

Şirket'in finansman gelir ve giderleri, faiz gelir/giderleri, kambiyo karı/zararı ve reeskont faiz gelir/giderlerinden oluşmaktadır.

7.6.3. Nakit Akım Tablosu

ÖZET NAKİT AKIŞ TABLOSU	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
A. İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akımları	49.556.275	100.421.439	120.219.794
Dönem Kârı/(Zararı)	27.700.348	41.908.451	331.740.637
Dönem Net Kârı/(Zararı) Mutabakatı İle İlgili Düzeltmeler	34.668.808	71.576.768	110.586.920
İşletme Sermayesinde Gerçekleşen Değişimler	(12.812.881)	(13.063.780)	(322.107.763)
B. Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları	(28.544.515)	(57.951.652)	(122.760.654)
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri	4.162.825	8.077.449	5.596.564
Maddi Duran Varlıkların Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri	4.162.825	8.077.449	5.596.564
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	(32.707.340)	(66.029.101)	(128.357.218)
Maddi Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	(32.328.632)	(65.699.205)	(127.758.594)
Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	(378.708)	(329.896)	(598.624)
C. Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	(6.398.351)	(7.498.796)	25.048.054
Nakit sermaye artışı	25.000.000	-	-
Kontrol Gücü Olmayan Pay Sahipleriyle Yapılan İşlemler	-	-	(29.799.540)
Paylara İlişkin Primler	(25.000.000)	-	-
Borçlanmadan Kaynaklanan Nakit Girişleri	2.605.635	4.840.000	89.807.477
Borç Ödemelerine İlişkin Nakit Çıkışları	(7.366.079)	(11.237.326)	(25.637.715)
Ödenen Faiz	(1.637.907)	(1.249.092)	(10.311.343)
Alınan Faiz	-	147.622	989.175
D. Yabancı Para Çevrim Farklarının Nakit ve Nakit Benzerleri Üzerindeki Etkisi	-	-	-
E. Dönem Başındaki Nakit ve Nakit Benzerleri Mevcudu	511.241	15.124.650	50.095.641
F. Dönem Sonundaki Nakit ve Nakit Benzerleri Mevcudu	15.124.650	50.095.641	72.602.835
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış/(Azalış)	14.613.409	34.970.991	22.507.194

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu,

Şirket'in 2020 yılı dönem sonundaki nakit ve nakit benzeri 15.124.650 TL, 2021 yılı 50.095.641 TL ve 2022 yıl sonu 72.602.835 TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında nakit ve nakit benzerlerindeki net artış 14.613.409 TL ve 2021 yılında 34.970.991 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yıl sonunda ise bir önceki döneme göre 22.507.194 TL artış gerçekleşmiştir.

8. DEĞERLEMESİNE İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR

8.1. Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli konsolide bilanço ve gelir tabloları verilerinden yararlanılmıştır. Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, CVK Maden yönetimi tahminleri ve Tera Yatırım'ın bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

İlgili dönemlere ait bağımsız denetim raporlarına Şirket'in internet sitesi www.cvkmadencilik.com ve www.kap.org.tr adreslerinden ulaşılabilir.

8.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

- Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörleri şöyle sıralayabiliriz;

- İşletmenin geçmişi,
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görünümü,
- İşletmenin mali yapısı,
- İşletmenin sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri,
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri.

9. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

UDS'de kullanılan 3 ana değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı yöntemi, gösterge nitelikteki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında, varlığın değeri varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir (UDS 40.1). Bu kapsamda kullanılan çoğu yöntem, tahmini nakit akışlarını değerlemenin yapıldığı tarihe indirgeyerek varlığı bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır (UDS 50.1).

UDS madde 40.3'te belirtildiği üzere bu yaklaşımda değerlendirme yapılan varlığın gelecekte yaratacağı gelirin miktarı ve zamanlaması belirsizdir ve değerlemeyi gerçekleştiren kişi ile değerlendirme çalışmasını yaptıranın tahminlerine dayanmaktadır. Şirket tarafından sağlanan 2023-2027 yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Bulunan Firma Değeri'nden net finansal borcun düşülmesiyle Piyasa Değeri hesaplanmaktadır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 60.1'de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

İkame maliyeti, yeniden üretim maliyeti ve toplama yöntemi esaslarına dayanarak yürütülen bu yaklaşım nadiren kullanılmaktadır. Şirket'in maden çıkarma faaliyetinde bulunması, değerlemeye esas teşkil edecek düzeyde ürün yıpranma paylarının olmaması, çıkarılan madenin işlenmesinin şirket içerisinde gerçekleştirilemeyecek olması sebepleriyle bu değerlendirme çalışmasında kullanılması uygun bulunmamıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 20.1'de belirtildiği üzere, pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu yaklaşımda değerlendirme çalışması yürütülen varlığın veya önemli derece benzerlik gösteren diğer varlıkların aktif bir şekilde işlem görmesi gerekmektedir. Ayrıca benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve gözlemlenebilir olan işlemlerin söz konusu olması gerekmektedir. Piyasada en fazla kullanılan değerlendirme yaklaşımı olarak bilinmektedir.

Halka arzı gerçekleştirilecek olan Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından çok sık kullanılması ve CVK Maden paylarının halka arzından sonra teşkilatlanmış bir piyasa olan Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması sebebiyle amacına en uygun değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımı çalışması kapsamında güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği düşünülerek yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple Borsadaki Kılavuz Emsaller yöntemi kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Madencilik sektöründe faaliyet gösteren Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ile payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmekte olan benzer şirketler kıyaslanmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesi sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun madencilik ve madenlerin işlenmesi faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Bu koşullara uymayan şirketler benzer şirket karşılaştırmasına dahil edilmemiştir.

UDS 30.6'da belirtildiği üzere, değerlemesi yapılan varlığın değer tespitinde mevcut verilere ve pazar ile ilgili koşullara göre en uygun ve en geçerli değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Bu sebeple, mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülen Borsadaki Kılavuz Emsaller kapsamındaki Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Diğer çarpanlardan Firma Değeri/Net Satışlar çarpanı, madencilik sektöründeki satış hacimlerinin ürün bazında ve coğrafi olarak farklılıklar göstermesi nedeniyle; uygun gösterge olmayacağı değerlendirilerek çarpan analizi çalışmasına dahil edilmemiştir.

Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, bir hisse fiyatının, hisse başına defter değerine bölünmesiyle bulunan bir orandır. Defter Değeri (DD), bilançodaki özkaynak değerini göstermektedir. Şirket'in piyasa değerinin finansal tablolardaki toplam özkaynaklara bölünmesiyle elde edilir. Aynı ve/veya benzer sektörlerdeki şirketlerin verilerinden yararlanarak bir PD/DD oranı bulunur. Bu orandan hareketle de şirket hisse değerleri hesaplanır. Sanayi şirketleri için ağırlıklı kullanılan çarpan olması nedeni ile CVK Maden şirket değerlemesi için uygun görülmüş ve Şirket Değeri'nin hesaplanmasında kullanılmıştır.

Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, F/K Oranı değeri, bir şirkete hissesinin piyasada oluşan fiyatının hisse başına elde edilen net kâr miktarına (veya şirket kapitalizasyon değerinin şirketin vergi sonrası net kârına) oranıdır. Değerleme yapılacak şirket için, şirketin benzer şirketlerin oranlarının ortalaması ile şirket net karı çarpılarak şirket değerine ulaşılır. F/K oranı, yatırımcıların bir şirketin hissesine ödemeye hazır oldukları ve kazancın katları olarak ifade edilen oranı temsil eder ve firma karının katları olarak ölçülür.

