

**CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.**  
**Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu**

### 1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("CVK Maden" veya "Şirket") için Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tera Yatırım") tarafından hazırlanarak 31.03.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; CVK Maden'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

### 2- Halka Arz Bilgileri

#### HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : <b>35.000.000 TL</b> - Halka Arz Şekli : <b>Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı</b> - Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : <b>7.000.000 TL</b> - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : <b>1.400.000 TL</b> - Halka Arz Miktarı - Toplam : <b>8.400.000 TL</b> - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : <b>20,00%</b>															
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : <b>105,00 TL</b> - Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : <b>3,68 Milyar TL</b> - Halka Arz Büyüklüğü : <b>882,0 Milyon TL</b> - Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : <b>4,41 Milyar TL</b>															
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	<table><thead><tr><th>Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr></thead><tbody><tr><td>- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>70%</td><td>: 5.880.000</td></tr><tr><td>- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>15%</td><td>: 1.260.000</td></tr><tr><td>- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar</td><td>10%</td><td>: 840.000</td></tr><tr><td>- Şirket Çalışanları</td><td>5%</td><td>: 420.000</td></tr></tbody></table>	Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	70%	: 5.880.000	- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	15%	: 1.260.000	- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	10%	: 840.000	- Şirket Çalışanları	5%	: 420.000
Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı														
- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	70%	: 5.880.000														
- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	15%	: 1.260.000														
- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	10%	: 840.000														
- Şirket Çalışanları	5%	: 420.000														
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama															
Dağıtım Yöntemi	- Eşit Dağıtım															
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı															
Konsorsiyum Lideri	- Tera Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 39 üyeli konsorsiyum															
Fiyat İstikrarı	- Yoktur															
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket tarafından 1 yıl bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, - Şirket ortakları tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.															
BİST İşlem Kodu	- <b>CVKMD</b>															
Talep Toplama Tarihleri	- <b>6 - 7 Nisan 2023</b>															

### 3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

CVK Maden ("Şirket") 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. Şirketin 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. Şirketin merkezi Beşiktaş/İstanbul'dur.

Şirket sermayesini 2007 yılında 2.000.000 TL'ye, 2011'de 7.000.000 TL'ye, 2012'de 10.000.000 TL'ye artırmıştır. Artırılan sermaye ile Çanakkale ili Yenice ilçesindeki Kuşun - Çinko Maden ocakları kapasitesi artırılarak yıllık 300.000 ton besleme kapasiteli Kurşun - Çinko Flotasyon tesisi kurulmuştur.

Şirket, 2017 yılında gerçekleştirdiği mevcut Çanakkale-Yenice maden ocaklarının kapasitesini artırıcı çalışmaların yanı sıra İzmir-Bayındır ve Balıkesir-İvrindi bölgelerindeki yeni yatırımlar ile değerli madenler alanında işletme ruhsatı portföyünü genişletmeye devam etmiştir.

Şirket 2020'de sermayesini 35.000.000 TL'ye yükseltmiştir. 29.02.2020 tarihinde krom madencilik sektöründe işigal eden Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. unvanlı şirketin %86,2'lik hissesini satın almıştır. 2022'de Daxport International Limited firmasının sahip olduğu %10'luk hissesini de satın alarak ortaklık oranını %96'ya çıkarmıştır.

Şirket 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.

### Lokasyonlara Göre Ruhsat Alanları ve Faaliyetler

**Bursa / Harmancık / Miran:** Üretimin devam ettiği büyük ruhsat alanıdır.

**Bursa / Harmancık / Kozluca:** Üretime başlamak için orman izni için başvuru yapılmış olup, onay beklemektedir. Bir büyük açık maden ocağı ile gerekli izinleri geldiğinde üretim faaliyetine geçilecektir.

**Bursa / Harmancık / Artıranlar:** Birinci sınıf manyezit cevheri damar bulunan, bu manyeziti üretmek ve aynı zamanda krom madeni üretimi için resmi süreçlerin takip edildiği ruhsat alanıdır.

