



CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme
Raporu- II**

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

12.02.2024

İÇİNDEKİLER

1.	Değerlendirme Raporunun Amacı.....	3
2.	Fiyat Tespit Raporu Özeti	3
3.	Halka Arz Sonuçları	7
4.	Halka Arz Sonrası Finansal Performans	7
5.	Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri	8
6.	Sonuç	8

1. Değerlendirme Raporunun Amacı

İşbu rapor; CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ile ilgili (“CVK Maden” veya “Şirket”) 13.03.2023 tarihinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanan ve 31.03.2023 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda belirlenen halka arz fiyatı ile payların borsada işlem görmesinin ardından geçen sürede oluşan pay fiyatıyla arasındaki farkın VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası kapsamında değerlendirilmesi amacı ile hazırlanmıştır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca; payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur. Birinci “Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na İlişkin Değerlendirme Raporu” KAP’da 13.10.2023 tarihinde yayımlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

Değerleme esnasında CVK Maden’in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır.

Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetimi tahminleri ve Tera Yatırım’ın bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

CVK Maden’in sermaye artırım ve ortak satışı yolu ile halka arz edilmiş paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve firmanın spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve dünyaca kabul görmüş aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Çarpan Analizinde, yurt içi benzer şirketler olarak BIST Metal Ana (XMANA), BIST Madencilik (XMADN) endeksi şirketleri ile yurtdışı benzer şirketlerin verileri dikkate alınmıştır.

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.

İNA metodunda ise 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Tera Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023 – 2027 yılları için projekte edilmiştir.

2.1. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan analizine konu özet finansallar aşağıdaki gibidir:

CVK Maden	31.12.2022
Net Satışlar (yılıklandırılmış)	967.043.250
FAVÖK (yılıklandırılmış)	481.804.225
Ana Ortaklığa Ait Net Kar (yılıklandırılmış)	329.175.824
Net Borç (Nakit) (31.12.2022 itibarıyla)	36.946.515
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (31.12.2022 itibarıyla)	700.828.804

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.1.1. 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

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

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	3,54	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 Alüminyum Metal	10,03	1,85	12,83	2,13	904
YKSLN:IS	Yükselen 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

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

2.1.2. Yurtdışı Benzer Şirketler

MADENCİLİK YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER						
Kod	Ad	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	Piyasa Değeri (PD) (US mn)
PAAS CN Equity	Pan Amer Silver	26,8	1,5	5,4	2,4	3.693
BUENAVC1 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

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

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2.2 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonuçları

TL	TARİHSEL NAKİT AKIŞI			TAHMİNİ 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	TL
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

2.2. Değerleme Yöntemi Sonucu

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 ulaşılmıştır.

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.

Sermaye arttırımı yoluyla gerçekleştirilen halka arzın büyüklüğünün 882.000.000 TL olup bu durumda halka açıklık oranı %20 olarak hesaplanmıştır

DEĞERLEME SONUCU HALKA ARZ ÖNCESİ (TL)			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık	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	%17,00
İskontolu Şirket Değeri	3.675.000.000
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	105,00
Halka Arz Büyüklüğü	882.000.000

3. Halka Arz Sonuçları

CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("CVKMD") paylarının halka arzına ilişkin talep toplama işlemleri, 06.04.2023 ve 07.04.2023 tarihlerinde, Tera Yatırım Konsorsiyum Liderliğinde "Sabit Fiyatla Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleştirilmiştir.

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 35.000.000 TL'den 42.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 7.000.000 TL nominal değerli 7.000.000 adet B grubu pay ile ortak satış kapsamında 1.400.000 TL nominal değerli 1.400.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 8.400.000 TL nominal değerli 8.400.000 adet B grubu pay halka arz edilmiştir.

Şirket paylarının halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı 105 TL olarak açıklanmış olup, belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 882.000.000 TL olarak gerçekleştirilmiştir.

Halka arzda; Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 4,28 katı, Şirket Çalışanlarına nihai tahsisat tutarı ve miktarı kadar, Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 9,57 katı ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 4,67 katı talep gelmiştir.