Firma Değeri/ FAVÖK (FD/FAVÖK) oranı, işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

9.1. Benzer Şirketler

Yurt içi ve yurt dışında yer alan halka açık benzer şirketlerin merkez ülkeleri, faaliyet alanları ve piyasa değerleri hakkındaki bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Madencilik Sektöründe Faaliyet Gösteren Yurtiçi Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (PD) (mn TL)	Açıklama
Altınyag Madencilik ve Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.149	Bitkisel ve ayçiçek yağları üretimi ve satışı ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirket'in üretimi Çiğli Sanayi Sitesi'nde gerçekleştirilmekte olup; ürünler arasında pamuk yağı, ayçiçek yağı, mısır yağı ve soya yağı bulunmaktadır. Diğer ürünler arasında kabuk ve küspe ve biyodizel yakıtı için yarı rafine bitkisel yağ bulunur. İşletme, ürünlerini hem yerel hem de uluslararası pazarlara dağıtır; ihracat yaptığı ülkeler arasında Rusya, Norveç, İsrail, Romanya, Suriye, İran, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri ve Japonya yer alıyor. Şirket ikinci faaliyetleri kapsamında madencilik faaliyetine başlamıştır.

İpek Doğal Enerji Kaynakları Araştırma ve Üretim A.Ş.	7.949	Petrol, doğalgaz, kömür ve benzer doğal enerji kaynaklarının yanı sıra yenilenebilir enerjinin geliştirilmesi ve araştırılması ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin Türkiye'nin Güney Doğu Anadolu Bölgesi'nde geliştirdiği Kozluk ve Sirvan Projeleri altında iki proje vardır. Şirket, Koza-İpek Holding'in bir iştirakidir.
Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	18.658	Şirket ticari baskı sektöründe faaliyettedir. 2008'de sona eren mali yılda kurşun, bakır ve çinko madenciliğini de faaliyetlerine eklemiştir. Baskı ürünleri davetiyeleri ve kartpostallar, defterler, takvimler, antetli kağıtlar, zarflar, kartvizitler ve kişisel ajandalar gibi kırtasiye ürünlerini içermektedir. KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ ANONİM ŞİRKETİ, baskı ürünlerinin imalatı ve pazarlamasının yanında baskı ekipmanlarının ticareti ile de uğraşmaktadır. İştirakleri arasında KOZA ALTIN İŞLETMELERİ ANONİM ŞİRKETİ, Bugün Televizyon Radyo ve Prd. A.Ş., Yaşam Haber Ajansı Ltd. Şti, Keyland Turizm Seyh. ve Tic. A.Ş. ve ATP Havacılık Ticaret A.Ş. bulunmaktadır.
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	82.899	Türkiye'de altın aramak ve altın madenleri işletmek üzere kurulmuş Türkiye merkezli bir şirkettir. Türkiye genelinde Akdeniz ve Marmara bölgelerinde, Karadeniz bölgesinde, Orta ve Doğu Anadolu'da 53 işletme ruhsatı ve 406 arama ruhsatı vardır. Şirketin dört işletme madeni vardır: Ovacık'ta bir yeraltı madeni; Mastra ve Çukuralan'da hem yeraltı hem açık ocak madenciliği yöntemlerini kullandığı bir maden; Çukuralan'da hem yeraltı hem açık ocak madencilik yöntemlerini kullandığı bir maden ve Kaymaz'da bir açık maden.
Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.567	Bakır madenciliği ve elektrik üretimi ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. İki ana segmentte faaliyet göstermektedir: Konsantre bakır ve bakır katot üretiminden oluşan Bakır Üretimi ve petrol menşeli bir hidrokarbon olan asfaltit üretiminden oluşan Asfaltit Üretimi. Ana faaliyetleri arasında maden cevherlerinin ve türevlerinin çıkarılması; maden ürünlerinin artırılması ve filtrelenmesi; elektrik, enerji ve buhar üretimi için kojenerasyon enerji santralleri kurmak; ve elektrik üretimi ve dağıtımı için enerji santralleri kurmak yer almaktadır.

Metal Ana Sanayi Sektöründe Faaliyet Gösteren Yurtiçi Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (PD) (mn TL)	Açıklama
Bms Çelik Hasır Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	557	Türkiye merkezli şirket bir demir ve çelik ürünleri üreticisidir. Şirket'in ana faaliyet konusu, çelik hasır, soğuk çekilmiş çubuk demir, yüksek karbonlu çelik tel, soğuk çekilmiş kargal, galvanizli tel, örgü teli fens teli, etriye, çiroz ve hazır demir mamüllerinin imalatı ve ticaretini gerçekleştirmektir. BMS Çelik, Manisa ve Kocaeli olmak üzere iki üretim tesislerine sahiptir ve bu tesislerin toplam yıllık üretim kapasitesi 120 tonun üzerindedir. Şirket'in ürettiği demir ve çelik ürünleri genel olarak köprü ve viyadük yapımı, tünel yapımı, beton saha ve pist yapımı, baraj ve kanal yapımı, zemin betonu ve temel yapımı gibi endüstriyel inşaa için kullanılmaktadır.
Bms Birleşik Metal Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	1.498	Türkiye merkezli bir metal ürünleri üreticisidir. Şirket'in ana faaliyet konusu; her türlü inşaat demiri, profil demir, tel imalatı, satışı, ithalatı ve ihracatının yapılmasıdır ve ana ürünleri galvanizli çelik tel, tavlı çelik tel, çelik halat ve Zn-Al kaplı çelik teldir. Bms Birleşik Metal'in imal ettiği ürünler, başta enerji olmak üzere tarım, inşaat, otomotiv, çevre koruma, güvenlik gibi sektörlerde kullanılmaktadır. Şirket, başta Avrupa, Kuzey ve Güney Amerika ülkeleri olmak üzere 45 ülkeye ihracat yapmaktadır. Şirket, Kocaeli Dilovaş Makine İhtisas Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan 20.000 metrekarelik alanı olan üretim tesisine sahiptir ve 200'den fazla çalışan personeli ile toplam yıllık toplam kapasitesi 72.000 tondur.
Burçelik Bura Çelik Döküm Sanayi A.Ş.	386	Ağır makineler, büyük çelik dökümler ve endüstriyel vanaların imalatı ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Kum makineleri, çekiçli kırıcılar, su gidericiler ve titreşimli elekler gibi ağır makine imalatı ile uğraşan bir çelik dökümhanesidir. Ayrıca otomotiv, çimento, sevkıyat ve demir ve çelik dahil birçok endüstri için çelik, döküm ve sünek demir döküm üretmektedir. Şirket, ürünlerini yurtiçinde ve uluslararası olarak Batı Avrupa ülkelerine, Balkan ülkelerine, Kuzey Afrika ülkelerine, Orta Doğu ve Türk Cumhuriyetlerine pazarlamaktadır. Bunlara ilaveten, çeşitli Avrupa ülkeleri için projelerde alt-yüklenicilik yapmakta, güverte jib vinçler ve adaptörler, paletli kırıcı üniteler ve yarı bitmiş konik, darbeli ve çeneli kırıcılar imal etmektedir. Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayi Anonim Şirketi, %53,41'ine sahip olan Kömürcüoğlu AŞ'nin bir iştirakidir.
Burçelik Vana Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	229	Çelik dökme, ağır makine imalatı ve vana üretimi ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin başlıca ürünleri dört segmentte yer almaktadır: Kelebek Vanalar, Küresel Vanalar, Petrol ve Doğalgaz Vanaları ve Otomasyon Bileşenleri. Kelebek Vanalar segmenti standart, iki parçalı ve yüksek performans vanalarının yanı sıra vulkanize yuvalı kelebek vanalar gibi ürünler sunmaktadır. Şirket elektrikli ve pnömatik aktüatörleri olan küresel vanalar sunmaktadır. Petrol ve Doğalgaz Vanaları segmenti diğerlerinin yanında flanşlı American Petroleum Institute (API) vanaları ve kaynaklı API vanalarından oluşmaktadır. Otomatik Bileşenler segmenti pnömatik ve elektrikli aktüatörler, dişli küresel vanalar, çek vanalar ve limit şalteri/solenoid vanalar gibi ürünlerden oluşmaktadır. Ayrıca, dökümhane ürünleri, çeneli kırıcılar, kübitzerler, besleme istasyonları, titreşimli elekler ve susuzlaştırıcılar da sunmaktadır.
Çelik Halat ve Tel Sanayi A.Ş.	1.346	İnşaat, petrol, madencilik, ulaştırma ve tarım dahil birçok sektörde kullanılan çelik tel, çelik halat ve diğer çelik ürünlerin üretimi ve satışı ile iştigal eden Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin ürün portföyü vinç halatları, telesiyej halatları, denizcilik halatları, asansör halatları, balıkçılık halatları, tek sarmal halatlar ve özel halatlar; yatak telleri ve galvanize teller gibi döşemecilikte, enerji ve telekomünikasyon sektörlerinde kullanılan yaylı teller ve bakır veya bronz kaplı yüksek dayanımlı damak tellerinden oluşmaktadır. Şirket ayrıca esasen çeşitli inşaat projelerinde, karayolu ve demiryolu taşımacılığında ve sulama sistemlerinde kullanılan ön gerilmeli beton telleri ve tel bükümleri de sunmaktadır. 31 Aralık 2011 itibarıyla Şirket, Doğan Şirketler Grubu Holding Anonim Şirketi'nin bir iştirakiydi.

Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	1.487	Türkiye merkezli bir şirkettir. Esas faaliyeti gri dökme demir, sfero dökme demir ve yüksek kromlu çelik döküm üretimidir. Şirketin ürünleri öğütücü ortamları ve dökme parçaları içermektedir. Çelik dökümhanesi 150.000 metrekarelik bir alana inşa edilmiştir ve iç mekan alanı 17.000 metrekaredir. Çemaş Döküm Sanayi Anonim Şirketinin üretim süreçleri kum hazırlama, eritme, kalıplama, maça yapımı, döküm simülasyonu, kalıp atölyesi, ürün hazırlama, ısıtma işlemi, kalite kontrol ve talaşlı imalat atölyesini içermektedir. Çumra Kraft Torba San. Ve Tic. A.Ş. adında ambalaj sektöründe faaliyet gösteren bir iştiraki ve inşaat ve enerji sektöründe faaliyet gösteren Özışık İnşaat ve Enerji AŞ adında bir bağlı şirketi vardır. Şirket, Işıklar Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin bir iştirakidir.
Çemaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4.782	Çelik ve çelik ürünlerinin imalatı ve yerli ve yabancı pazarlarda pazarlanması ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin ürünleri çelik eritme süreci ve haddeleme süreci olarak imalatla kullanılan süreçlere göre iki kategoriye ayrılmaktadır. Şirketin ürünleri arasında yapı çelikleri, karbon çelikleri, sementasyon çelikleri, ısıtma çelikleri, yay çelikleri, mikro alaşımlı çelikler, otomat çeliği, paslanmaz çelikler, karbon takım çelikleri ve yuvarlak, yaylık lama ve düz lama gibi kesit seçenekleri olan yatak çelikleri yer almaktadır. Şirketin bir çelik fabrikası ve bir haddehanesi ve bir test laboratuvarı vardır. BURSA Çimento Fabrikası Anonim Şirketinin bir iştirakidir.
Doktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.	7.225	Doktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi, eski ünvanıyla Componenta Dökümcülük Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi, esasen otomotiv endüstrisi için kırdöküm demir, küresel dökme demir ve alüminyum dökümlerin üretim ve ticaretini yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin üretim ve ticaret işlemleri Bursa Orhangazi'de gerçekleştirilmekte olup, alüminyum döküm fabrikası Manisa Organize Sanayi Bölgesi'nde yer almaktadır. Otomotiv endüstrisine ek olarak, tarım, inşaat ve madencilik, ağır kamyonlar, makine yapımı ve rüzgar enerjisi gibi çeşitli sektörlerle yönelik çözümler sunmaktadır.
Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş.	8.904	Kuruluşu 26 Haziran 1990 tarihinde tescil edilmiş olup ana faaliyet konusu her türlü demir ve çelik mamulü, boyuna kaynaklı ve spiral kaynaklı boru imalatı, her türlü boru iç/dış bitüm, epoxy beton, P.E. kaplaması boya ve izolasyonu olmakla birlikte, Şirket amacını ve konusunu gerçekleştirebilmek için menkul ve gayrimenkul (gemi dâhil) satın alabilir, devir, ferağ edebilir, kısmen veya tamamen kiraya verebilir, kiralayabilir, ayrıca irtifak, intifa, sukna hakları ile medeni kanun hükümleri gereğince ayni ve gayrimaddi haklarla ilgili her çeşit iltizami ve tasarrufları yapabilir, gayrimenkuller üzerinde mükellefiyetli ve mükellefiyetsiz tasarruflarda bulunabilir, satabilir ve esas sözleşmesinde yazılı olan diğer işleri yapabilir.
Ereğli Demir Ve Çelik Fabrikaları Türk A.Ş.	144.620	Türkiye merkezli bir demir ve haddelenmiş çelik, alaşımlı ve alaşımsız demir, demir döküm, döküm ve preslenmiş ürünler, kok ve yan ürünleri üreticisidir. Şirket, saclar, sıcak ve soğuk haddelenmiş ürünler, teneke çinko kaplı yassı çelik ürünler üretmekte ve otomobil, beyaz eşya, boru ve tüp, rulo, üretim, elektrik-elektronik, makine mühendisliği, enerji, ısıtıcı ekipmanları, gemi yapımı, savunma ve paketleme sektörleri için temel hammaddeleri tedarik etmektedir. Şirket'in iştirakleri: Erdemir Asia Pacific Pte Ltd, Erdemir Çelik Servis Merkezi Sanayi ve Ticaret AS, Erdemir Madencilik Sanayi ve Ticaret AS, Erdemir Mühendislik Yönetim ve Danışmanlık Hizmetleri AS, Erdemir-Romania SRL and Iskenderun Demir ve Çelik AS.
İskenderun Demir Ve Çelik A.Ş.	96.744	Rehin etme ve kiraya verme de dahil olmak üzere, Şirketin amaç ve konusu ile doğrudan doğruya yahut dolayısıyla ilgili taşınmazları, kullanımına ilişkin bütün haklarıyla birlikte satın almak, kiralamak veya sair yollardan edinmek, ihtiyaç fazlası taşınmazları satmak; Her tip, nitelik ve boyutta demir ve çelik hadde ürünleri, alaşımlı veya saf demir, çelik ve pik dökümleri, döküm ve pres ürünleri ile, bunların üretilmeleri için gerekli girdilerin ve yan ürünlerinin üretimi için gerekli veya bunlarla ilişkili tüm tesisat ve teçhizatı yurtiçinde ve yurtdışında tek başına veya ortaklıklar oluşturarak inşa etmek, satın almak, işletmek ve satmak;
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	7.425	Türkiye merkezli bir çelik kütük ve takviye levhası, katlanmış, sıcak haddelenmiş, su verilmiş veya menevişlenmiş çelik çubuk imalatçısıdır. İki üretim ünitesi işletmektedir: Hurda çeliğin eritildiği, rafine edildiği ve çelik kütüklerine dönüştürüldüğü Eritme atölyesi, bilgisayar sistemi ile çalışan dilmeli haddeleme, çift dilmeli haddeleme gerçekleştirilen ve kütüklerin çeşitli çaplarda düz ve nervürlü çubuklar haline getirildiği Haddehane, düz ve tırtıllı çubukların şekillendirildiği Soğutma ve Kompozit Haddeleme. Şirket İzmir'de bir liman tesisine sahiptir ve iştiraki IDC Liman İşletmeleri aracılığıyla burada gemi kiralama, depoculuk, gemi elleçleme, gümrük işlemlerinin yanı sıra yük boşaltma gibi denizcilik hizmetleri vermektedir. Akdemir Çelik ve İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş., Şirketin sırasıyla çelik ve enerji sanayilerinde faal diğer iştirakleridir. Şirket, Şahin-Koç Çelik Sanayi A.Ş.'nin bir iştirakidir.
Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.698	Kocaer Çelik sunduğu kalite, yarattığı güven ve ürün çeşitliliği ile enerji nakil hattı, güneş enerjisi alt yapısı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünel, gemi inşa, tarım, makine imalat, savunma sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren müşterilerine yüksek mukavemetli, özel kalitelerde, farklı ebatlarda, özel boy ve kesitlerde çelik profillerin üretimini ve bu ürünlerin satışlarını, ihracat, yurt dışı ve yurt içi dağıtım kanalları vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	19.789	Demir, çelik ve kömür ürünleri ve bunların türevlerinin imalat ve satışı ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin ürünleri dört gruba ayrılmaktadır: Demir kütükleri, çubukları ve giriş kütüklerini içeren Çelik Ürünler; sıcak hadde yuvarlak çelik çubuklar ve nervürlü çubuklar, çelik nıp kırımları, profiller, raylar ve kütükler gibi Haddehane Ürünleri; döküm, metalürjik ve ceviz kok, amonyum sülfat, preslenmiş naftalin, katran badana, karbolik yağ, benzin, rafine ve yıkanmış petrol ve ham katrandan oluşan Kok Ürünleri ve pik demiri, granül cüruf, oksijen, azot ve argon gibi Diğer Ürünler. Şirketin üretim tesisleri Karabük'tedir. Şirketin iştirakleri Karçel Karabük Çelik Yapı İmalat Montaj İnşaat Nakliyat Turizm San. ve Tic. AŞ, Enbatı Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret AŞ ve Kardemir Döküm Makina Sanayi ve Ticaret AŞ'dir.

Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi Ve Ticaret A.Ş.,	11.216	Türkiye merkezli bir bakır ürünleri üreticisidir. Şirketin ürünleri arasında katot plakalar, filmaşınlar, tek ve çok telli, çıplak, kalay ve nikel kaplı toplu teller, halat örgülü iletkenler, yassı teller, kağıt yalıtımlı yuvarlak veya düz teller, bakır lama ve bakır tüpler, gümüş alaşımlı bakır ve bronz ve pirinç alaşımları dahil bakır alaşımları ve santrifüj döküm ürünleri yer almaktadır. Şirketin ana üretim faaliyetleri elektrolitik bakır ürünler, bakır tüpler ve lamaların üretildiği 180.000 metrekarelik tesisinde gerçekleşmektedir. Şirket beş kıtada yaklaşık 50 ülkeye ihracat yapmaktadır. Şirketin iştirakleri arasında dökümhaneler işleten Demisaş Döküm Emaye Mamulleri Sanayi A.Ş.; Şirketin ürünlerinin pazarlanması ile iştigal eden Sarda Dağıtım ve Ticaret A.Ş.; ve tel ve kablo üreticisi ve alt yüklenicisi Sarmakina Sanayi ve Ticaret A.Ş. bulunmaktadır.
Tuğçelik Alüminyum Ve Metal Mamülleri Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	904	Alüminyum ve zamak basınçlı döküm parçaları üretimi ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin ürünleri otomotiv, ev aletleri, telekomünikasyon, çiftlik uygulamaları, elektrik ve mekanik endüstrilerine odaklanmaktadır. Şirketin dökümhanesi basınçlı döküm makineleri, grafik sıvı kristal ekran (LCD) gösterge paneli, otomatik piston yağlama sistemi, otomatik yükleyici ve otomatik kalıp yağlama sistemi, eritme ocakları, flaks makinesi ve kalıp ön ısıtması içermektedir.
Yükselen Çelik A.Ş.	1.328	Türkiye merkezli bir metalürji şirkettir. Şirket otomotiv, makine, kalıp, savunma ve imalat sektörlerine çelik dağıtım, çeşitli ürünler ve ilgili hizmetler verme konusunda uzmanlaşmıştır. Şirketin ürünleri Türkiye, Avrupa, Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da dağıtılmaktadır.

