



**CVK MADEN İŞLETMELERİ
SANAYİ VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ**

FİYAT TESPİT RAPORU

13.03.2023

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Rapor No: 2023/02

İÇİNDEKİLER

KISALTMA VE TANIMLAR	3
1. RAPOR BİLGİLERİ.....	4
2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER	5
3. SORUMLULUK BEYANI.....	5
4. YETKİNLİK BEYANI.....	6
5. SINIRLAYICI KOŞULLAR.....	7
6. YÖNETİCİ ÖZETİ.....	8
7. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ.....	9
7.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler	9
7.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	13
7.3. Yönetim Kurulu.....	13
7.4. Faaliyetler	14
7.5. Sektör Bilgileri.....	25
7.6. Finansal Bilgiler.....	30
7.6.1. Bilanço	32
7.6.2. Gelir Tablosu.....	38
8. DEĞERLEMeye İLİŞKİN TEMEL HUSUSLAR	41
8.1. Değerlemede Baz Alınan Finansal Veriler	41
8.2. Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Durumlar.....	41
9. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR	42
9.1. Benzer Şirketler.....	44
9.2. Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler	48
9.3. Çarpan Analizi Yöntemi	48
9.4. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu.....	51
9.5. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMI ANALİZİ.....	52
9.5.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Varsayımları	52
9.5.1.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları.....	53
9.5.1.2. Gelir Tablosu Göstergeleri	53
9.5.2. Net İşletme Sermayesi.....	55
9.5.3. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması.....	55
10.SONUÇ	58

KISALTMA VE TANIMLAR

A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Ar-Ge	Araştırma ve Geliştirme
Avro, Euro	Avrupa Birliği Para Birimi
Bağımsız Denetim Raporu	RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31 Aralık 2022, 2021 ve 2020 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporu
BİST, BİAŞ, Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BSMV	Banka ve Sigorta Muamele Vergisi
COVID 19, Pandemi	COVID 19 Pandemisi
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
Çevre Kanunu	2872 Sayılı Çevre Kanunu
CIF	Kelime anlamı navlun, mal bedeli ve sigorta olan uluslararası ticarete ilgili terim (Cost Insurance Freight)
CVK Mineral	CVK Mineral Madencilik Nakliyecilik İnşaat Taahhüt ve Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
FAVÖK	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
GVK	193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu
Grup	Şirket ve Bağlı Ortaklığı
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
Ha	Hektar
Hayri Ögelman, Bağlı Ortaklık	Hayri Ögelman Madencilik Anonim Şirketi
İFR	İşletme Faaliyet Raporu
İhraççı, Şirket, Ortaklık, CVK Maden	CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
İR	İşletme Ruhsatı
İş Kanunu	4857 Sayılı İş Kanunu
İş Sağlığı ve Güvenliği Kanunu	6331 Sayılı İş Sağlığı ve Güvenliği Kanunu
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KVK	5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
Maden Kanunu	3213 Sayılı Maden Kanunu
MAPEG	Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MİSGEP	Maden İş Sağlığı ve Güvenliğinin Geliştirilmesi Projesi
MTA	Maden Tetkik Arama Genel Müdürlüğü
Orman Müdürlüğü	T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı, Orman Genel Müdürlüğü'nün Taşra Teşkilatlanmasında Yer Alan İdari Mercii
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
Pb	Kurşun Elementinin Kimyasal Simgesi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SPKn	6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
Tera Yatırım, Yetkili Kuruluş	Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Takasbank	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB, Merkez Bankası	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TTK	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG veya Ticaret Sicil	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMREK	Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu
VUK	213 Sayılı Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

1. RAPOR BİLGİLERİ

Değerlemenin Amacı

13.03.2023 tarihli bu rapor Kuruçeşme, Muallim Naci Cad. No:105B, 34345 Beşiktaş/İstanbul adresinde mukim **CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("CVK Maden", "Şirket")** ile Eski Büyükdere Caddesi, No:9 İz Plaza Giz Kat:11 Maslak/İstanbul adresinde mukim **Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tera Yatırım")** arasında 01.03.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmesi kapsamında Şirket'in paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği" (III-62.1 sayılı Tebliğ) gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na (UDS) uygun olarak tespiti amacıyla 02.01.2015 tarih ve G-001 (348) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Tera Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Değerleme Tarihi

Rapor tarihi olan 13.03.2023'dür.

Değerleme Para Birimi

Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı Yöntemleri kullanılmıştır.

UDS uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI ve ETİK İLKELER

Halka arz edilmesi amaçlanan Şirket'in işbu Fiyat Tespit Rapor'unda yer alan değerlendirme çalışmasının III-62.1 sayılı Tebliğ'i ve UDS dikkate alınarak; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkelere uygun olarak hazırlandığını beyan ederiz.

- Değerleme çalışması yapılırken dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerlendirme talebini yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Raporda kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler, Şirket'in daha önce yaptığı açıklamalar, emsal şirket değerleri için Rasyonet ve Bloomberg Veri Terminalleri ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ilan edilen finansal tablolardan elde edilen bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

3. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen ilke kararlarına 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, 13.03.2023 tarih ve 2023/02 numaralı CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

4. YETKİNLİK BEYANI

Şirket'in güncel şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen işbu 23.02.2023 tarih ve 2023/02 numaralı Fiyat Tespit Raporu'na 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 değerlendirilmesine ilişkin gerekli olan;

- "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,
- Ayrı 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,
- Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkelere ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlarına uygun olarak gerçekleştiren

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.

