



CVK MADEN İŞLETMELERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

(01/01/2023 - 31/03/2023 Dönemi)

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca
hazırlanmıştır.

18.05.2023

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ.....	3
2. AÇIKLAMALAR.....	3
3. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ.....	3
4. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR.....	3
4.1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ.....	4
4.2. PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ.....	5
4.3. DEĞERLEME SONUCU.....	6
5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	7

1. Raporun Konusu ve Gerekçesi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("CVK Madencilik" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır.

2. Açıklamalar:

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP' ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi:

CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin 35.000.000 TL'den 42.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilecek 7.000.000 TL nominal değerli B grubu 7.000.000 adet pay ve mevcut ortak Begüm Çevik'in sahip olduğu 1.400.000 TL nominal değerli B grubu 1.400.000 adet pay olmak üzere toplam 8.400.000 TL nominal değerli 8.400.000 adet B grubu paylarının halka arzına ilişkin İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 30.03.2023 tarihli toplantısında onaylanmıştır. Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 105,00 TL Sabit Fiyatla Talep Toplama işlemleri 6-7 Nisan 2023 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Halka Arz Özet Bilgileri	
1 Adet Payın Halka Arz Fiyatı (TL)	105,00
Halka Arz Edilen Pay Adedi	8.400.000
<i>Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz Edilen</i>	<i>7.000.000</i>
<i>Ortak Satışı Yoluyla Halka Arz Edilen</i>	<i>1.400.000</i>
Şirket'in Elde Ettiği Brüt Halka Arz Geliri (TL)	735.000.000

4. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar:

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 13.03.2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere ve TMS/TFRS kapsamında RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından bağımsız denetimden geçirilmiş 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihli konsolide finansal raporlara, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgi ve bulgular ile Tera Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır. CVK Maden

İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.ř. 'nin Fiyat Tespit Raporu 'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinden belirtilen değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (“İNA”)
- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Maliyet yaklaşımı:** şirket'in maden çıkarma faaliyetinde bulunması, değerlemeye esas teşkil edecek düzeyde ürün yıpranma paylarının olmaması, çıkarılan madenin işlenmesinin şirket içerisinde gerçekleştirilemeyecek olması sebepleriyle Maliyet Yaklaşımı dikkate alınmış ancak değer tespitinde kullanılmamıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Değerlenecek varlığın gösterge niteliğindeki değerinin, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürölmesiyle belirlenmesini sağlayan Gelir Yaklaşımı 'nda değerlenecek varlığın değeri; yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerinden tespit edilir. Bu kapsamda kullanılan yöntem; tahmini nakit akımlarını değerleme 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 değerleme çalışması gerçekleştirilmiştir.

Bu yönleme göre şirket Değeri; gelecekte elde edilebileceği tahmin edilen nakit akımlarının, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip net finansal borç tutarı düşölerek hesaplanmaktadır.

şirket'in “İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi”ne göre yapılan değerlemede kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) İNA analizi gelecek beş yıllık (2023-2027) dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 2) şirket için gelecek 5 yılda her yıl için değişken oranlarda hasılat büyümesi gerçekleştireceği tahmin edilmiştir. şirket'in 2027 yılından sonrasına ilişkin terminal büyüme oranı %5 olarak esas alınmıştır. İNA projeksiyonu sonunda şirket'in sermaye değeri 5.237.433.259 TL olarak hesaplanmıştır.

Aşağıdaki tabloda firmanın projekte edilen serbest nakit akımları gösterilmektedir:

İNA Projeksiyonu (TL)	2022 G	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T
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
Yıllık Büyüme		22,0%	62,1%	66,5%	44,3%	30,5%
Satışların Maliyeti (-)	-413.139.053	-543.812.286	-907.649.616	-1.506.564.771	-2.176.867.903	-2.838.641.326
Brüt Kâr	553.904.197	631.312.286	997.024.616	1.665.513.843	2.399.215.034	3.131.221.234
Faaliyet Gideri (-)	-121.519.701	-163.017.231	-295.506.212	-397.935.695	-536.624.481	650.253.706
Faaliyet Karı (FVÖK)	432.384.496	468.295.055	701.518.405	1.267.578.148	1.862.590.553	2.480.967.528
Net Satışlara Oranı	44,7%	39,9%	36,8%	40,0%	40,7%	41,6%
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi (-)	-89.310.390	-93.659.011	-140.303.681	-253.515.630	-372.518.111	-496.193.506
Net Kâr	331.740.637	374.636.044	561.214.724	1.014.062.518	1.490.072.443	1.984.774.023

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- 4) Bu hesaplama göre; projeksiyon dönemleri olan 2023 – 2027 yılları için öngörülen FAVÖK marjları aşağıda gösterilmektedir.