**Bursa / Harmancık / Alutça:** Yeniden yapılan keşif ve arama çalışmaları neticesinde alınan izinlerden sondaj operasyonları yapılan fakat operasyonlara kış arası verilen ruhsat alanıdır. Ayrıca mevcutta açık maden ocağı üretim izni olup 2023 yılı yaz aylarında üretime geçilecektir.

**Bursa / Orhaneli / Burhandağı:** Mevcut rezervleri geliştirmek ve arttırmak açısından sondaj için orman izinleri beklenen ruhsat alanıdır.

**Bursa / Orhaneli / Karıncalı:** Görünür rezervi açık ocak üretim yöntemi ile üretime alabilmek için orman izinleri beklenen ruhsat alanıdır.

**Bursa / Orhaneli / Göynükbelen:** Bölgeye yapılacak yeni krom madeni zenginleştirme tesisi sonrasında üretime dahil edilecek ruhsat alanıdır.

**Bursa / Orhaneli / Cebelgüney:** Mevcut rezerv için açık ocak projesi yapılan ve orman izni beklenen ruhsat alanıdır. Bu ruhsat bölgeye yapılacak yeni krom madeni zenginleştirme tesisi sonrasında üretime dahil edilecektir.

CVK Maden bünyesinde, Çanakkale ili, Yenice ilçesi, Kalkım Beldesinde ve İzmir ili Bayındır ilçesi sınırları içerisinde toplam 4 adet Kurşun — Çinko maden ruhsatı bulunmaktadır. Bunların 1 tanesi İzmir, 3 tanesi Çanakkale sınırları içerisinde yer almaktadır.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

<b>HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI</b>				
<b>Ortağın Adı</b>	<b>Halka Arz Öncesi</b>		<b>Halka Arz Sonrası</b>	
	<b>Sermaye Tutarı</b>	<b>Sermaye Payı</b>	<b>Sermaye Tutarı</b>	<b>Sermaye Payı</b>
Hüseyin Çevik	33.600.000	96,0%	33.600.000	80,0%
Begüm Çevik	1.400.000	4,0%	0	0%
Halka Açık Kısım	-	-	8.400.000	20,0%
<b>Toplam</b>	<b>35.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>42.000.000</b>	<b>100%</b>

*Kaynak: İzahname*

#### 4- Finansal Tablolar

<b>Bilanço (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>49.271.339</b>	<b>198.284.362</b>	<b>330.161.014</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.124.650	50.095.641	72.602.835
Finansal Yatırımlar	-	-	100.559
Ticari Alacaklar	9.798.502	26.986.189	130.977.086
Diğer Alacaklar	-	9.813.469	5.186.378
Stoklar	11.051.411	87.072.828	70.884.394
Peşin Ödenmiş Giderler	5.971.586	12.205.933	41.889.170
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.384	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	7.323.806	12.110.302	8.520.592
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>454.403.407</b>	<b>665.560.189</b>	<b>741.870.722</b>
Diğer Alacaklar	1.556.474	1.617.250	1.933.040
Kullanım Hakkı Varlıkları	373.077	981.295	534.185
Maddi Duran Varlıklar	438.101.646	652.630.022	726.157.505
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.628.676	1.665.774	1.926.326
Peşin Ödenmiş Giderler	10.078.279	38.915	1.652.000
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.665.255	8.626.933	9.667.666
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>503.674.746</b>	<b>863.844.551</b>	<b>1.072.031.736</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>242.231.599</b>	<b>347.826.124</b>	<b>211.736.587</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	567.741	4.525.679	57.750.195
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	10.962.784	18.752.751	33.229.818
Ticari Borçlar	18.849.359	26.468.469	58.676.273
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.530.537	1.935.820	3.422.432
Diğer Borçlar	618.448	235.029.245	18.861.338
Ertelenmiş Gelirler	203.213.934	44.877.607	6.540.909
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1.885.178	7.381.359	21.591.127
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.603.618	8.855.194	11.664.495
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>59.374.451</b>	<b>107.831.060</b>	<b>150.277.068</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	15.883.952	9.575.108	18.669.896
Diğer Borçlar	-	4.061.971	744.577
Ertelenmiş Gelirler	14.712	-	480.638
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.957.386	8.165.603	17.238.942
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	38.518.401	86.028.378	113.143.015
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>202.068.696</b>	<b>408.187.367</b>	<b>710.018.081</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>190.128.701</b>	<b>384.090.560</b>	<b>700.828.804</b>
Ödenmiş Sermaye	35.000.000	35.000.000	35.000.000
Kar veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Gel.	107.638.816	262.284.932	273.042.281
<i>Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)</i>	<i>107.638.816</i>	<i>262.284.932</i>	<i>273.042.281</i>
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	14.625.267	14.625.267	14.625.267