Proje Ekibi:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 02.01.2015 tarih ve G-001 (348) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık faaliyeti izni bulunan Tera Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan Tera Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58/1477 sayılı Kurul onayı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine dahil edilmiş olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Tera Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir. Konusunda uzman çalışma ekibi, Tera Yatırım Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı Ethem Umut Beytorun tarafından yönetilmiştir.

Tera Yatırım'ın 01.03.2023 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık Sözleşmesi" ve 17.03.2023 tarihinde imzalanmış "Aracılık ve Konsorsiyum Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

Ethem Umut BEYTORUN (Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı): Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi'nden 1996 yılında mezun olan Ethem Umut BEYTORUN, 1998-2012 yılları arasında bankacılık kariyerinde, çeşitli departmanlarda yetkili/yönetmen pozisyonlarındaki çalışmaları sonrasında en son şube müdür yardımcılığı görevinin ardından sektörden ayrılmıştır. 2012 yılı sonrasında ise aracı kurumların; satış, araştırma, eğitim ve kurumsal finansman departmanlarında yönetici olarak görev almıştır. 2020 yılı Haziran ayından itibaren çalışmaya başladığı Tera Yatırım'da kurumsal finansman genel müdür yardımcısı olarak görev yapmaktadır. Kurumsal finansman alanında, çok sayıda halka arz, sermaye artırımları, borçlanma aracı ihraçları, pay alım teklifleri ile değerlendirme projelerini yürütmüştür. Sermaye Piyasaları Türev Araçlar (Belge No: 306110) ve Düzey 3 (Belge No: 907361) Lisanslarına sahiptir.

Şirket için hazırlanan değerlendirme çalışmasında; SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III.62-1) ve UDS ve aşağıdaki etik ilkeler dikkate alınarak hesaplamalara ulaşılmıştır.

Kullanım, Dağıtım veya Yayımlanma Kısıtlamaları

İşbu rapor muhatabı olan Şirket ve bağlı ortaklığının dahili kullanımı ve şirket değerinin tespiti ile ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince bu rapor Tera Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

5. SINIRLAYICI KOŞULLAR

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan ve değerlendirme çalışmasında kullanılan tüm veriler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış verilere ve Şirket adına RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31 Aralık 2020, 2021 ve 2022 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna ve Tera Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Tera Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması ihtimal dahilindedir.
- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışılagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.
- Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.
- Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.
- Tera Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan eder.

6. YÖNETİCİ ÖZETİ

Şirket'in sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile halka arz edilecek paylarının şirket değeri ve pay başına fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1) Çarpan Analizi

2) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve şirketin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan tüm veriler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış verilere ve Şirket adına RAM Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporu ile Şirket yönetiminin tahminleri ve Tera Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır. Veri platformu olarak Rasyonet ve Bloomberg Veri Platformu kullanılmıştır.

Tera Yatırım değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Tera Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesinde tüm tahminler Tera Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmektedir. Tera Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA), Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Nihai değer hesaplamasında Çarpan Analizi Yöntemi %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi %50 ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Yapılan bu değerlendirmeler sonucunda **4.427.685.161 TL** sermaye değerine ulaşılmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan **35.000.000 TL**'ye göre halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri **126,51 TL**'ye karşılık gelmektedir. Buna göre, Şirketin %17 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri **3.675.000.000 TL** ve halka arz pay başına değer **105,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

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

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	3.675.000.000
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	105,00
Halka Arz Büyüklüğü	882.000.000

7. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

7.1. Şirket Hakkında Genel Bilgiler

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.

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'in merkez adresi "Kuruçeşme Mah. Muallim Naci Cad. No:105B K:2 Beşiktaş, İstanbul" olarak tescil ettirmiştir.

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. Her bölgede kurduğu tesislerde olduğu gibi burada da doğaya gösterilen saygı üst safhada olmuş, bir atık barajı inşa edilmiş ve atıklar depolanmıştır. Çanakkale İli Yenice İlçesi Kalkım Beldesi'nde kurulan tesis, modern şartlar altında son teknoloji ile donatılmıştır.

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

01.10.2020 tarihinde Şirket sermayesi 35.000.000 TL'ye yükseltilmiştir. 29.02.2020 tarihinde krom madenciliğinde sektörün önde gelen madencilik üreticilerden olan Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. unvanlı şirketin %86,20'lik hissesinin sahibi olarak Krom madenciliğindeki pazar gücünü artırmıştır. 16.12.2022 tarihinde, bağlı ortaklığı Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. firmasının %10 hissesine sahip Daxport International Limited firmasının hisselerin 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; krom, kurşun, çinko cevheri üretiminde faaliyet gösteren ve sektöründe önde gelen madencilik firmalarından biridir.

Şirket'in faaliyetlerinin gelişiminde önemli olaylar

Tarih	Önemli Gelişmeler
2006	Şirket 15.08.2006 yılında 500.000 TL sermaye ile Dikilitaş Mahallesi Ayazmadere Caddesi Yeşilçimen Sokak No:/ Kat:7 Beşiktaş İstanbul adresinde CVK Krom Maden Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ünvanı ile kurulmuş ve krom madenciliği alanında faaliyetlerine başlamıştır.
2007	2007 yılında sermaye 500.000 TL'den 2.000.000 TL'ye çıkartılarak, 1.500.000 TL sermaye artışı yapılmıştır. 1.500.000 TL artırılan sermayenin ¼ ü peşin kalan kısmı ise 3 ay içerisinde ödenmiştir. Şirket sermaye artışı ile birlikte yatırımlarını hızlandırmıştır.
2009	2009 yılında merkez adres değişikliği yapılmıştır. Yeni merkez adresi Kuruçeşme Mahallesi Muallim Naci Caddesi No: 107 Kat: 2 Ortaköy/Beşiktaş İstanbul olmuştur.
2011	2011 yılının başında ise, merkez adresinin kapı numarası No: 107 yerine No: 105B olarak değiştirilmiştir. Aynı yıl sermaye 2.000.000 TL'den 7.000.000 TL'ye yükseltilerek 5.000.000 TL sermaye artışı yapılmıştır. Artırılan bu

