

CVK MADEN İŞLETMELERİ SAN. VE TİC. A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

CVK Krom Maden Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla madencilik alanında faaliyet göstermek üzere 2006 kurulmuş olan Şirket, 2011 yılı itibarıyla mevcut CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanını kullanmaya başlamıştır. Madencilik alanında hizmet vermekte olan Şirket'in ana faaliyet konusu; krom, mermer, traverten, kurşun, çinko, bakır ve manyezit cevherlerinin üretilmesi, pazarlaması ve satışlarıdır. Şirket, aynı zamanda, belirlemiş olduğu maden lisanslarını almak ve portföyünde bulunan maden lisanslarını satmak konusunda da faaliyet göstermektedir. Şirket krom madenciliğinde sektörün önde gelen üreticilerden olan Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. unvanlı şirketin %86,20'lik payını 2020 yılında satın alırken, 2022 yılında ise kalan paylarını satın almıştır.

Şirketin, Çanakkale (iki adet), İzmir ve Balıkesir'de toplam 5.892 Ha ruhsat alanına sahip kurşun-çinko sahası, Balıkesir'de 1.5622 Ha ruhsat alanına sahip altın-gümüş sahası bulunmaktadır. Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu yetkililerince 2021 yılının Eylül ayında hazırlanan "Maden Rezerv Raporu"na göre; altın-gümüş rezerv sahasında görünür altın rezervi 264,620 ons olarak tespit edilmiştir. Şirket'in öte yandan bağlı ortaklığı Hayri Ögelman Madencilik A.Ş.'nin Bursa'da 8 ve Kütahya ve Tunceli'de birer olmak üzere 10 adet sahip olduğu ve işletmekte olduğu krom madeni bulunmaktadır.

Ürünler

Kurşun Cevheri: Doğada nabit (doğal) olarak bulunabilen metaller arasında yer alır. Kurşunun başlıca kullanım alanları arasında akü imalatı, radyasyon yalıtımı, mühimmat üretimi, çeşitli alaşımlar ve benzin katkısı gösterilebilir. Maden üretim faaliyetleri sonucu elde edilen kurşun ve çinko konsantrelerinin, tamamı ihraç edilmekle beraber, sanayi ve endüstride çok geniş bir kullanım alanına sahiptir.

Krom Cevheri: Metalurji, kimya ve refrakter sanayinin temel elementlerinden biridir. Şirket'in faaliyet gösterdiği madencilik alanında ürettiği krom cevheri, dünyanın önde gelen ve tercih edilen krom cevherlerinden biridir. Paslanmaz çelik üretiminin bir alt basamağı olan ferrokrom üretiminde kullanılacak ham maddenin, tenör ve rasyolarının belirli bir düzeye çekilmesinde aktif rol oynamaktadır.

Çinko Cevheri: Kırılgan bir metal elementtir. Düşük kaynama sıcaklığı dikkat çekicidir. Bu değer özellikle pirometalurjik metal üretiminde çok belirleyicidir. Çinko, diğer metaller ile birlikte kolay alaşım yapılabilmesi ve kimyasal yönden aktif olabilmesi de mümkün olması nedeniyle, diğer belli başlı madenlerin göstermiş olduğu özelliklerdeki gibi çeliği sağlamlaştırmakta önemli bir yer tutmaktadır.

Altın ve Gümüş Madeni: Şirket'in Balıkesir-İvrindi bölgesinde devam eden arama çalışmalarının yanı sıra Balıkesir-Sarıalan bölgesinde kısmi rezerv tespiti tamamlanmış altın ve gümüş madeni lisansı bulunmaktadır. Altın faaliyetleri ile ilgili resmi yükümlülükler yerine getirilmiş, yatırımlara başlanmış olup 2025 yılından itibaren altın üretim madeninin faaliyete geçirilmesi planlanmaktadır.