Madencilik Sektöründe Faaliyet Gösteren Yurtdışı Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (PD) (US mn)	Açıklama
Pan Amer Silver	3.693	Pan American Silver Corp, esas olarak gümüş ve altın üreten mülklerin ve varlıkların işletilmesi, geliştirilmesi ve bunların araştırılmasıyla uğraşan bir madencilik şirkettir. Çinko, kurşun ve bakır üretilip satmasına rağmen, başlıca ürünleri gümüş ve altındır. İşletme madenleri La Colorada, Dolores, Huaron, Morococha, Shahuindo, La Arena, Timmins West, Bell Creek, Manantial Espejo ve San Vicente madenlerinden oluşmaktadır.
Buenaventura-Com	2.023	Compañía de Minas Buenaventura SAA, mineral özelliklerinin geliştirilmesi ve araştırılmasıyla uğraşır. Maden Üretimi ve Satışı, Arama ve Geliştirme Faaliyetleri, Enerji Üretimi ve İletim Hizmetleri, Sigorta Brokerliği, Maden İmtiyazlarının Kiralaması, Hisse Senedi Yatırımları ve Endüstriyel Faaliyetler alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, Alberto Benavides de la Quintana tarafından 7 Eylül 1953'te kuruldu ve merkezi Lima, Peru'da bulunmaktadır.
Yintai Gold-A	4.843	Yintai Gold Co., Ltd., demir dışı metal madenciliği işletmeciliği yapmaktadır. Şirket faaliyetleri arasında maden arama ve metal ticareti hizmetleri yer almaktadır. Ürünleri gümüş kurşun konsantresi ve çinko konsantresi içerir. Şirket 18 Haziran 1999'da kuruldu ve merkezi Pekin, Çin'de bulunmaktadır.
Shengda Resour-A	1.383	Shengda Resources Co.,Ltd., eski adıyla Shengda Mining Co., Ltd., esas olarak demir dışı metal madenlerinin seçimi ve satışı ile uğraşan Çin merkezli bir şirkettir. Şirketin ana ürünleri gümüş külçeler, geri dönüştürülebilir ilişkili altın ve gümüş içeren kurşun tozu, çinko tozu vb. Şirket, ürünlerini ana pazarı İç Moğolistan Özerk Bölgesi olmak üzere iç pazarlara dağıtmaktadır.
Shandong Humon-A	1.857	Shandong Humon Smelting Co., Ltd. 1988 yılında kurulmuş olup, devlet tarafından atanan profesyonel altın eritme şirketlerinden biridir. Kalite sistem yönetiminin mükemmelliği ile şirket, Şubat 1999'da ISO9002 Kalite Sistem Sertifikasının onayını geçti. Mevcut madencilik ve konsantrasyon kapasitesi ve yıllık altın üretimi, ulusal altın endüstrisinde en üst sıralara yükseldi.
Industrias Penol	6.042	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V., yan kuruluşlarıyla birlikte Meksika, Asya, Avrupa, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Güney Amerika ve uluslararası düzeyde maden konsantreleri ve cevherlerinin aranması, çıkarılması ve satışı ile uğraşmaktadır. Kıymetli Maden Madenleri, Baz Metal Madenleri, Metalurji ve Diğer segmentlerde faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca demir dışı metallerin eritilmesi ve rafine edilmesiyle de ilgilenmektedir. Öncelikle çinko, kurşun, bakır, altın, gümüş, kadmiyum ve bizmut yataklarını araştırır. Ayrıca sodyum sülfat, magnezyum oksit, amonyum sülfat ve magnezyum sülfat gibi kimyasal ürünlerin yanı sıra bakır sülfat, çinko sülfat ve antimon trioksit; idari ve işletim destek hizmetleri vermektedir. Şirket 1887 yılında kurulmuştur ve merkezi Mexico City, Meksika'dadır.
Zimplats Holding	1.995	Zimplats Holdings Limited, Zimbabwe'deki Great Dyke'den çıkarılan platin grubu metaller (PGM) ve nikel, altın, bakır, kobalt ve gümüş gibi ilgili metalleri üreten Guernsey merkezli bir platin madenciliği şirkettir. Şirket, Ngezi'de maden işletmektedir ve Selous ve Ngezi'de işleme tesislerine sahiptir. Şirket, bağlı kuruluşu Zimbabwe Platinum Mines (Private) Limited aracılığıyla, Zimbabwe'deki Great Dyke'da bulunan cevher yataklarını işletmektedir. Üç yoğunlaştırıcı modüle (ikisi Ngezi'de ve üçüncüsü Selous'ta) cevher sağlayan beş yeraltı madeni işletmektedir. Selous Metallurgical Complex (SMC) konsantre etme ve eritme operasyonlarını içeren Hartley bölgesini kapsayan 36 Numaralı Madencilik Kiralama (ML36) ve Ngezi madencilik ve işleme operasyonlarını kapsayan 37 Numaralı Madencilik Kiralama (ML37) olmak üzere iki maden kiralama sözleşmesinin mülkiyetine sahiptir. Platin, paladyum, rodyum, iridyum, rutenyum ve yardımcı metallerden oluşan beyaz mat satıyor.
China Nonferro-A	1.411	China Nonferrous Mining Corp Ltd, esas olarak demir dışı metallerin işlenmesiyle uğraşan Çin merkezli bir şirkettir. Şirket iki segmentte faaliyet göstermektedir. İşleme bölümü, esas olarak katot bakır ve kobalt hidroksit üretimi ve satışı ile bakır oksit cevherinin aranması ve madenciliği ile uğraşmaktadır. İzabe bölümü, esas olarak blister bakır ve anot bakırın eritilmesi ve sülfürik asit ve kükürt dioksit gibi kimyasal ürünlerin üretimi ile uğraşmaktadır. Şirket ayrıca bakır ürünlerinin fason işlenmesi ile de ilgilenmektedir. Şirket faaliyetlerini ağırlıklı olarak iç pazarda yürütmektedir.

9.2. Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler

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

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

9.3. Çarpan Analizi Yöntemi

CVK Maden ve bağlı ortaklığı için çarpan analizi yöntemine göre yapılan hesaplamada, Şirket'in faaliyet gösterdiği madencilik sektöründeki yurt içinde ve yurtdışında benzer şirketler göz önünde bulundurulmuş ayrıca yurt içinde maden işlenmesi konusunda faaliyet gösteren benzer şirketler değerlendirilmiştir. Piyasa çarpanları yöntemi, benzer şirketlerin uygun piyasa çarpanlarının kullanılarak analiz edilmesine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Çarpanları dikkate alınan firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında yer almaktadır.

Dikkate alınan benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak, F/K çarpanları için 30'un üzerindeki değerler, FD/FAVÖK çarpanları için 25'in üzeri ve değerler dikkate alınmamış ve PD/DD çarpanları için 5'in üzerindeki değerler dikkate alınmamıştır. Değerleme çalışmasında kullanılan çarpanlar için orta değer (medyan) hesaplaması kullanılmıştır. Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 03.03.2023 kapanış tarihli Rasyonet ve 08.03.2023 tarihli Bloomberg platformları kullanılarak elde edilmiştir.

Şirket'in piyasa değeri Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpan yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçları aşağıdaki tablolarda gösterildiği gibi ağırlıklandırılarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir.

Fiyat kazanç (F/K) çarpanı olarak şirketin ana ortaklık net dönem karı dikkate alarak piyasa değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra FAVÖK çarpanı da şirketin operasyonel karlılığını da dikkate almakta ve firma değeri hesaplamasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır. Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ise şirketin öz kaynakları ile şirket değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır.

Emsal şirket olarak hesaplamaya dahil edilen şirketlerin 03.03.2023 tarihli çarpan değerleri aşağıda yer almaktadır. Üstü çizili değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler

MADENCİLİK YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER						
Kod	Ad	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	Piyasa Değeri (PD) (mn TL)
ALMAD:IS	Altinyag Madencilik Ve Enerji	7,05	2,65	-97,73	14,70	1.149
IPEKE:IS	Ipek Dogal Enerji Kanaklari	9,26	2,62	-0,83	-0,42	7.949
KOZAA:IS	Koza Anadolu Metal	10,20	2,53	1,95	1,00	18.658
KOZAL:IS	Koza Altin Isletmeleri	16,69	-5,65	18,87	9,95	82.899
PRKME:IS	Park Elek. Madencilik	5,24	2,08	22,82	15,76	2.567
	Uç Değerler Hariç Medyan	9,26	2,58	10,41		

Kaynak: Rasyonet Veri Terminali, 03.03.2023 tarihli verilerle

METAL ANA SANAYİ YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER						
Kod	Ad	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	Piyasa Değeri (PD) (mn TL)
BMSCH:IS	Bms Celik Hasir Sanayi Ve Ticaret	9,58	2,69	7,17	0,67	557
BMSTL:IS	Bms Birlesik Metal Sanayi	10,99	2,25	10,12	1,39	1.498
BURCE:IS	Burcelik	20,87	4,48	12,45	2,03	386
BURVA:IS	Burcelik Vana	142,26	15,54	44,13	5,69	229
CELHA:IS	Celik Halat	145,35	48,17	22,38	1,08	1.346
CEMAS:IS	Cemas Dokum	3,35	1,11	12,18	1,52	1.487
CEMTS:IS	Cemtas	5,27	2,67	5,33	1,48	4.782
DOKTA:IS	Doktas Dokumculuk	69,57	3,13	23,82	1,66	7.225
ERCB:IS	Erciyas Celik Boru	121,77	5,04	30,41	3,48	8.904
EREGL:IS	Eregli Demir Celik	8,55	1,33	6,29	1,31	144.620
ISDMR:IS	Iskenderun Demir Ve Celik	22,05	2,86	15,04	2,48	96.744
IZMDC:IS	Izmir Demir Celik	-18,84	5,26	4,39	0,69	7.425
KCAER:IS	Kocaer Celik	15,32	3,51	7,96	1,33	11.698
KRDMA:IS	Kardemir (A)	11,26	2,14	26,41	4,17	19.789
KRDMB:IS	Kardemir (B)	10,48	1,99	52,99	8,36	19.789
KRDMD:IS	Kardemir (D)	11,02	2,09	8,23	1,30	19.789
SARKY:IS	Sarkuysan	12,35	5,68	9,91	0,62	11.216
TUCLK:IS	Tugcelik Aluminyum Metal	10,03	1,85	12,83	2,13	904
YKSLN:IS	Yukselen Celik	8,17	3,29	7,04	1,28	1.328
	Uç Değerler Hariç Medyan	10,48	2,19	8,23		

Kaynak: Rasyonet Veri Terminali, 03.03.2023 tarihli verilerle

Yurt içi Madencilik sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin ilgili Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları için %50, Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı için %25 ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı için %25 ağırlıklandırma kullanılmıştır. Buna göre hesaplanan piyasa değeri Yurt içi benzer şirketler madencilik sektörü çarpanlarına göre **3.219.901.475 TL**'dir.