	<p>sermayenin tamamı YMM raporlarında da belirtildiği üzere ilgili dönemin ortaklarının alacaklarından karşılanmıştır.</p> <p>2011 yılının Kasım ayında Şirket'in ünvanı CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.</p>
2012	<p>2012 yılında sermaye 7.000.000 TL'den 10.000.000 TL'ye çıkartılarak, 3.000.000 TL sermaye artışı yapılmıştır. Artırılan sermayenin ¼ ü 3 ay içerisinde, kalan kısmı ise 3 yıl içerisinde ödenmiştir. Sermaye ile yeni kaynaklar ilave edilmiş ve Çanakkale İli Yenice İlçesindeki Kurşun - Çinko Maden ocakları kapasitesi artırılmış ve yıllık 300.000 ton besleme kapasiteli Kurşun - Çinko Flotasyon tesisi kurulmuştur. Şirket madenlerinin bulunduğu bölgelerde kurduğu tesislerde olduğu gibi burada da doğaya gösterilen saygı ve özen üst safhada tutmuş ve bir atık barajı inşa edilmiştir. Çanakkale İli Yenice İlçesi Kalkım Beldesinde kurulan tesis, modern şartlar altında son teknoloji ile donatılmıştır.</p>
2014	<p>2014 yılında Merkez adres değişikliği yapılmıştır. Yeni Merkez adresi Gümüşsuyu Mahallesi İnönü Caddesi No: 8 Taksim Beyoğlu/İstanbul olmuştur.</p>
2017	<p>2017 yılında İzmir-Bayındır kurşun - çinko lisansları, Çanakkale-Yenice kurşun - çinko lisansları ve Balıkesir-Sarıalan altın lisansı yatırımları ile değerli madenler alanında işletme ruhsatı portföyünü zenginleştirmeye devam etmiştir.</p>
2019	<p>10.04.2019 tarihinde MAPEG ihalesinden 4.Grup 201900481 Ruhsat numaralı kurşun-çinko arama ruhsatı alınmıştır.</p>
2020	<p>01.10.2020'de Şirket sermayesi 10.000.000 TL'den 35.000.000 TL'ye çıkarılarak 25.000.000 TL sermaye artışı yapılmıştır. Artırılan bu sermayenin ¼'ü peşin kalan kısmı ise 24 ay içerisinde ödenmiştir.</p> <p>29.10.2020 tarihinde krom madenciliğinde önde gelen üreticilerden Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. unvanlı şirketin %86,20'lik hissesinin sahibi olarak krom madenciliğinde pazar payını artırmıştır.</p> <p>10.11.2020 tarihinde MAPEG ihalesinden 4.Grup 202001387 Ruhsat numaralı Krom Arama Ruhsatı alınmıştır.</p> <p>2020 yılının Kasım ayında Merkez adres değişikliği yapılmıştır. Yeni Merkez adresi Kuruçeşme Mahallesi Muallim Naci Caddesi No:105/B Beşiktaş İstanbul olmuştur.</p>
2021	<p>16.04.2021 tarihinde Balıkesir - Sarıalan madencilik ÇED raporu alınmıştır.</p>
2022	<p>05.09.2022 tarihinde Balıkesir - Sarıalan tesis ÇED raporu alınmıştır.</p> <p>16.12.2022 tarihinde, bağlı ortaklığı Hayri Ögelman Madencilik A.Ş. firmasının %10 hissesine sahip Daxport International Limited firmasının hisselerin tamamı Şirket tarafından satın alınmıştır. Bu satın alma sonrasında bağlı ortaklığın ortaklık yapısı %96 CVK Maden ve %4 Hüseyin Çevik şeklinde olmuştur.</p>

Şirket'in sahip ve işletmekte olduğu maden sahaları ve maden sahalarına ilişkin özet bilgiler aşağıdaki gibidir;

Ruhsat No	Ruhsat Alanı (Ha)	Ruhsat Bitiş Tarihi	Bölge	Maden Cinsi	Kaynak Tahmin Miktarı (M ton)
IR7077 (a)	1,609.140	7.07.2024	Yenice / Çanakkale	Kurşun - Çinko	2.06
IR87500 (a)	941.200	30.07.2029	Bayındır / İzmir	Kurşun - Çinko	2.06
IR20066206 (a)	1,944.800	31.12.2031	Yenice / Çanakkale	Kurşun - Çinko	0.9
IR201900481	1,398.460	10.04.2026	İvrindi / Balıkesir	Kurşun - Çinko	-
IR 200903319 (b)	1,562.840	12.08.2025	Sarıalan / Balıkesir	Altın - Gümüş	(b)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

(a) Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu ("Umrek") yetkililerince 2021 yılının Nisan ayında hazırlanan "Teknik ve Kaynak Tahmin Raporu"ndan temin edilmiştir.

(b) Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu ("Umrek") yetkililerince 2021 yılının Eylül ayında hazırlanan "Maden Rezerv Raporu"na göre; ilgili rezerv sahasında görünür altın rezervi 264,620 ons olarak tespit edilmiştir. İlgili rezerv sahasının 913,33 Ha'lık kısmı için Çevre Etki Değerlendirme ("ÇED") raporu temin edilmiştir.