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	1.127.426	2.130.273
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	5.333.981	31.737.192	46.855.159
Net Dönem Karı / Zararı	27.530.637	39.315.743	329.175.824
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>11.939.995</b>	<b>24.096.807</b>	<b>9.189.277</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>503.674.746</b>	<b>863.844.551</b>	<b>1.072.031.736</b>

<b>Gelir Tablosu (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>
Hasılat	181.723.929	289.609.415	967.043.250
Değişim		59,37%	233,91%
Satışların Maliyeti	-127.714.612	-190.694.385	-413.139.053
<b>Brüt Kâr</b>	<b>54.009.317</b>	<b>98.915.030</b>	<b>553.904.197</b>
Değişim		83,14%	459,98%
Brüt Kar Marjı	29,72%	34,15%	57,28%
Pazarlama Giderleri	-2.072.250	-4.435.754	-9.819.072
Genel Yönetim Giderleri	-417.769	-26.199.377	-111.700.629
Amortisman	10.451.708	34.385.367	49.419.729
<b>FAVÖK</b>	<b>61.971.006</b>	<b>102.665.266</b>	<b>481.804.225</b>
Değişim		65,67%	369,30%
FAVÖK Marjı	34,10%	35,45%	49,82%
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
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>48.287.694</b>	<b>66.945.128</b>	<b>420.420.144</b>
Değişim		38,64%	528,01%
Esas Faaliyet Kar Marjı	26,57%	23,12%	43,47%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.614.882	4.047.239	6.404.422
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-3.735.555	-14.503.491	-1.791.455
<b>Finansman Gid. Öncesi Faal. Kârı</b>	<b>47.167.021</b>	<b>56.488.876</b>	<b>425.033.111</b>
Finansman Gelirleri	2.205.137	15.977.461	17.902.760
Finansman Giderleri	-10.994.693	-17.719.329	-21.884.844
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>38.377.465</b>	<b>54.747.008</b>	<b>421.051.027</b>
Sürdürülen Faal. Vergi Gelir / (Gideri)	-10.677.117	-12.838.557	-89.310.390
Dönemin Vergi Gideri	-1.885.178	-11.830.376	-63.208.890
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-8.791.939	-1.008.181	-26.101.500
<b>Dönem Net Kârı/(Zararı)</b>	<b>27.700.348</b>	<b>41.908.451</b>	<b>331.740.637</b>
Değişim		51,29%	691,58%
Net Kar Marjı	15,24%	14,47%	34,30%
Ana ortaklık payları	169.711	2.592.708	2.564.813
Kontrol gücü olmayan paylar	27.530.637	39.315.743	329.175.824

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## 5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

<b>Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı</b>		
<b>Sarıalan Altın Madeni Projesi</b>		
- İş makinesi/Kamyon, Ekskavatör, Dozer, Yükleyici Alımı	7,0%	<b>70%</b>
- Tesis İnşaatı	10,5%	
- Tesis Makine Ekipman Alımı	28,0%	
- Atık Barajı Yapımı	10,5%	
- Tesis İşletmeciliği ve Maden Ocakcılığı Sarf Malz. Alımı	7,0%	
- Akaryakıt ve Elektrik Tüketim Bedelleri	3,5%	
- İşçilik Ödemeleri	3,5%	
<b>Ruhsat Alımı ve/veya İşletme Sermayesi</b>		<b>30%</b>

Kaynak: İzahname

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

## 6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 13.03.2023 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirket'in pazar değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İNA'ya eşit ağırlık verilmiş olup tarafımızca makuldür.