Net satış gelirlerinin kırılımına aşağıdaki tablolarda yer verilmiştir:

Net Satışlar (TL)	2020		2012		2022	
Krom	112.088.812	61,7%	183.384.625	63,3%	735.180.753	76,0%
Çinko	10.259.849	5,6%	37.008.702	12,8%	76.506.337	7,9%
Kurşun	9.694.118	5,3%	16.010.930	5,5%	59.506.157	6,2%
Manyezit	485.717	0,3%	522.516	0,2%	296.610	0,0%
Diğer (*)	49.195.433	27,1%	52.682.642	18,2%	95.553.393	9,9%
Toplam Satış Gelirleri	181.723.929	100,0%	289.609.415	100,0%	967.043.250	100,0%

*Rödovans gelirleri ve 2020 yılında maden ruhsat satışı gerçekleşmiştir.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay halka arzı kapsamında Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 35.000.000 TL'den 42.000.000 TL'ye artırılması suretiyle ihraç edilecek 7.000.000 TL nominal değerli ve mevcut ortaklardan Begüm ÇEVİK'e ait 1.400.000 TL nominal değerli B grubu payların satışı gerçekleştirilecektir. Bu payların satılması halinde halka açıklık oranı %20,0 seviyesinde olacaktır.

Şirket'in ortaklık yapısına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Hüseyin Çevik	33.600.000	96,00%	33.600.000	80,00%
Begüm Çevik	1.400.000	4,00%	0	0,00%
Halka Açık Kısım	-	-	8.400.000	20,00%
Toplam	35.000.000	100,0%	42.000.000	100,0%

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Pay halka arzı "Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı" şeklinde ve "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmamaktadır.

Söz konusu pay halka arzında pay başına halka arz fiyatı 105,00 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 882.000.000 TL seviyesinde olacaktır.

Pay Halka Arzı Hakkında Bilgiler	
Halka Arz Edilen Şirket	CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BİST İşlem Kodu	CVKMD
Halka Arz Fiyatı	105,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış - (Mükerrer Talep Kontrolü)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	35.000.000
Halka Arz Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye (TL)	42.000.000
Halka Arz Edilen Paylar	Sermaye Artışı: 7.000.000 TL Nominal - Ortak Satışı: 1.400.000 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	882.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	4.410.000.000

Tahsisat Grupları	Şirket Çalışanları - %5 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - %70 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - %15 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - %10
Tahsisat Grupları Açıklaması	Yurt içi bireysel yatırımcılar ve şirket çalışanları tarafından iletilen talepler taramadan geçirilerek mükerrer talepler ve en yüksek miktarlı talep dışındaki talepleri iptal edilecektir.
Dağıtım	Şirket Çalışanları ve Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: Eşit Dağıtım Yurt İçi ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: Şirket Tarafından Karar Verilecek
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmamaktadır.
Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri	Sermaye artırımından elde edilecek fonun özetle; • %30'unun Maden Lisanslarının alımında ve işletme sermayesi olarak • %70'inin Maden Ruhsatı şirket adına kayıtlı Balıkesir Sarıalan bölgesindeki altın madeni sahasında kurulacak olan üretim tesisinin finansmanında kullanılması planlanmaktadır.
Talep Toplama Tarihleri	06 - 07 Nisan 2023 (Perşembe - Cuma)

Değerlendirme

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin KAP'ta Yayınlanmış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

CVK Maden İşletmeleri pay halka arz fiyatının tespiti için Tera Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme çalışması yapılırken; Pazar Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda; Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak Çarpan Analizi ve Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi kullanılmıştır. Maliyet yaklaşımı ise, Şirket'in maden çıkarma faaliyetlerinde bulunması, değerlemeye esas teşkil edecek düzeyde ürün yıpranma paylarının olmaması ve çıkarılan madenin işlenmesinin şirket içerisinde gerçekleştirilmeyecek olması nedeniyle değerlemede kullanılmamıştır.

Şirket'in pay halka arzı öncesi değeri; Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Piyasada sıklıkla tercih edilen değerlendirme yaklaşımlarından biri olan Pazar Yaklaşımı; değerlendirilecek varlığın gösterge niteliğindeki değerinin, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle belirlenmesine olanak sağlar. Pazar Yaklaşımı'nda, değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik gösteren varlıkların aktif olarak işlem görmesi gerekmektedir. Değerlemesi yapılacak Şirket'e benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti ve halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edilen bir yöntem olması nedenlerinden dolayı Pazar Yaklaşımı'nın amacına uygun bir değerlendirme yöntemi olduğu düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında Fiyat / Kazanç (F / K), Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD) çarpanları kullanılmıştır.

CVK Maden İşletmeleri için yapılan Çarpan Analizi değerlemesinde, Şirket'in faaliyet gösterdiği madencilik sektöründeki yurt içindeki ve yurt dışındaki benzer şirketler göz önünde bulundurulmuş ayrıca yurt içinde maden işlenmesi konusunda faaliyet gösteren benzer şirketler değerlendirilmiştir.