Şirket'in bağlı ortaklığı

Hayri Ögelman Madencilik A.Ş.'nin sahip olduğu ve işletmekte olduğu maden sahaları ve maden sahalarına ilişkin özet bilgiler aşağıdaki gibidir:

Ruhsat No	Ruhsat Alanı (Ha)	Ruhsat Bitiş Tarihi	Bölge	Maden Cinsi	Kaynak Tahmin Miktarı (M ton) (a)
IR45193	6,306.870	24.11.2031	Bursa/Harmancık	Krom	5.73
IR45206	2,008.690	07.12.2030	Bursa/Orhaneli	Krom	0.06
IR550	326.560	31.03.2023	Kütahya/Tavşanlı	Krom	0.07
IR34	174.320	03.12.2030	Bursa/Orhaneli	Krom	0.06
IR26778	397.140	16.02.2031	Bursa/Kemalpaşa	Krom	0.06
IR1684	170.800	23.12.2029	Bursa/Orhaneli	Krom	0.01
IR400	1,007.670	13.04.2023	Bursa/Orhaneli	Krom	0.06
IR517	442.140	04.03.2030	Bursa/Orhaneli	Krom	0.03
IR3537 (b)	1,850.03	17.02.2026	Pülümür/Tunceli	Krom	-
IR7045 (b)	2,008.010	25.08.2027	Bursa/Orhaneli	Krom	-

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

a) Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (“Umrek”) yetkililerince 2021 yılının Nisan ayında hazırlanan “Teknik ve Kaynak Tahmin Raporu”ndan temin edilmiştir.

b) İlgili maden sahalarına ait kaynak tahmin miktarları, Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (“Umrek”) yetkililerince 2021 yılının Nisan ayında hazırlanan “Teknik ve Kaynak Tahmin Raporu”ndan temin edilememiştir.

7.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket’in 35.000.000 TL tutarındaki mevcut çıkarılmış sermayesi içindeki ortakların pay oranı ve tutarı aşağıda verildiği gibidir.

Grubu	Nama/Hamiline Olduğu	İmtiyazların türü (Kimin sahip olduğu)	Bir Payın Nominal Değeri (TL)	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)
A	Nama	İmtiyaz Var Hüseyin Çevik	1	17.500.000	50
B	Hamiline	İmtiyaz Yok Hüseyin Çevik	1	16.100.000	46
B	Hamiline	İmtiyaz Yok Begüm Çevik	1	1.400.000	4
TOPLAM				35.000.000	100

Şirket Esas Sözleşmesi’nin 6. maddesi çerçevesinde Şirket’in sermayesi, 35.000.000 TL (otuzbeşmilyonTürkLirası) olup bu tutar muvazaadan arı şekilde tamamen ödenmiştir. Bu sermayenin her biri 1 TL (BirTürkLirası) itibari kıymette 35.000.000 (otuzbeşmilyon) adet paya ayrılmıştır.

Bu paylardan, 17.500.000 (onyedimilyonbeyüzbin) adeti (A) Grubu paylardan, 17.500.000 (onyedimilyonbeyüzbin) adeti (B) grubu paylardan oluşmaktadır. (A) grubu paylar nama yazılıdır ve bu paylar esas sözleşmeden belirtilen özel hak ve imtiyazlara sahiptir. (B) grubu paylar hamiline yazılıdır ve bu paylara herhangi bir özel hak ve imtiyaz tanınmamıştır.

7.3. Yönetim Kurulu

Şirket esas sözleşmesinin 7. maddesi gereği Şirket’in Yönetim Kurulu en az 6 (altı) üyeden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu üyeleri 11.11.2022 tarihinde Türk Ticaret Kanunu’nun (TTK) 362.maddesine uygun olarak 1 (bir) yıllığına seçilmiştir.

Yönetim Kurulu’nu gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Adı Soyadı/Unvanı	Görevi	Görev Süresi
Hüseyin ÇEVİK	Yönetim Kurulu Başkanı	1 Yıl
Halil İbrahim EGE	Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı	1 Yıl
İhsan KÜÇÜKGENCAY	Yönetim Kurulu Üyesi	1 Yıl
Begüm ÇEVİK	Yönetim Kurulu Üyesi	1 Yıl
Murat YILDIZ	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	1 Yıl
Mehmet Burak TELCİOĞLU	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi	1 Yıl

