan yararlanabilecek konumdadır. Koza Altın hisse fiyatı ile altın fiyatları arasında yüksek korelasyon nedeniyle gram altına alternatif yatırım aracı olarak düşünülebilir. Söz konusu değerlememize ilişkin şirket ve sektör bazında riskler olarak ise global altın fiyatlarında olası güçlü bir düşüş, çevresel ve hukuksal faktörlere bağlı olası izin ve faaliyet belgelerinde aksamaların şirket karlılığını olumsuz yönde etkileyebilmesi ve şirket sahipliği konusunda olası belirsizlikleri söyleyebiliriz.

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon \$	2016	2017	2018 Yılısonu Tahmini	2017 2Q	2018 2Q
Toplam Gelirler	344	265	325	136	158
Toplam Giderler	-147	265	-115	-65	-75
Operasyonel Gelirler	197	124	210	71	83
FAVÖK	221	141	213	79	92
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	-21	53	124	26	25
Net Finansal Gelirler	20	11	0	-4	46
Vergi Öncesi Net Kar	197	188	334	93	155
Vergi	66	37	70	19	32
Net Kar/Zarar	131	151	264	74	122
Marjlar					
Faaliyet Kar Marjı	57,2%	46,8%	64,6%	52,3%	52,8%
FAVÖK Marjı	64,2%	53,2%	65,5%	58,3%	57,9%
Net Kar Marjı	38,0%	57,1%	81,2%	54,6%	77,4%
Bilanço Büyüklükleri					
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	13	245	181	0	158
Net Nakit	436	476	552	490	449
Özsermaye	665	739	767	746	719
Ödenmiş Sermaye	43	40	38	43	33

Kaynak : Koza Altın, Alan Yatırım



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. 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 belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.