### a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Tera Yatırım, Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK çarpanını kullanmıştır. 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 ve PD/DD çarpanları için 5'in üzerindeki değerler dikkate alınmamıştır. Değerleme çalışmasında kullanılan çarpanlar için medyan hesaplaması kullanılmıştır. Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 03.03.2023 tarihli Rasyonet ve 08.03.2023 tarihli Bloomberg platformları kullanılarak elde edilmiştir.

Değerlemede Kullanılan Finansallar (TL)	31.12.2022
Net Satışlar	967.043.250
FAVÖK	481.804.225
Ana Ortaklık Net Karı	329.175.824
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	700.828.804
Net Borç	36.946.515

Yurtiçi Benzer Şirketler Madencilik	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (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
<b>TOPLAM</b>		<b>100%</b>	<b>3.219.901.475</b>

Yurtiçi Benzer Şirketler Metal Ana	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (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
<b>TOPLAM</b>		<b>100%</b>	<b>3.090.706.059</b>

Yurtdışı Benzer Şirketler Madencilik	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (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
<b>TOPLAM</b>		<b>100%</b>	<b>4.067.650.819</b>

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler Madencilik	30%	965.970.442
Yurtiçi Benzer Şirketler Metal Ana	20%	618.141.212
Yurtdışı Benzer Şirketler Madencilik	50%	2.033.825.410
<b>TOPLAM</b>	<b>100%</b>	<b>3.617.937.064</b>

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Hesaplanan değerlere tabloda belirtilen ağırlıklar verilerek Piyasa Çarpanları Analizi metodundan 3.617.937.064 TL değer hesaplanmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akımı

İNA metodunda projeksiyon 2023 – 2027 yılları için hazırlanmış olup projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır.

- 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 1 alınmıştır.
- Kurumlar Vergisi oranı %20 olarak alınmıştır.
- AOSM %23,6 olarak hesaplanmıştır.
- Uç değer büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.

İNA sonucunda 5.237,4 milyon TL Şirket değeri hesaplanmıştır.

### b. Sonuç

Şirket için Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50 ağırlık verilerek 4.427,7 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
İNA	5.237.433.259	50%	2.618.716.629
Piyasa Çarpanları	3.617.937.064	50%	1.808.968.532
<b>Toplam</b>			<b>4.427.685.161</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu değere %17 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra piyasa değeri 3.675.000.000 TL ve **halka arz fiyatı 105,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

### 8 Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İNA'ya eşit ağırlık verilmiş olup tarafımızca makuldür.
- Çarpan analizi kapsamında 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 Tera Yatırım tarafından uygun gösterge olmayacağı değerlendirilerek çarpan analizi çalışmasına dahil edilmemiş olup tarafımızca makuldür.
- Dikkate alınan benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak, F/K çarpanları için 30'un üzerindeki değerler, FD/FAVÖK çarpanları için 25'in üzerindeki değerler ve PD/DD çarpanları için 5'in üzerindeki değerler dikkate alınmamıştır. Değerleme çalışmasında kullanılan çarpanlar için medyan hesaplaması kullanılmış olup tarafımızca makuldür.

- Piyasa çarpanları analizinde yurt içi benzer şirketler için F/K çarpanına %50, FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanına %25'er; yurt dışı benzer şirketler için FD/FAVÖK'e %50, F/K ve PD/DD'ye %25'er ağırlık verilmiştir. Bahsi geçen çarpanlarda yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerde farklı ağırlıklandırılmış olmasının nedeninin Fiyat Tespit Raporunda detaylıca açıklanması gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in iştigal ettiği sektöre yönelik seçilen benzer şirketleri ve baz alınan sektörleri makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde AOSM oranı %23,6 olarak baz alınmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA ve Piyasa çarpanları analizi sonucunda hesaplanan şirket değerine %17 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 105,0 TL değer bulunmuştur. Fiyat Tespit Raporundaki projeksiyonda majör sapmalar olmayacağı varsayımıyla halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.