



CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu Analizi

3 Nisan 2023

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Tic. A.Ş. ("CVK Maden" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Tera Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	4-5-6 Nisan 2023
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	13 Nisan 2023
Hisse Kodu / Pazar	CVKMD.E / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	35.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	42.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	105,00 TL
Arz Edilecek Paylar	7.000.000 TL - Sermaye Artırımı 1.400.000 - Ortak Satışı
Halka Arz Büyüklüğü	882.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	3.675.000.000 TL (17% İskontolu)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Fon Kullanım Yeri	- Yeni Maden Ocağı Üretim Tesisi Finansmanı : 70% - Maden Ruhsat Lisanslarının Alımı ve/veya İşletme Sermayesinin Finansmanı %30
Tahsisat	- Yurtiçi Bireysel : 70% - Yurtiçi Kurumsal : %15 - Yurtdışı Kurumsal : %10 - Şirket Çalışanları : %5
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır
Taahhütler	Şirket tarafından payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca bedelli sermaye artırımı yapılmayacak ve dolaşımdaki paylar bu suretle artırılmayacaktır. Şirket payları dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa ya da halka arza konu edilmeyecektir. Şirket tarafından dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olacak herhangi bir işlem ya da karar almayacaktır. Pay sahipleri tarafından payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında bir fiyattan pay satılmayacaktır.

Şirket Bilgileri

CVK Maden 5 Eylül 2006 tarihinde 500.000 TL sermaye ile "CVK Krom Maden Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanıyla kurulmuş ve madencilik alanında faaliyetlerine başlamış olup 22 Kasım 2011 tarihi itibarıyla mevcut unvanını kullanmaya başlamıştır. 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, 2007 yılındaki 2.000.000 TL'lik sermaye artışı ile birlikte yatırımlarını hızlandırmıştır. 2011'de 7.000.000 TL ve 2012'de 10.000.000 TL sermaye ile yeni kaynaklar ilave edilmiştir. Artırılan bu sermayeler ile Çanakkale İli Yenice İlçesindeki Kurşun - Çinko Maden ocakları kapasitesi artırılmış ve yıllık 300.000 ton besleme kapasiteli Kurşun - Çinko Flotasyon tesisi kurulmuştur.

01.10.2020 tarihinde Şirket sermayesi 35.000.000 TL'ye yükseltilmiştir. 29.02.2020 tarihinde krom madenciliğinde faaliyet gösteren Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. unvanlı şirketin %86,20'lik hissesi satın alınarak Krom madenciliğindeki pazar payını artırmıştır. 16.12.2022 tarihinde, bağlı ortaklığı Hayri Ögelman Madencilik. A.Ş. firmasının % 10 hissesine sahip Daxport International Limited firmasının hisselerinin tamamı Şirket tarafından satın alınmıştır. Bu satın alma sonrasında bağlı ortaklığın ortaklık yapısı %96 CVK Maden ve %4 Hüseyin Çevik şeklinde olmuştur. 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; yakın gelecekte altın üretim madeninin faaliyete geçirilmesi planlanmaktadır.

Şirket faaliyet konusu gereği, Maden Kanunu ve Maden Yönetmeliği'nde ruhsat sürelerinin uzatılmasına ilişkin hükümlerine tabidir. Buna göre Şirket mevcut ruhsatları için; ruhsat süresinin bitiş tarihinden en geç on iki ay öncesine kadar MAPEG'e (Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü) gerekli bilgi ve dokümanlar ile başvuruda bulunarak süre uzatımı talebinde bulunmaktadır. MAPEG tarafından denetim neticesinde uygunluk kararı verilmesi gerekmektedir.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay tutarı ve adedi	Oran (%)	Pay tutarı ve adedi	Oran (%)
Hüseyin ÇEVİK	33.600.000	96,00	33.600.000	80,00
Begüm ÇEVİK	1.400.000	4,00	0	0
Halka Açık Kısım	-	-	8.400.000	20,00
Toplam	35.000.000	100,00	42.000.000	100,00

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

• İhraç edilecek 13.000.000 TL nominal değerli pay karşılığı elde edilecek kaynaktan halka arz maliyetleri düşüldükten sonra kalan kısmının;

- Yeni Maden Ocağı Üretim Tesisi Finansmanı **%70**
- Maden Ruhsat Lisanslarının Alımı ve/veya İşletme Sermayesinin Finansmanı **%30**

Alanlarında kullanılması planlanmıştır.

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 2020 2021 ve 2022 yılları için bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre kar-zarar tablosu aşağıda verilmektedir.

Kar Zarar Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hasılat	181.723.929	289.609.415	967.043.250
-Yurtiçi Satışlar	194.383.651	174.165.791	95.850.003
-Yurtdışı Satışlar	-	118.333.581	871.226.207
Brüt Satışlar	194.383.651	292.499.372	967.076.210
Satıştan İadeler (-)	12.659.722	2.889.957	32.960
Net Satışlar	181.723.929	289.609.415	967.043.250
Satışların Maliyeti (-)	-127.714.612	-190.694.385	-413.139.053
Brüt Kâr (Zarar)	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	2.948.826	22.656.772	34.586.486
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-6.180.430	-23.991.543	-46.550.838
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	48.287.694	66.945.128	420.420.144
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.614.882	4.047.239	6.404.422
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-3.735.555	-14.503.491	-1.791.455
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet	47.167.021	56.488.876	425.033.111
Finansman Gelirleri	2.205.137	15.977.461	17.902.760
Finansman Giderleri (-)	-10.994.693	-17.719.329	-21.884.844
Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	38.377.465	54.747.008	421.051.027
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	-10.677.117	-12.838.557	-89.310.390
Dönem Net Karı/(Zararı)	27.700.348	41.908.451	331.740.637