Değerleme (Çarpanlara Göre)	Uç Değerler Hariç Ortanca Değere Göre		
	31.12.2022	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER MADENCİLİK			
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		100%	3.219.901.475

Yurt içi Metal Ana sektöründe Maden İşlenmesi konusunda faaliyet gösteren benzer şirketlerin ilgili Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları için %50, Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı için %25 ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı için %25 ağırlıklandırma kullanılmıştır. Buna göre hesaplanan piyasa değeri Yurt içi benzer şirketler Metal Ana sektörü çarpanlarına göre **3.090.706.059 TL**'dir.

Değerleme (Çarpanlara Göre)	Uç Değerler Hariç Ortanca Değere Göre		
	31.12.2022	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER METAL ANA			
F/K	3.448.271.494	50%	1.724.135.747
FD/FAVÖK	3.927.902.491	25%	982.043.436
PD/DD	1.538.107.506	25%	384.526.877
TOPLAM		100%	3.090.706.059

Yurtdışı Benzer Şirketler

MADENCİLİK YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER						
Kod	Ad	F/K	PD/DD	FD/FAVÖ K	FD/Satışlar	Piyasa Değeri (PD) (US mn)
PAAS CN Equity	Pan Amer Silver	26,8	1,5	5,4	2,4	3.693
BUENAVCI PE Equity	Buenaventura-Com	1,5	0,8	7,4	2,5	2.023
000975 CH Equity	Yintai Gold-A	29,4	3,0	10,7	3,8	4.843
000603 CH Equity	Shengda Resour-A	24,2	3,4	12,9	4,2	1.383
002237 CH Equity	Shandong Humon-A	24,9	1,6	17,0	0,3	1.857
PE&OLES* MM Equity	Industrias Penol	26,2	1,2	5,5	1,2	6.042
ZIM AU Equity	Zimplats Holding	5,6	1,0	4,0	1,2	1.995
000758 CH Equity	China Nonferro-A	35,7	2,1	20,6	2,0	1.411
	Uç Değerler Hariç Medyan	24,91	1,46	7,39		

Kaynak: Bloomberg Veri Terminali, 08.03.2023 tarihli verilerle

Yurt dışı Madencilik sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin ilgili Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları için %25, Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı için %50 ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı için %25 ağırlıklandırma kullanılmıştır. Buna göre hesaplanan piyasa değeri Yurt içi benzer şirketler madencilik sektörü çarpanlarına göre **4.067.650.819 TL**'dir.

Değerleme (Çarpanlara Göre)	Uç Değerler Hariç Ortanca Değere Göre		
	31.12.2022	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER			
F/K	8.199.115.715	25%	2.049.778.929
FD/FAVÖK	3.523.343.134	50%	1.761.793.354
PD/DD	1.024.314.145	25%	256.078.536
TOPLAM			4.067.650.819

9.4. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu

CVK Maden	Ağırlık	Çarpan Değerine Göre Şirket Değeri Hesaplaması
YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER MADENCİLİK	30%	965.970.442
YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER METAL ANA	20%	618.141.212
YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER MADENCİLİK	50%	2.033.825.410
Çarpan Piyasa Değeri		3.617.937.064
Hisse Sayısı		35.000.000
CVK Maden Pay Başı Fiyat		103,37

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan piyasa değerlerine sırasıyla; Şirket'in ana faaliyet konusu olan madencilik sektörü ile ilgili benzer şirket çarpanları için %30, maden işlenmesi faaliyetleri kapsamında metal ana sanayi endeksinde faaliyet gösteren benzer şirket çarpanları için %20 ve yurt dışı maden sektöründe faaliyet gösteren benzer şirket çarpanları için %50 ağırlıklandırma yapılarak Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre piyasa değeri hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket' in çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri **3.617.937.064 TL** olarak bulunmuştur.

9.5. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ

İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değer, şirketin özsermaye değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ile 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yöntemde göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek şirket değeri tespit edilir.

9.5.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Varsayımları

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- ✓ Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- ✓ Gösterge faiz olarak 10 yıllık devlet tahvili faiz getirisi olarak projeksiyon dönemleri boyunca maruz kalacağı oynaklık dikkate alınarak %17,5 olarak kullanılmıştır.
- ✓ Hisse risk primi ise %6 olarak baz alınmıştır.
- ✓ Beta değeri her ilk halka arz olan şirkette olduğu gibi varsayımsal olarak 1 alınmıştır.
- ✓ Daha önce 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmakta iken son değişiklik ile 2021 yılı için %25'e 2022 yılı için ise %23'e yükseltilmiş ve karar Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. 2023'ten itibaren ise %20 olarak alınmıştır.

9.5.1.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları

Aşağıdaki projeksiyonlarda, Şirket ve bağlı ortaklığı projeksiyonları konsolide bazda alınmıştır. Projeksiyon dönemleri olan 2023 – 2027 yılları için, net satışların % 50,1 satışların maliyetinin %51,2 ve brüt karın ise % 49,2 YBBO oranında artış göstermesi öngörülmektedir. Net dönem karı için ise bu oran % 51,7 olarak öngörülmüştür.

TL	31.12.2022	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T
Net Satışlar	967.043.250	1.175.124.572	1.904.674.233	3.172.078.613	4.576.082.937	5.969.862.560
Satışların Maliyeti (-)	(413.139.053)	(543.812.286)	(907.649.616)	(1.506.564.771)	(2.176.867.903)	(2.838.641.326)
BRÜT KAR	553.904.197	631.312.286	997.024.616	1.665.513.843	2.399.215.034	3.131.221.234
Faaliyet Giderleri	(121.519.701)	(163.017.231)	(295.506.212)	(397.935.695)	(536.624.481)	(650.253.706)
FAALİYET KARI (FVÖK)	432.384.496	468.295.055	701.518.405	1.267.578.148	1.862.590.553	2.480.967.528
VÖK (Vergi Öncesi Kar)	421.051.027	468.295.055	701.518.405	1.267.578.148	1.862.590.553	2.480.967.528
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.564.813	4.259.612	6.381.011	11.529.891	16.942.124	22.566.881
Vergi Gelir / Gideri (-)	(89.310.390)	(93.659.011)	(140.303.681)	(253.515.630)	(372.518.111)	(496.193.506)
NET KAR/ZARAR	331.740.637	374.636.044	561.214.724	1.014.062.518	1.490.072.443	1.984.774.023

Kaynak: Şirket Tahminleri, Tera Yatırım Varsayımları

Bu hesaplama göre; projeksiyon dönemleri olan 2023 – 2027 yılları için, FAVÖK % 48,4 YBBO oranıyla büyümektedir.