Karşılaştırılabilir benzer şirketler seçilirken arasında F / K çarpanı 30'un üzerindeki, FD / FAVÖK çarpanı 25'in üzerindeki ve PD / DD çarpanı 5'in üzerindeki değerler uç değer niteliği taşıması nedeniyle dikkate alınmamıştır.

Benzer şirketlerin piyasa verileri 03/03/2023 tarihinde Rasyonet ve 08/03/2023 tarihinde Bloomberg veri terminallerinden elde edilen çarpan değeri hesaplamasında şirket çarpanlarının medyan değeri dikkate alınmıştır.

Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler

Şirket Finansalları (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Net Satışlar	181.723.929	289.609.415	967.043.250
FAVÖK	61.971.006	102.665.266	481.804.225
Ana Ortaklık Net Karı	27.530.637	39.315.743	329.175.824
Net Borç	12.289.827	-17.242.103	36.946.515
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	190.128.701	384.090.560	700.828.804

Değerlemede kullanılan Şirket'in Net Satışlar, FAVÖK, Net Kar, Net Borç ve Özkaynak değerleri için 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli konsolide finansal tablolar ve bağımsız denetçi raporu finansal verileri kaynak oluşturmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Madencilik sektörü yurt içi benzer şirketlere ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Madencilik)	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD / Satışlar	Piyasa Değeri (PD), (mn TL)
Altınyaz Madencilik ve Enerji	7,05	2,65	97,73	14,70	1.149
İpek Doğal Enerji	9,26	2,62	0,83	-0,42	7.949
Koza Madencilik	10,20	2,53	1,95	1,00	18.658
Koza Altın	16,69	5,65	18,87	9,95	82.899
Park Elek. Madencilik	5,24	2,08	22,82	15,76	2.567
Medyan (Uç Değerler Hariç)	9,26	2,58	10,41		

* 03/03/2023

Yurt içinde faaliyet gösteren madencilik sektörü benzer şirketlerinin F / K çarpanına %50 oranında, FD / FAVÖK çarpanına %25 oranında ve PD / DD çarpanına %25 oranında ağırlık verilerek yurt içi madencilik sektörü benzer şirket çarpanlarına göre Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri 3.219.901.475 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Madencilik)	31.12.2022 *	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
F / K	3.048.168.130	50%	1.524.084.065
FD / FAVÖK	4.978.635.468	25%	1.244.658.867
PD / DD	1.804.634.170	25%	451.158.543
TOPLAM			3.219.901.475

* Uç değerler hariç medyana göre

Metal ana sanayi yurt içi benzer şirketlere ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Metal Ana)	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD / Satışlar	Piyasa Değeri (PD), (mn TL)
BMS Çelik Hasır	9,58	2,69	7,17	0,67	557
BMS Birleşik Metal	10,99	2,25	10,12	1,39	1.498
Burçelik	20,87	4,48	12,45	2,03	386
Burçelik Vana	142,26	15,54	44,13	5,69	229
Çelik Halat	145,35	48,17	22,38	1,08	1.346
Çemaş Döküm	3,35	1,11	12,18	1,52	1.487
Çemtaş	5,27	2,67	5,33	1,48	4.782
Döktaş Dökümcülük	69,57	3,13	23,82	1,66	7.225
Erciyas Çelik Boru	121,77	5,04	30,41	3,48	8.904
Ereğli Demir Çelik	8,55	1,33	6,29	1,31	144.620
İskenderun Demir Çelik	22,05	2,86	15,04	2,48	96.744
İzmir Demir Çelik	18,84	5,26	4,39	0,69	7.425
Kocaer Çelik	15,32	3,51	7,96	1,33	11.698
Kardemir (A)	11,26	2,14	26,41	4,17	19.789
Kardemir (B)	10,48	1,99	52,99	8,36	19.789
Kardemir (D)	11,02	2,09	8,23	1,30	19.789
Sarkuysan	12,35	5,68	9,91	0,62	11.216
Tuççelik	10,03	1,82	12,83	2,13	904
Yükselen Çelik	8,17	3,29	7,04	1,28	1.328
Medyan (Uç Değerler Hariç)	10,48	2,19	8,23		