Operasyonel Veriler	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Brüt Kar Marjı	29,7%	34,2%	57,3%
Faaliyet Kar Marjı	30,0%	31,4%	44,7%
FAVÖK Marjı	34,1%	35,5%	49,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	34,1%	35,4%	49,8%
Net Kar Marjı	15,2%	14,5%	34,3%

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir. İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 4.427.685.161 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 35.000.000 TL olan Şirketin %17 halka iskontosu sonrası arz pay başına değeri 105 TL olarak hesaplanmıştır.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- CVK Maden'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır.
- Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin F/K çarpanına %50, FD/FAVÖK, PD/DD oranlarına sırasıyla %25'şer ağırlık verilmiştir. Yurt dışı için ise F/K'ya ve PD/DD'ye %25, FD/FAVÖK'e %50 ağırlık verilmiştir.
- Çarpan analizinde, Madencilik ve Metal Ana Sanayi gibi alanlarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpan değerleri kullanılmıştır.
- F/K çarpanları için 30'un üzerindeki değerler, FD/FAVÖK çarpanları için 25'in üzeri değerler ve PD/DD çarpanları için 5'in üzerindeki değerler dikkate alınmamıştır. Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken 03.03.2023 kapanış tarihli sonuçlar kullanılmıştır.

Çarpan Analizi için kullanılan değerler aşağıdaki tablodaki gibi verilmiştir.

CVK Maden	(TL)
Net Satışlar	967.043.250
FAVÖK	481.804.225
Ana Ortaklık Net Kar	329.175.824
Net Borç	36.946.515
Ana Ortaklık Özkaynaklar	700.828.804

CVK Maden (Yurt İçi Çarpanlarına Göre) - MADENCİLİK			
ÇARPAN	31.12.2022	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri(TL)
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 Değer		100%	3.219.901.475

CVK Maden (Yurt İçi Çarpanlarına Göre) - METAL ANA SANAYİ			
ÇARPAN	31.12.2022	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri(TL)
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 Değer		100%	3.090.706.059

CVK Maden (Yurt İçi Çarpanlarına Göre) - YURTDIŞI BENZER ŞİRKETLER			
ÇARPAN	31.12.2022	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri(TL)
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 Değer		100%	4.067.650.819

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 10 yıllık devlet tahvili faiz getirisi olarak projeksiyon dönemleri boyunca maruz kalacağı oynaklık dikkate alınarak %17,5 oranı kullanılmıştır.
 - **Hisse risk primi:** %6 baz alınmıştır.
 - **Şirket Risk Primi:** Şirket ve sektör ile ilgili olası riskler için ilave %1 risk primi dikkate alınmıştır.
 - **Beta:** "1" olarak kabul edilmiştir.
 - **Özsermaye Maliyeti:** %26,4 olarak hesaplanmıştır.
 - **Vergi Oranı:** Tüm projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak sabit alınmıştır.
 - Uç değer hesaplamasında 2027 yılından sonraki dönemler için sonsuz büyüme oranı %5,0 olarak alınmıştır.
- Sonuç olarak Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti %23,6 olarak hesaplanmıştır.

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
Toplam Sermaye Değeri	5.234.433.259
Hisse Sayısı	35.000.000
Teorik Hisse Başına Değer	149.64

SONUÇ

CVK Maden için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi %50 ağırlıklandırma ile kullanılmış, 4.427.685.161 TL sermaye değerine ulaşılmıştır.

DEĞERLEME SONUCU			
Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri (TL)
	(TL)		
İNA	5.237.433.259	50%	2.618.716.629
Benzer Şirket Çarpanları	3.617.937.064	50%	1.808.968.532
Sonuç			4.427.685.161
Çıkarılmış Sermaye			35.000.000
Halka Arz İskontosu			17%
İskontolu Şirket Değeri (TL)			3.675.000.000
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)			105.00

Hesaplanan şirket değeri üzerinden uygulanan %17 iskonto ile 105.00 TL halka arz pay fiyatına ulaşılmıştır.

GÖRÜŞ

- CVK Maden için Tera Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında CVK Maden için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Çarpan analizi yönteminde FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının uygulanmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde şirketin içinde bulunduğu sektöre yönelik benzer şirketlerin seçiminde Borsa İstanbul'da yer alan Madencilik ve Metal Ana Sanayi sektörüne dahil şirketlerin seçilmesinin uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Benzer şirket çarpanlarında belli bir rakamın üzerindeki değerlerin uç değer olarak kabul edilip değerlendirilme dışında bırakılması yanında medyan değer kullanılmış olmasının olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpanların ağırlıklandırılmasında yurt içi için F/K'ya %50, FD/FAVÖK ve PD/DD'ye %25'er, Yurt dışı için ise F/K'ya ve PD/DD'ye %25, FD/FAVÖK'e %50 ağırlık verilmiştir.
- Yurt dışı benzer şirketlerin piyasa değerlerinin CVK Maden için bulunan şirket değeri ile kıyaslandığında oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu bağlamda çarpan analizi ile şirket değeri belirlenirken yurt içi ve yurt dışı ağırlıklandırılmasında yurt içi benzer şirketlere daha fazla ağırlık verilebileceğini düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devlet tahvil faizinin projeksiyon dönemi boyunca yaşayacağı oynaklık da hesaba katılarak %17,5 olarak sabit oran şeklinde baz alınmasının uygun olduğunu düşünüyoruz. Fakat %17.5 oranının nasıl bulunduğu dair bir detaya yer verilmemiş.
- İNA analizinde satış gelirleri ve satışların maliyeti kaleminin projeksiyonunda ön görülen artışlar bir miktar daha fazla detaylandırılıysaydı daha iyi olabilirdi.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %17 iskonto oranı uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 105.00 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.