7.4. Faaliyetler

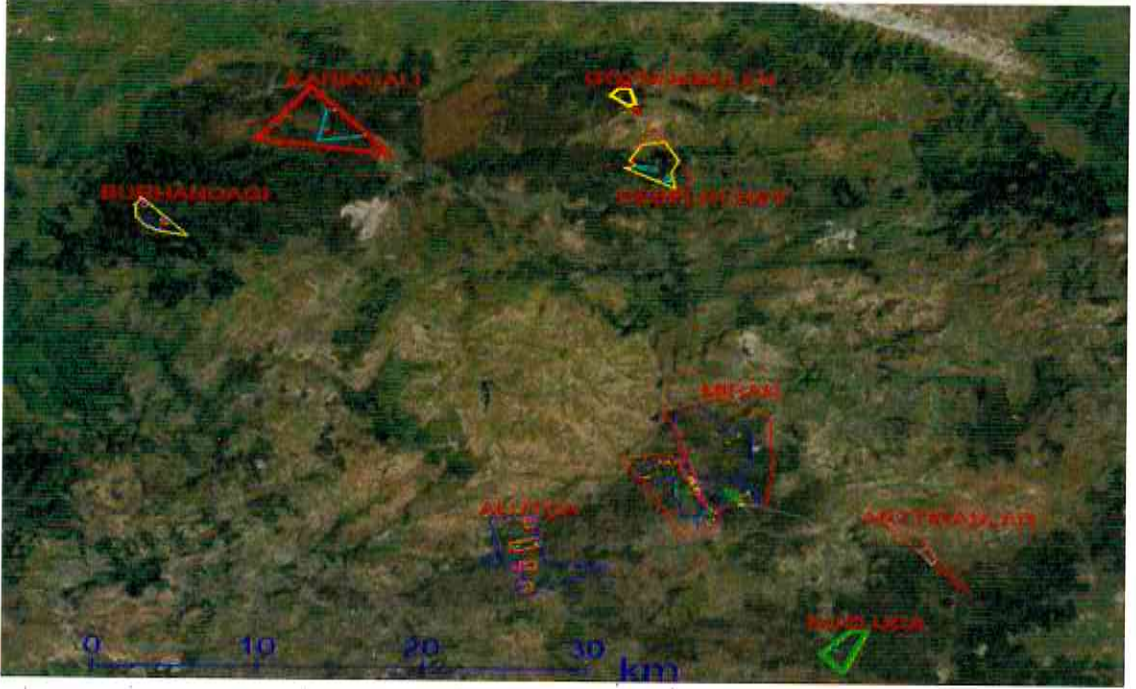
Şirket krom, kurşun, çinko ve manyezit cevherlerinin üretimi, alım satımı ve pazarlaması konularında faaliyet göstermektedir. Şirket, aynı zamanda maden lisanslarını almak ve portföyünde bulunan maden lisanslarını satmak konusunda da faaliyet göstermektedir. Şirket'in ayrıca Balıkesir-Sarıalan bölgesinde kısmi rezerv tespiti tamamlanmış altın ve gümüş madeni lisansı da bulunmaktadır. Şirket, altın faaliyetleri ile ilgili resmi yükümlülüklerini yerine getirmiş, yatırımlara başlamış olup, yakın gelecekte altın madenini faaliyete geçirmeyi planlanmaktadır.

Şirket'in bağlı ortaklığı, işbu fiyat tespit raporunun 7.1. maddesinde bahsi geçen krom madeni ruhsatlarının sahibidir. Krom madeni faaliyetleri Bursa ili Orhaneli ve Harmanlık ilçelerinde yoğunlaşmış şekilde devam etmektedir.



Bursa İli Ruhsat Alanları

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 beklenmektedir. Bir büyük açık maden ocağı ile gerekli izinleri geldiğinde üretim faaliyetine geçilecektir.

Bursa / Harmancık / Artıranlar: Birinci sınıf Manyezit cevheri damarı 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.

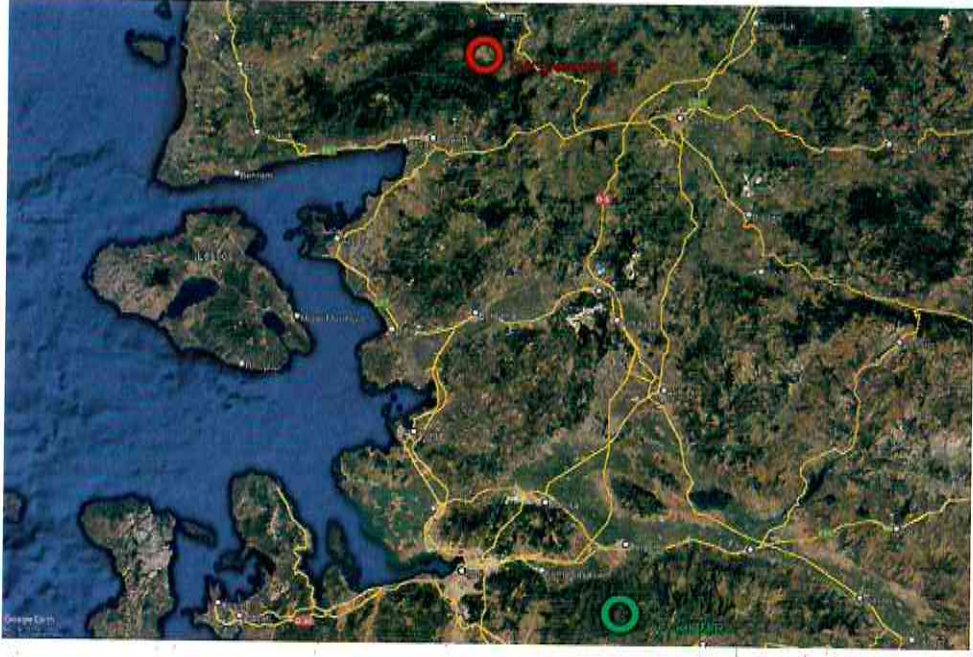
Bursa / Orhaneli / Burhandağı: Mevcut rezervleri geliştirmek ve arttırmak için sondaj için orman izinleri beklenen ruhsat alanıdır.