Halka arza toplamda 1.470.906 yatırımcı katılmış olup 1.452.252 yatırımcıya dağıtım gerçekleştirilmiştir. Şirket paylarının halka arzında yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Pay Adedi	Oranı	Başvuru Sayısı	Talep Edilen Nominal Tutar (TL)	Oranı	Talebi Karşılanan Başvuru Sayısı	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Toplam Dağıtılan Nominal Tutar Oranı
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	5.880.000	70,00%	1.470.678	26.760.129	62,53%	1.452.062	6.245.887	74,36%
Şirket Çalışanları	420.000	5,00%	69	54.113	0,1264%	69	54.113	0,64%
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	1.260.000	15,00%	150	12.060.463	28,18%	114	1.260.000	15,00%
Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	840.000	10,00%	9	3.923.095	9,17%	7	840.000	10,00%
TOPLAM	8.400.000	100,00%	1.470.906	42.797.800	100%	1.452.252	8.400.000	100,00%

Kaynak: www.kap.org.tr

4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

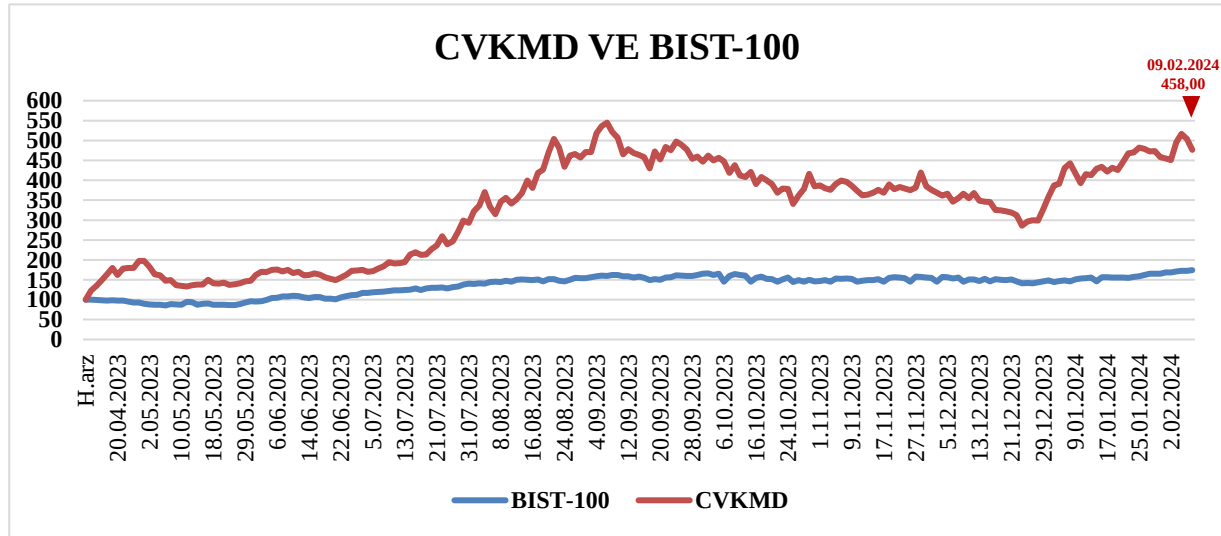
Şirket, paylarının 13.04.2023 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından işbu rapor tarihi itibarıyla en son 2023 3. çeyrek finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in

Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan Bağımsız Denetim Raporlarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Finansal Kalemler (TL)	01.01.-31.03.2023	01.01.-30.06.2023	01.01.-30.09.2023
Net Satışlar	192.337.960	445.606.547	944.142.780
Brüt Kâr/(Zarar)	103.356.075	241.319.297	510.891.633
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	75.162.073	196.721.960	403.439.791
Dönem Net Kârı/(Zararı)	61.143.462	239.008.635	456.277.866
Özkaynak (Ana Ortaklığa Ait)	760.809.017	1.655.171.158	1.850.758.097
Net Borç / (Net Nakit)	15.567.682	-659.441.205	-776.468.639

5. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

CVK Maden payları, 13.04.2023 tarihinde CVKMD kodu ile pay başına 105,00 TL fiyatla işlem görmeye başlamıştır. Payları 105,00 TL’den halka arz edilmiş olan Şirket’in 09.02.2024 tarihi itibarıyla pay başı kapanış fiyatı 458,00 TL’dir. CVK Maden payları halka arz fiyatına kıyasla %336,19 oranında değer kazanmıştır. Payları işlem gördüğü tarihten bu yana BIST 100 Endeksi ise %76,14 oranında değer kazanmıştır.



6. Sonuç

CVK Maden payları Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten bugüne %336,19 oranına getiri sağlamıştır. Özetle CVK Maden payları, halka arz olduğu tarihten bugüne BIST 100 endeksinin üzerinde bir performans sergilemiştir.

Karşılaştırma	Halka Arz	08.02.2024 (11. Ay)
CVK Maden	105,00	458,00
CVK Maden (Getiri)	-	336,19%
BIST 100 (Kapanış)	5.136	9.046
BIST 100 (Getiri)		76,14%
Rölatif Getiri		147,63%