	2022 G	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T
FAVÖK (TL)	481.804.225	532.877.030	779.380.540	1.356.684.260	1.961.287.632	2.587.184.531
FAVÖK MARJI	49,8%	45,3%	40,9%	42,8%	42,9%	43,3%

4.2. Piyasa Çarpanları 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.

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 (TL)	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
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

4.3. 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 (TL)	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
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

Payların 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5. Sonuç ve Değerlendirme

TL	2023 - 12 Ay (T*)	2023 - 3 Ay (G**)	Gerçekleşme Oranı*** (%)
Hasılat	1.175.124.572	192.337.960	16,37 %
Satışların Maliyeti (-)	-543.812.286	-88.981.885	16,36 %
Brüt Kar	631.312.286	103.356.075	16,37 %
Esas Faaliyet Karı	468.295.055	75.162.073	16,05 %
FAVÖK	532.877.030	87.688.315	16,46 %
FAVÖK Marjı (%)	45,3%	45,6%	
Net Kar	374.636.044	61.143.462	16,32 %
Net Kar Marjı (%)	32%	32%	

* (T): Tahmin, Fiyat Tespit Raporuna göre yılsonu ulaşılması öngörülen tahmini değer

** (G): Gerçekleşme, ilgili döneme ilişkin Şirket finansal tablolarında kamuoyuna açıklanan değer

*** Gerçekleşme Oranı: Şirket'in yılsonunda ulaşması öngörülen finansal verilere yaklaşıma oranı

Fiyat tespit raporunda 2023 yılı hasılat tutarı 1.175.124.572 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2023 hesap dönemi itibarıyla; gerçekleşen hasılat tutarı 192.337.960 TL ve yılsonu tahmini değere göre gerçekleşme oranı ise %16,37 olmuştur.

Fiyat tespit raporunda 2023 yılı brüt karı 631.312.286 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2023 hesap dönemi itibarıyla; gerçekleşen brüt kar 103.356.075 TL ve yılsonu tahmini değere göre gerçekleşme oranı ise %16,36 olmuştur.

Fiyat tespit raporunda 2023 yılı esas faaliyet karı 468.295.055 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2023 hesap dönemi itibarıyla; gerçekleşen faaliyet karı 75.162.073 TL ve yılsonu tahmini değere göre gerçekleşme oranı ise %16,05 olmuştur.

Fiyat tespit raporunda 2023 yılı için FAVÖK 532.877.030 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2023 hesap dönemi itibarıyla; gerçekleşen FAVÖK 87.688.315 TL ve yılsonu tahmini değere göre gerçekleşme oranı ise %16,46 olmuştur. Diğer yandan, Şirket 31.03.2023 hesap döneminde 2023 yılsonu için öngörülen %45,3'lük FAVÖK marjının üzerinde bir FAVÖK karlılığı (%45,6) gerçekleştirmiştir.

Fiyat tespit raporunda 2023 yılı net karı 374.636.044 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2023 hesap dönemi itibarıyla; gerçekleşen dönem karı 61.143.462 TL ve yılsonu tahmini değere göre gerçekleşme oranı ise %16,32 olmuştur. Şirket, 31.03.2023 hesap döneminde 2023 yılsonu için öngörülen net kar marjını yakalamıştır.

Sonuç olarak, halka arz öncesinde yayınlanan fiyat tespit raporundaki 2023 yılı tahminlerine göre ilk çeyrek itibarıyla hasılat, FAVÖK ve net karın %16'sı karşılanmıştır. 6 Şubat 2023 tarihinde ülkemizde yaşanan ve "Asrın Felaketi" olarak nitelenen Kahramanmaraş merkezli depremler nedeniyle, Şirketimiz tarafından madencilerimizin bir bölümü arama kurtarma faaliyetlerine katılmak üzere, depremin yaşandığı ilk günden itibaren deprem bölgelerine gönderilmiştir. Bunun yanında madencilerimizin birçoğunun

memleketlerinin depremde etkilenen ve afet bölgesi ilan edilen iller olmasından dolayı bu madencilerimizin de üretim faaliyetlerimize katkısı kısıtlı olmuş; bu hususlar ilk 3 aylık üretim faaliyetlerimizi ve finansal verilerimizi etkilemiştir. Sonraki çeyrek dönemlerinde, bu tür öngörülemeyen olumsuzlukların yaşanmaması halinde finansal verilerin daha da güçlü olması, gelir ve karlılıkta geçmiş yıllarda yakalanan büyüme trendinin devam etmesi beklenmektedir.

Diğer yandan, 2023 yılı Şubat ayında yaşanan deprem felaketinin Şirket faaliyetleri üzerindeki etkisinden ayrı olarak yapılabilecek diğer bir değerlendirme de; Şirket'in yılın ilk 3 aylık periyodundaki satışlarının takip eden dönemlere oranla daha düşük gerçekleştiği yönündedir. Örneğin Şirket'in 2022 yılı ilk 3 aylık hasılatı 2022 yılında gerçekleştirilen toplam hasılatın %21,7'sini oluşturmuştur. Bu yönüyle, diğer periyotlara kıyasla yılın ilk 3 aylık periyodu, Şirket satışlarının görece daha düşük gerçekleştiği bir dönem olduğundan, satış ve kârın yılın kalan kısmında daha da artması beklenmektedir.

Özetle; Şirketimiz halka arz edilirken çerçevesi çizilen gelir tablosu projeksiyonu dâhilinde gelişimine devam ederken, ilk çeyrekte yaşanan olumsuzluklara rağmen elde edilen büyüme oranları ve önümüzdeki çeyrek beklentileri göz önüne alındığında, 2023 yılı tahminlerini karşılayacak operasyonel sonuçların elde edilebileceği düşünülmektedir.

Saygılarımızla,

CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Yönetim Kurulu