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

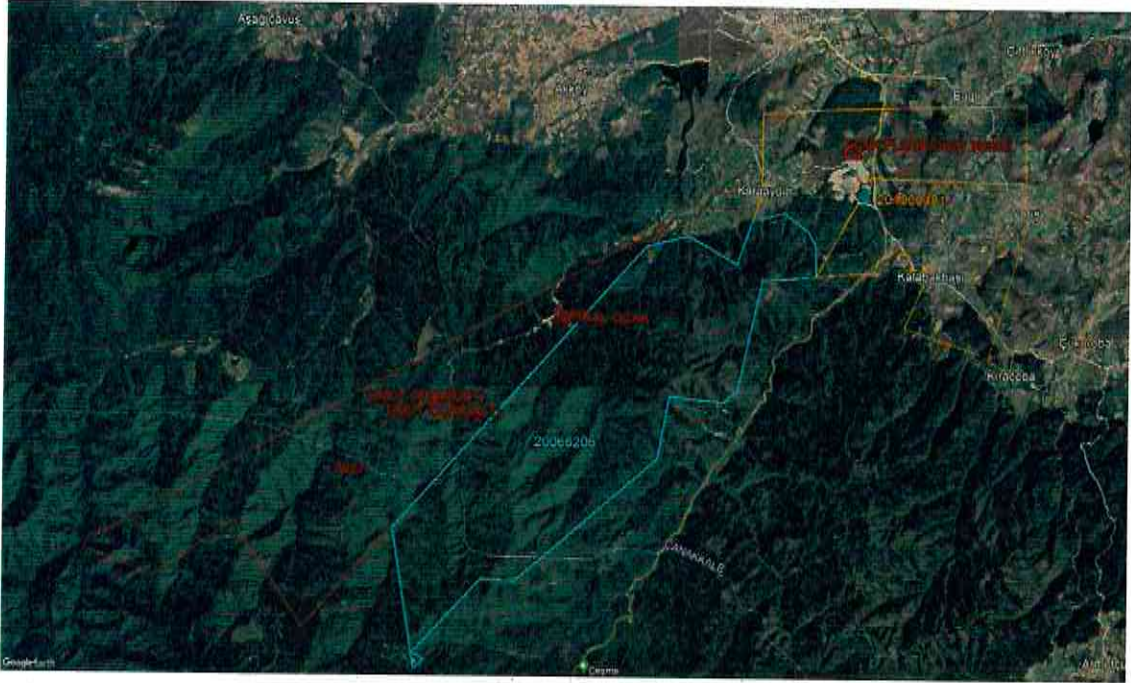
Bursa / Orhaneli / Göynükbelen: Bölgeye yapılacak yeni krom madeni zenginleştirme tesisi sonrasında üretime dahil edilecek ruhsat alanıdır.

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 İli, Yenice İlçesi, Kalkım Beldesinde ve İzmir İli Bayındır İlçesi sınırları içerisinde, toplam 4 adet Kurşun – Çinko maden ruhsatı bulunmaktadır. Bunların 1 tanesi İzmir, 3'ü Çanakkale sınırları içerisinde.



CVK Madencilik Çanakkale ve İzmir Ruhsatlarının Bulunduğu Bölgeler

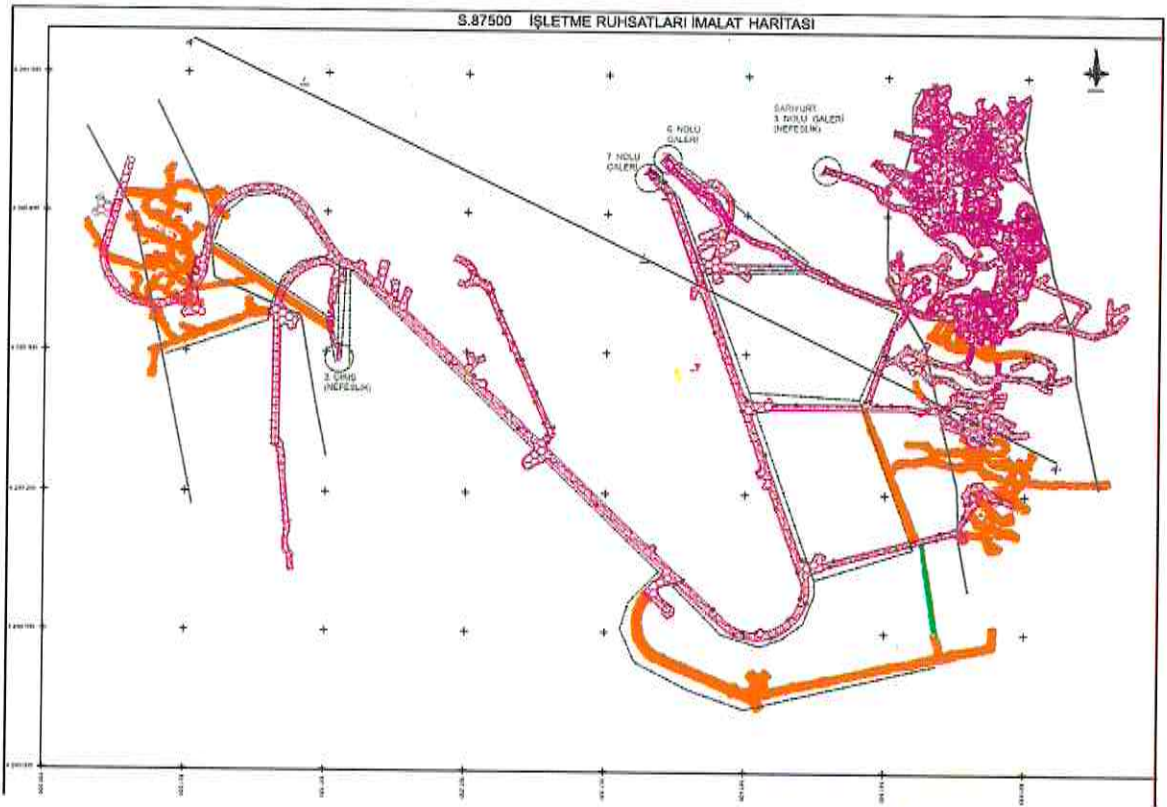


CVK Maden Çanakkale Yenice - Kalkım Maden Ruhsat Alanları



CVK Madencilik İzmir Maden Ruhsat Alanı

Çanakkale ve İzmir Yeraltı Maden İşletmelerinde ilgili ruhsatlar çerçevesinde, rödovansçılar üzerinden maden üretim faaliyetleri yürütülmektedir. Bu kapsamda yeraltı maden üretimi ve madenin yerüstü cevher stok alanına getirilinceye kadar ki süreci rödovansçılar yürütmektedir. CVK Maden, tüvenan cevheri rödovansçıdan, ocak önü bedeli karşılığında satın alıp, flotasyon tesisine naklini sağlamaktadır.