Yurt içinde faaliyet gösteren metal ana sanayi benzer şirketlerinin F / K çarpanına %50 oranında, FD / FAVÖK çarpanına %25 oranında ve PD / DD çarpanına %25 oranında ağırlık verilerek yurt içi metal ana sanayi benzer şirket çarpanlarına göre Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri 3.090.706.059 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Metal Ana)	31.12.2022 *	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
F / K	3.448.271.494	50%	1.724.135.747
FD / FAVÖK	3.928.173.744	25%	982.043.436
PD / DD	1.538.107.506	25%	384.526.877
TOPLAM			3.090.706.059

* Uç değerler hariç medyana göre

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Madencilik sektörü yurt dışı benzer şirketlere ilişkin veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Madencilik)	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD / Satışlar	Piyasa Değeri (PD), (mn USD)
Pan Amer Silver	26,80	1,50	5,40	2,40	3.693
Buenaventura-Con	1,50	0,80	7,40	2,50	2.023
Yintai Gold-A	29,40	3,00	10,70	3,80	4.843
Shengda Resour-A	24,20	3,40	12,90	4,20	1.383
Shandong Humor-A	24,90	1,60	17,00	0,30	1.857
Industrias Penol	26,20	1,20	5,50	1,20	6.042
Zimplats Holding	5,60	1,00	4,00	1,20	1.995
China Nonferro-A	35,77	2,10	20,60	2,00	1.411
Medyan (Uç Değerler Hariç)	24,91	1,46	7,39		

Yurt dışında faaliyet gösteren madencilik sektörü benzer şirketlerinin F / K çarpanına %25 oranında, FD / FAVÖK çarpanına %50 oranında ve PD / DD çarpanına %25 oranında ağırlık verilerek yurt dışı madencilik sektörü benzer şirket çarpanlarına göre Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri 4.067.650.819 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Madencilik)	31.12.2022 *	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
F / K	8.199.115.715	25%	2.049.778.929
FD / FAVÖK	3.523.586.708	50%	1.761.793.354
PD / DD	1.024.314.145	25%	256.078.536
TOPLAM			4.067.650.819

* Uç değerler hariç medyana göre

Yurt içi madencilik sektörü benzer şirket çarpanlarına göre Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri'ne %30 oranında, yurt içi metal ana sanayi benzer şirket çarpanlarına göre Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri'ne %20 oranında ve yurt dışı madencilik sektörü benzer şirket çarpanlarına göre Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri'ne %50 oranında ağırlık verilerek Şirket'in Çarpan Analizi yöntemine göre Şirket Değeri 3.617.937.064 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Değerleme Sonucu	Hesaplanan Değer	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler (Madencilik)	3.219.901.475	30%	965.970.442
Yurt İçi Benzer Şirketler (Metal Ana)	3.090.706.059	20%	618.141.212
Yurt Dışı Benzer Şirketler (Madencilik)	4.067.650.819	50%	2.033.825.410
TOPLAM			3.617.937.064

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Değerlenecek varlığın gösterge niteliğindeki değerinin, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesiyle belirlenmesini sağlayan Gelir Yaklaşımı'nda değerlendirilecek varlığın değeri; yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerinden tespit edilir. Bu kapsamda kullanılan yöntem; tahmini nakit akımlarını değerlendirme gününe indirgeyerek varlığın bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır.

Bu yaklaşım kapsamında; varlığın gelecekte yaratabileceği gelirin miktarı ve zamanlaması belirsizdir ve değerlemeyi gerçekleştiren kişinin tahminlerine dayanmaktadır. Şirket tarafından sağlanan 2023-2027 yıllarına yönelik finansal tahminler analiz edilerek İNA Analizi değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir.

Bu yöntemle Şirket Değeri; gelecekte elde edilebileceği tahmin edilen nakit akımlarının, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip net finansal borç tutarı düşülerek hesaplanmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Tablosu	
Risksiz Faiz Oranı (Türkiye 10 yıl)	17,5%
Risk Primi (5 yıldan 30 yıla)	1,0%
Hisse Risk Primi	6,0%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	24,5%
Borç Maliyeti	22,5%
Vergi Oranı	20,0%
Borç / Sermaye + Borç	13,4%
Sermaye / Borç + Borç	86,6%
Sonsuz Büyüme Oranı	5,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	23,6%

İNA Analizi değerlemesinde şu hususlar varsayılmıştır:

Gelecek beş yıllık dönem esas alınarak Türk Lirası cinsinden projeksiyona dayanan İNA Analizi'nde risksiz faiz oranı olarak %17,5 sabit kabul edilmiştir. Hisse risk primi %, Beta 1, sonsuz büyüme oranı %5 ve vergi oranı ise %20 olarak alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir.