TL	31.12.2022	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T
FAVÖK	481.804.225	532.877.030	779.380.540	1.356.684.260	1.961.287.632	2.587.184.531
FAVÖK MARJİ	49,8%	45,3%	40,9%	42,8%	42,9%	43,3%

9.5.1.2. Gelir Tablosu Göstergeleri

TL	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Gelirler	967.043.250	1.175.124.572	1.904.674.233	3.172.078.613	4.576.082.937	5.969.862.560
Yıllık Artış	234%	22%	62%	67%	44%	30%
Krom	735.213.713	1.087.624.572	1.739.674.233	2.228.590.047	2.598.148.187	2.836.856.909
Çinko	76.506.337	-	-	52.000.434	121.246.915	198.579.984
Kurşun	59.506.157	-	-	48.286.118	112.586.421	184.395.699
Altın	-	-	-	668.577.014	1.558.888.912	2.553.171.218
Manyezit	296.610	-	68.750.000	68.750.000	68.750.000	68.750.000
Rödovans Gelirleri	93.847.692	87.500.000	96.250.000	105.875.000	116.462.500	128.108.750
Diğer Satışlar	1.705.701	-	-	-	-	-

Kaynak: Şirket Tahminleri, Tera Yatırım Varsayımları

Şirket'in toplam konsolide net satışlarındaki en önemli kalemi krom satış gelirleri oluşturmaktadır. Şirket, mevcut maden sahasında yapmış olduğu geliştirme çalışmalarıyla maden ocağındaki ana galerinin yapılmakta olan çalışmalarla daha verimli ve hacimli maden çıkarma imkanına kavuşacak olmasıyla üretimine bağlı olarak hasılatında artış öngörülmektedir. Bunun yanı sıra 2025 yılından itibaren altın madenin devreye girmesiyle birlikte Şirket, hasılatını önemli ölçüde artırmayı planlamaktadır. Gelirlerin tahmininde Şirket'in projeksiyonları ve Tera Yatırım'ın genel ekonomi, sektör ve Şirket'in sektör içindeki pozisyonu ile ilgili varsayımları gözönüne alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda satışı yapılması öngörülen cevherlere göre projeksiyon dönemleri boyunca ilgili cevherin toplam satışa oranları ve yıllık artış yüzdeleri gösterilmiştir.

TL	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Krom	735.213.713	1.087.624.572	1.739.674.233	2.228.590.047	2.598.148.187	2.836.856.909
<i>Krom / Toplam Net Satışlar</i>	76%	93%	91%	70%	57%	48%
<i>Yıllık Artış</i>	300%	48%	60%	28%	17%	9%
Çinko	59.506.157	-	-	52.000.434	121.246.915	198.579.984
<i>Çinko / Toplam Net Satışlar</i>	6%	-	-	2%	3%	3%
<i>Yıllık Artış</i>	61%	-	-	-	133%	64%
Kurşun	76.506.337	-	-	48.286.118	112.586.421	184.395.699
<i>Kurşun / Toplam Net Satışlar</i>	8%	-	-	2%	2%	3%
<i>Yıllık Artış</i>	378%	-	-	-	133%	64%
Altın (*)	-	-	-	668.577.014	1.558.888.912	2.553.171.218
<i>Altın / Toplam Net Satışlar</i>	-	-	-	21%	34%	43%
<i>Yıllık Artış</i>	-	-	-	-	133%	64%
Manyezit	296.610	-	68.750.000	68.750.000	68.750.000	68.750.000
<i>Manyezit / Toplam Net Satışlar</i>	-	-	4%	2%	2%	1%
<i>Yıllık Artış</i>	-43%	-	-	0%	0%	0%
Rödovans Gelirleri	93.847.692	87.500.000	96.250.000	105.875.000	116.462.500	128.108.750
<i>Rödovans Gelirleri / Toplam Net Satışlar</i>	10%	7%	5%	3%	3%	2%
<i>Yıllık Artış</i>	120%	-7%	10%	10%	10%	10%

*Şirket'in Balıkesir-Sarıalan bölgesinde kısmi rezerv tespiti tamamlanmış altın madeni lisansı bulunmakta olup, Şirket tahminlerine göre muhazakar bir bakış açısıyla 2025 yılı için 10.000 Ons, 2026 yılı için 20.000 Ons ve 2027 yılı 30.000 Ons altın üretimi projeksiyonu öngörülmüştür. Şirket, altın faaliyetleri ile ilgili resmi yükümlülüklerini yerine getirmiş, yatırımlara başlamıştır.

▪ Brüt Kar

Yukarıdaki öngörüler çerçevesinde, brüt karlılık tablosu aşağıdaki gibidir:

TL	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
BRÜT KAR	553.904.197	631.312.286	997.024.616	1.665.513.843	2.399.215.034	3.131.221.234
<i>Yıllık Artış</i>	460%	14%	58%	67%	44%	31%
Brüt Kar Marjı	57%	54%	52%	53%	52%	52%

Kaynak: Şirket Tahminleri, Tera Yatırım Varsayımları

Şirket'in geçmiş dönemlerdeki performansları göz önünde tutulmuş ve özellikle 2025 yılından itibaren altın madeninin de faaliyete geçmesi öte yandan krom, kurşun ve çinko madenleri için üretim hacmi/verimliliğini artırıcı ana galeri genişletme ve spiral tünel çalışmaları etkisiyle projeksiyon dönemleri boyunca brüt kar marjının makul oranlar çerçevesinde yükselebileceği öngörülmüştür.

▪ Faaliyet Giderleri

TL	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Faaliyet Giderleri	121.519.701	163.017.231	295.506.212	397.935.695	536.624.481	650.253.706
<i>Faaliyet Giderleri / Toplam Net Satışlar</i>	13%	14%	16%	13%	12%	11%
<i>Yıllık Artış</i>	297%	34%	81%	35%	35%	21%
Faaliyet Kar Marjı	45%	40%	37%	40%	41%	42%

Kaynak: Şirket Tahminleri, Tera Yatırım Varsayımları

Faaliyet giderleri, genel yönetim ve pazarlama giderlerini kapsamaktadır. Söz konusu giderler arasında; personel, danışmanlık, üretimle ilgili olmayan enerji, yakıt, su, haberleşme giderleri, amortisman gibi giderler öne çıkmaktadır. Şirket'in faaliyet giderleri hesaplamasında, geçmiş dönem performansları da dikkate alınmış, ayrıca 2023-2027 döneminde Şirket'in maden ocaklarındaki yapacak olduğu 5x5 ana galeri yatırımları ile artan verimlilik, yanı sıra altın madenin de devreye girecek olmasıyla birlikte hasılatına oranla, azalan oranda artacağı öngörülmüştür.

■ Yatırım Harcamaları

TL	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T
Yatırım Harcamaları	308.006.000	264.824.000	236.541.000	191.819.000	150.398.000
Net Satışlara Oranı	26%	14%	7%	4%	3%

Kaynak: Şirket Tahminleri, Tera Yatırım Varsayımları

Şirket 2025 yılında altın madeni faaliyete geçmeyi planlamakta olup aynı zamanda mevcut maden ocaklarının ana galerinin genişletilerek verimliliğin artırılmasına yönelik, maden ana galerilerini büyütmek ve spiral tüneller açmak yoluyla yatırım harcamalarında bulunmaktadır. Söz konusu yatırımlar sonucu, altın madenin devreye girmesiyle altın cevheri satışı ve verimlilik artışının da etkisiyle maden üretimde hacimsel yükseliş, buna bağlı olarak satış ve karlılıkta artış beklenmektedir.