İzmir 87500 Ruhsatı Yeraltı Maden İşletmesi Planı

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.

Maden Yönetmeliği'nin 101/1. maddesine istinaden; Şirket'e ait bazı ruhsat alanlarında, madencilik faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla üçüncü taraflarla rödovans sözleşmeleri imzalanmıştır. Maden işletme ruhsat sahiplerinin, ruhsat sahalarının bir kısmı veya tamamı için üçüncü kişilerle yapmış oldukları rödovans sözleşmelerinin ve bu sözleşmelerde yapılan değişikliklerin, MAPEG'e bildirilmesi ve maden siciline bilgi amaçlı şerh edilmesi zorunludur. MAPEG hiçbir şekilde rödovans sözleşmelerine taraf değildir. Rödovans sözleşmeleri MAPEG'in izin verdiği tarih itibarıyla sicil kayıtlarına şerh edilmektedir.

Şirket'in bağlı ortaklığı olan Hayri Ögelman A.Ş. hem SMB madencilik hem de Arif İtik ile ayrı ayrı Bursa-Harmancık bölgesinde bulunan IR-45193 numaralı ruhsat sahasının bazı alanlarında krom madeni üretimi için rödovans sözleşmeleri yapmıştır. Rödovans haklarına sahip şirketler, üretilen maden cevherini anlaşılan oranda Hayri Ögelman A.Ş.'ye rödovans payı olarak vermektedir.

Şirket, SMB madencilik ile İzmir-Bayındır bölgesinde bulunan IR-87500 numaralı ruhsat sahasında tüvenan kurşun-çinko cevheri üretimi için rödovans modeli işletme yapısı oluşturmuştur. Bu işletmede üretilen cevher Çanakkale-Yenice-Kalkım bölgesinde bulunan flotasyon tesisine taşınarak işlenmektedir. Atık havuzu kapasitesi dolduğu için yeni atık havuz yapılana kadar bu bölgedeki üretime ara verilmiştir.

Şirket, Çanakkale-Yenice - Kalkım bölgesinde bulunan IR-7077 numaralı ruhsat sahasında tüvenan kurşun çinko cevheri üretimi için Delen Maden A.Ş ile rödovans modeli işletme yapısı oluşturulmuştur.

Şirket, rödovansçının sahadaki çalışmalarını, ticari ve işletmesel defter kayıtlarını, yerinde ölçüm suretiyle imalat haritasını ve üretimini, cevher sevkiyatını, malın teslim edildiği yerdeki kayıtlarını ve sözleşmeden doğan ilgili sair evrakı her zaman kontrol etmeye, suret talep etmeye, denetlemeye yetkilidir. Sözleşme çerçevesinde gerçekleştirilecek rödovans faaliyetlerinden doğacak iş hukuku, işçi sağlığı ve iş güvenliği ile ilgili idari, mali ve hukuki tüm sorumluluklar rödovansçıya aittir.

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 gerekli bilgi ve dokümanlar ile başvuruda bulunarak süre uzatımı talebinde bulunmaktadır. MAPEG tarafından denetim neticesinde uygunluk kararı verilmesi gerekmektedir.

Şirket'in bağlı ortaklığı Hayri Ögelman'ın Bursa-Harmancık'taki krom madeninde üretimin çok büyük bir kısmını oluşturan yüksek tenörlü krom cevheri herhangi işlemten geçmeden direkt olarak ihraç edilmektedir. Düşük tenörlü krom cevheri ise krom zenginleştirme (konsantre) tesisinde işlenerek, tenörü yükseltilmekte ve satılabilir hale getirilmektedir. Mevcut üretim alanlarında düşük tenörlü cevher tonajının az olması nedeniyle, düşük tenörlü cevherler biriktirilmekte ve kapalı olan krom zenginleştirme (konsantre) tesisinin tesis besleme kapasitesine ulaşıldığında 2023 yılı

Mayıs/Haziran aylarında tekrar faaliyete geçirilmesi planlanmaktadır. Aynı zamanda düşük tenörlü cevher üretiminin artırılması için yeni üretim alanları planlanmış, izin başvuruları yapılmıştır. Krom zenginleştirme tesisinin sürekli olarak çalıştırılması hedeflenmektedir.

Şirket'in Balıkesir-Sarıalan bölgesinde bulunan altın madeni üretimi için gerekli olan, Maden ÇED Olumlu Raporu ve Üretim tesisinin yapımı ve çalıştırılması için gerekli olan Tesis ÇED Olumlu Raporu 2022 yılı içerisinde alınmıştır. Şirket'in sicil 200903319 maden ruhsat numaralı Sarıalan Altın Madeni Projesi bünyesinde proje ilk dönem yatırımları çerçevesinde Yönetim Binası, personel yemekhane ve yatakhane binalarını da kapsayan ana kampüs alanı inşaa edilmeye başlanmıştır. 2024 yılı sonuna kadar atık havuzu ve üretim tesislerinin tamamlanması ve 2025 yılı içerisinde ilk üretimin başlaması akabinde yıllar itibari ile üretimin artırılarak devam etmesi planlanmaktadır. 2025 yılı için 10.000 ons, 2026 yılı için 20.000 ons ve 2027 yılı için 30.000 ons altın üretimi planlanmaktadır.