İNA Projeksiyonu (TL)	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T
Net Satışlar	1.175.124.572	1.904.674.233	3.172.078.613	4.576.082.937	5.969.862.560
Yıllık Büyüme	22,0%	62,1%	66,5%	44,3%	30,5%
Satışların Maliyeti	543.812.286	-907.649.616	-1.506.564.771	-2.176.867.903	-2.838.641.326
Brüt Kâr	631.312.286	997.024.616	1.665.513.843	2.399.215.034	3.131.221.234
Faaliyet Gideri	-163.017.231	-295.506.212	-397.935.695	-536.624.481	650.253.706
FVÖK	468.295.055	701.518.405	1.267.578.148	1.862.590.553	2.480.967.528
Net Satışlara Oranı	39,9%	36,8%	40,0%	40,7%	41,6%
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi	93.659.011	140.303.681	253.515.630	372.518.111	496.193.506
Vergi Sonrası Net Faaliyet Kârı	374.636.044	561.214.724	1.014.062.518	1.490.072.443	1.984.774.023
Azınlık Hakları	-4.259.612	-6.381.011	-11.529.891	-16.942.124	-22.566.881
Yatırım Harcamaları	-308.006.250	-264.823.774	-236.540.595	-191.819.331	-150.398.494
Amortisman	64.581.975	77.862.135	89.106.112	98.697.078	106.217.003
Net İşletme Sermayesi Değişimi	10.248.573	-79.942.089	-137.061.866	-152.208.944	-150.900.577
Serbest Nakit Akışı (SNA)	137.200.730	287.929.985	718.036.279	1.227.799.123	1.767.125.074
SNA Bugünkü Değeri	111.020.166	188.528.839	380.436.990	526.391.803	613.048.083
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	1.855.481.328				
SNA Bugünkü Değerleri Toplamı	1.819.425.881				
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	3.464.143.170				
Firma Değeri	5.283.569.051				
Nakit	72.703.394				
Toplam Finansal Borç	-109.649.909				
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-9.189.277				
Toplam Sermaye Değeri	5.237.433.259				

İNA Analizi projeksiyonu sonunda Toplam Sermaye Değeri 5.237.433.259 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu

Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değeri ve İNA Analizi yöntemiyle hesaplanan piyasa değeri eşit ağırlıklandırılarak değerlendirme sonucu halka arz öncesi şirket değeri 4.427.685.161 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Değer	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Benzer Şirket Çarpanları	3.617.937.064	50%	1.808.968.532
İNA	5.237.433.259	50%	2.618.716.629
TOPLAM			4.427.685.161

Pay halka arzı öncesi şirket değerine %17 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına halka arz fiyatı 105,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
Değerleme Sonucu Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	4.427.685.161
İskontolu Şirket Değeri (%17 İskontolu)	3.675.000.000
Ödenmiş / Çıkarılmış Sermaye	35.000.000
Pay Başına İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)	105,00

Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Pay başına halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket faaliyetleri hakkında bilgilere detaylı ve açıklayıcı bir şekilde yer verilmiştir.
- Çarpan analizinde; F/K çarpanı 30'un üzerindeki, FD/FAVÖK çarpanı 25'in üzerindeki ve PD/DD çarpanı 5'in üzerindeki değerlerin uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye dahil edilmemiş olmasını ve çarpan analizinde medyan kullanılmış olmasını olumlu buluyoruz.
- Çarpan analizi değerlendirme sonucunda, yurtiçi benzer (madencilik) şirketlerin ağırlığına %30, yurtiçi benzer (metal ana sanayi) şirketlerin ağırlığına %20, daha yüksek değer bulunan yurtdışı benzer şirketlerin ağırlığına ise %50 ağırlıklandırma verildiği görülmektedir.
- İNA Analizi'nin kullanılmasını, şirketin gelecek dönemlerde gösterebileceği performanstan ve elde edebileceği operasyonel serbest nakit akımlarından yola çıkarak değerlendirme imkânı vermesi nedeniyle yerinde olduğu görüşündeyiz.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz faiz oranı %17,5 olarak kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %23,6 hesaplanmasını uygun buluyoruz.
- **Sonuç:** CVK Maden İşletmeleri değerlendirme çalışmasında; Çarpan Analizine %50 oranında ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan değerlendirme sonucu halka arz öncesi şirket değerini makul buluyoruz. Pay halka arzı öncesi şirket değerine %17 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 105,00 TL olarak bulunan pay başına halka arz fiyatı fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansallar

BİLANÇO (TL)	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar	49.271.339	198.284.362	330.161.014
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.124.650	50.095.641	72.602.835
Finansal Yatırımlar	0	0	100.559
Ticari Alacaklar	9.798.502	26.986.189	130.977.086
Diğer Alacaklar	0	9.813.469	5.186.378
Stoklar	11.051.411	87.072.828	70.884.394
Peşin Ödenmiş Giderler	5.971.586	12.205.933	41.889.170
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.384	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	7.323.806	12.110.302	8.520.592
Duran Varlıklar	454.403.407	665.560.189	741.870.722
Diğer Alacaklar	1.556.474	1.617.250	1.933.040
Maddi Duran Varlıklar	438.101.646	652.630.022	726.157.505
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.628.676	1.665.774	1.926.326
Kullanım Hakkı Varlıkları	373.077	981.295	534.185
Peşin Ödenmiş Giderler	10.078.279	38.915	1.652.000
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	2.665.255	8.626.933	9.667.666
TOPLAM VARLIKLAR	503.674.746	863.844.551	1.072.031.736
Kısa Vadeli Yükümlülükler	242.231.599	347.826.124	211.736.587
Kısa Vadeli Borçlanmalar	567.741	4.525.679	57.750.195
Uzun Vadeli Borçl. Kısa Vadeli Kısımları	10.962.784	18.752.751	33.229.818
Ticari Borçlar	18.849.359	26.468.469	58.676.273
Diğer Borçlar	618.448	235.029.245	18.861.338
Çalış. Sağlanan Faydalar Kaps. Borçlar	1.530.537	1.935.820	3.422.432
Ertelenmiş Gelirler	203.213.934	44.877.607	6.540.909
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.603.618	8.855.194	11.664.495
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	1.885.178	7.381.359	21.591.127
Uzun Vadeli Yükümlülükler	59.374.451	107.831.060	150.277.068
Uzun Vadeli Borçlanmalar	15.883.952	9.575.108	18.669.896
Diğer Borçlanmalar	0	4.061.971	744.577
Ertelenmiş Gelirler	14.712	0	480.638
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	38.518.401	86.028.378	113.143.015
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.957.386	8.165.603	17.238.942
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	503.674.746	863.844.551	1.072.031.736
Özkaynaklar	202.068.696	408.187.367	710.018.081
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	190.128.701	384.090.560	700.828.804
Ödenmiş Sermaye	35.000.000	35.000.000	35.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	14.325.267	14.325.267	14.325.267
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel/Gid.	107.638.816	262.284.932	273.042.281
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0	1.127.426	2.130.273
Geçmiş Yıl Karları /Zararları	5.333.981	31.737.192	46.855.159
Net Kar/Zarar	27.530.637	39.315.743	329.175.824
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	11.939.995	24.096.807	9.189.277
TOPLAM KAYNAKLAR	503.674.746	863.844.551	1.072.031.736

GELİR TABLOSU (TL)	2020	2021	2022
Hasılat	181.723.829	289.609.415	967.043.250
Satışların Maliyeti	-127.714.512	-190.694.385	-413.139.053
Brüt Kar	54.009.317	98.915.030	553.904.197
Genel Yönetim Giderleri	-2.072.250	-4.435.754	-9.819.072
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-417.769	-26.199.377	-111.700.629
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler	-3.231.604	-1.334.771	-11.964.352
Esas Faaliyet Karı	48.287.694	66.945.128	420.420.144
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	-1.120.673	-10.456.252	4.612.967
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	47.167.021	56.488.876	425.033.111
Finansman Gelirleri/Giderler	-8.789.556	-1.741.788	-3.982.084
Vergi Öncesi Kar	38.377.465	54.747.088	421.051.027
Vergi Gelir/Gideri	-10.677.117	-12.838.637	-89.310.390
Net Kar	27.700.348	41.908.451	331.740.637

Çekince:

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.