9.5.2. Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2020-2021 yıllarından hareket edilmiş olup net işletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T
Ticari Alacaklar	9.798.502	26.986.189	130.977.086	96.585.581	156.548.567	260.718.790	376.116.406	490.673.635
Ort. Alacak Vadesi (gün)	14	23	30	30	30	30	30	30
Ticari Borçlar	18.849.359	26.468.469	58.676.273	74.494.834	124.335.564	206.378.736	298.201.083	388.854.976
Ort. Borç Vadesi (gün)	60	43	38	50	50	50	50	50
Stoklar	11.051.411	87.072.828	70.884.394	104.292.767	174.069.789	288.930.230	417.481.516	544.396.967
Stok Çevrim Hızı (gün)	43	94	70	70	70	70	70	70
Nakit Çevrim Hızı (gün)	-3	74	62	50	50	50	50	50
Alacak+Stok Çevrim Hızı (gün)	57	117	100	100	100	100	100	100

Net İşletme Sermayesi 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in son üç yıllık performansı düşünülerek ortalama alacak vadesi 30 gün, ortalama borç vadesi 50 gün, stok çevrim hızı ise 70 gün olarak varsayılmıştır.

9.5.3. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) parametreleri aşağıdaki açıklamalar çerçevesinde hesaplanmıştır.

İskonto Oranları	
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/Sermaye+Borç	86,6%
AOSM	23,6%
Sonsuz Büyüme Oranı	5,0%

Risksiz Faiz Oranı (R_f): Türkiye 10 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak %17,5 şeklinde varsayılmıştır.

Piyasa Risk Primi (R_p): Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Genel olarak piyasa ortalama getirisi olarak Borsa İstanbul 100 endeksinin belli bir döneme ait ortalama getirisi, risksiz faiz oranı olarak ise Hazine'ye ait tahvil faizi kullanılarak hesaplanır.

AOSM = Sermaye Maliyeti x (1-Borçluluk Oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti x (Borçluluk Oranı)

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %23,6 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (Serbest Nakit Akımları x İskonto Oranı) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2023-2027 yılları arasında 5 yıllık dönemi kapsamaktadır.

9.5.4 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonuçları

İNA yönteminin yapısı gereği kullanılan projeksiyonlar, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özkaynak ve pay değerlerine ulaşılabilir.

2023-2027 döneminde tahmin edilen nakit akışı bağlı ortaklıkların tahminlerini de içermektedir.

TL	TARİHSEL NAKİT AKIŞI			TAHMINİ NAKİT AKIŞI					
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T	
Net Satışlar	181.723.929	289.609.415	967.043.250	1.175.124.572	1.904.674.233	3.172.078.613	4.576.082.937	5.969.862.560	
Yıllık Büyüme	84%	59%	234%	22%	62%	67%	44%	30%	
FAALİYET KARI (FVÖK)	51.519.298	68.279.899	432.384.496	468.295.055	701.518.405	1.267.578.148	1.862.590.553	2.480.967.528	
Net Satışlara Oranı	28,4%	23,6%	44,7%	39,9%	36,8%	40,0%	40,7%	41,6%	
Vergi Oranı	20,7%	18,8%	20,7%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Vergi	10.677.117	12.838.557	89.310.390	93.659.011	140.303.681	253.515.630	372.518.111	496.193.506	
VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı)	40.842.181	55.441.342	343.074.106	374.636.044	561.214.724	1.014.062.518	1.490.072.443	1.984.774.023	
Azınlık Hakları	-169.711	-2.592.708	-2.564.813	-4.259.612	-6.381.011	-11.529.891	-16.942.124	-22.566.881	
Net Satışlara Oranı	-0,09%	-0,90%	-0,27%	-0,36%	-0,34%	-0,36%	-0,37%	-0,38%	
Yatırım Harcamaları	0	0	0	-308.006.250	-264.823.774	-236.540.595	-191.819.331	-150.398.494	
Net Satışlara Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	26%	14%	7%	4%	3%	
Amortisman	10.451.708	34.385.367	49.419.729	64.581.975	77.862.135	89.106.112	98.697.078	106.217.003	
Net Satışlara Oranı	5,8%	11,9%	5,1%	5,5%	4,1%	2,8%	2,2%	1,8%	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-6.836.915	-20.195.412	-313.060.019	10.248.573	-79.942.089	-137.061.866	-152.208.944	-150.900.577	
Net Satışlara Oranı	-3,8%	-7,0%	-32,4%	0,9%	-4,2%	-4,3%	-3,3%	-2,5%	
Serbest Nakit Akışı (SNA)	44.287.263	67.038.589	76.869.003	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	

Daimi Büyüme Metodu	
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	1.855.481.328
SNA'nın Bugün 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
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	
Toplam Sermaye Değeri	5.237.433.259
Hisse Sayısı	35.000.000
Teorik Hisse Başına Değer	149,64


TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ

10. SONUÇ

Sonuç olarak; Çarpan Analizi Yöntemi %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %50 ağırlıklandırılarak kullanılmıştır ve yapılan bu değerlendirmeler sonucunda **4.427.685.161 TL** şirket değerine ulaşmıştır.

DEĞERLEME SONUCU HALKA ARZ ÖNCESİ (TL)			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA	5.237.433.259	50%	2.618.716.629
Benzer Şirket Çarpanları	3.617.937.064	50%	1.808.968.532
TOPLAM			4.427.685.161

CVK Maden İşletmeleri San. ve Tic.A.Ş. / Halka Arz Özeti (TL)	
Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye	35.000.000
Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz Edilecek Nominal Tutar	7.000.000
<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>7.000.000</i>
<i>Ortak Satışı</i>	<i>1.400.000</i>
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	8.400.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	42.000.000
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Şirket Değeri	4.427.685.161
Halka Arz İskontosu	17%
İskontolu Şirket Değeri	3.675.000.00
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	105,00
Halka Arz Büyüklüğü	882.000.000

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **%17** oranında halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri **3.675.000.000 TL** ve halka arz pay başına değer **105,00 TL** olarak hesaplanmıştır. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğu görülmüştür.

Sermaye arttırımı yoluyla gerçekleşmesi planlanan halka arzın büyüklüğünün **882.000.000 TL** olması planlanmakta olup bu durumda halka açıklık oranı **%20** olacaktır.

13.03.2023

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Ethem Umut BEYTORUN

Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı

Emir Münir SARPYENER

Genel Müdür

EK 1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMAN DAİRESİ BAŞKANLIĞINA
Eskişehir yolu 8.Km No:156
06530 Ankara
13.03.2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 13.03.2023 tarih ve 2023/02 numaralı CVK Maden İşletmeleri A.Ş. Fiyat Tespit raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksilik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Ethem Umut BEYTORUN

Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı

Emir Münir SARPYENER

Genel Müdür

EK 2: Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı**SERMAYE PİYASASI KURULU****ORTAKLIKLAR FİNANSMAN DAİRESİ BAŞKANLIĞINA****Eskişehir yolu 8.Km No:156****06530 Ankara****13.03.2023****FİYAT TESPİT RAPORU YETKİNLİK BEYANI**

CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin pay başı fiyat tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen işbu 13.03.2023 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı doğrultusunda gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmetine ilişkin gerekli olan;

- “Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı” veya “Türev Araçlar Lisansı”na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,
- Ayı bir “Kurumsal Finansman Bölümü”ne sahip,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürleri bulunan,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında sözleşmesi bulunan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,

niteliklere sahip olduğumuzu, raporda yer alan değerlendirme çalışmalarının SPK’nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TERA
YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Ethem Umut BEYTORUN**Emir Münir SARPYENER****Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı Genel Müdür**