CVK Maden, kendi bünyesinde bulundurduğu maden mühendisleri ile yeraltı üretim faaliyetlerinin, işletme projesine uygun yürütülüp yürütülmediğini kontrol eder. Bunun dışında yeraltı ve yerüstü maden arama ve sondaj çalışmalarını yürütür.

İlgili ruhsatlarda, öncelikle maden arama faaliyetleri yapılmakta olup, ardından maden üretimi planlanmakta ve uygulanmaktadır. Bu bölgeler kurşun, çinko, gümüş ve bakır içeriği açısından önemli potansiyele sahiptir. Yeraltı maden işletmeciliği yöntemleri ile üretim yapılmaktadır. Cevher kompleks yapıda olup, kurşun(galen) ve çinko(sfalerit) cevherleri tüvenan maden içerisinde kazanılmaktadır.

Üretilen cevher kamyonlarla flotasyon tesisine getirilir. Selektif flotasyon yöntemi ile cevher zenginleştirme işlemine tabii tutularak, kurşun ve çinko konsantreleri elde edilir. Üretilen konsantrelerin Çinko için %50, Kurşun için %60 tenör seviyelerinde zenginleştirilmesi amaçlanmaktadır.

Şirket'in cevher zenginleştirme tesisi olarak kullanılan flotasyon tesisi, Çanakkale İli, Yenice İlçesi, Kalkım Beldesi sınırları içerisinde bulunmaktadır. Çanakkale ve İzmir'de bulunan yeraltı maden işletmelerinde üretilen cevherler burada zenginleştirilmektedir.

Maden işletmelerinde üretim, piyasa koşulları gözetilip, asgari olarak yıllık bütçe ve üretim planlamaları yapılmaktadır. 2012 yılında tamamlanan atık barajının kapasitesi dolmuştur, üretim çalışmalarına yeni atık barajı inşaatı tamamlanana dek ara verilmiştir. Yeni atık barajı için çalışmalara başlanılmış olup, en kısa sürede tamamlanması hedeflenmektedir.

İş Akış Süreçleri

a. Arama ve Keşif

Bir İşletme Ruhsatında istihdam edilen Jeoloji Mühendisleri tarafından önce keşif (exploration) çalışmaları yapılır.

- Uzaktan Algılama (Uydu Fotoğrafları ile arazinin incelenmesi)
- Jeolojik Haritalama (Jeolojik Formasyon sınırlarının belirlenip ölçekli haritalara işlenmesi)
- Numuneleme (haritalama çalışmaları esnasında verilen lokasyonlardan ölçekli fotoğraflar da eklenerek, koordinatları işaretlenerek el numunesi-kayaç numunesi alımı)
- Gerekli görülürse toprak ve dere kumu numuneleri alma
- Tüm jeolojik birimlerden pusula ölçümlerinin alınması (doğrultu ve eğim ölçümleri)
- Cevher mostralarının (cevherin yüzlekverdiği noktalar) belirlenerek, doğrultu (kuzey ile yaptığı açı) – eğim (yatay ile yaptığı açı) ölçümlerinin alınması
- Yeryüzünde mostraların doğrultu boyu devamlarının takibi,
- Jeolojik birim olarak cevher potansiyeli taşıyan noktalara hesaplar yapılarak arama sondajı yapılması,
- Cevher mostralarına hesapla arama-geliştirme sondajlarının yapılması.

b. Sondaj Operasyonları (Karot Numunesi Alımı)

Bu operasyon için yapılmış makine ve ekipmanlarla (yeraltı veya yerüstünden) yer içinden numune alma işlemidir. Karot: sondaj neticesinde alınan silindirik numunelerdir.

c. Üç Boyutlu Modelleme ve Rezerv Hesapları

Alınan sondajlar iki ve üç boyutlu halde uygun programa işlenir. Cevherin taban ve tavan sınırları bilgisayar programı ile doğrultu ve eğim boyunca birbirleriyle birleştirilir ve Üç Boyutlu Cevher Modeli elde edilir.

d. Üretim Planı

Yapılan cevher modelleme ve rezerv tespitinin ardından Maden Mühendisleri Operasyonu devralır. Ortaya konulan cevher modelinin yeryüzüne en güvenli ve ekonomik şekilde çıkarmanın hesapları yapılır. Buna göre açık ocak veya yeraltı ocakları yapımına karar verilir.

Açık ocakta basamak yüksekliği, şev açısı vb. göze alınarak yapılacak kazı miktarı belirlenir. Makine parkı seçiminden ara nakliyyeye, personel sayısından, iş güvenliğine kadar çok teferruath hesaplamalar yapılır.

Yeraltı ocaklarında da alınacak cevhere karşın sürülecek galeri miktarı, galeri kesitleri, patlayıcılar, nakliye, iş güvenliği vb. tüm hesaplamalar yapılır.

Üretim yöntemine cevherin yataklanmasına, zeminin sağlamlığına, cevherin boyutuna, derinliğine göre karar verilir. Kullanılacak makine ekipman, tahkimat çeşidi, su geliri ve atımı, enerji ihtiyacı, iş güvenliği gereksinimleri vb. hepsi hesaplanır. Bütün bu hesaplamalardan sonra açık ocak veya yeraltı galeri projeleri çizilir.

e. Resmi İzinler

- Maden ruhsatının 7 sene arama dönemi olup, bu süre sonunda ruhsatın işletme dönemine geçirilmesi gerekmektedir. Bu sebeple alınan ruhsatlarda ilk önce arama faaliyetleri yürütülmektedir.
- Sondaj aşamasına gelindiğinde ruhsat alanı, ilgili kurumlardan gerekli izinler alınarak sondaj operasyonu yapılır.
- Sondaj operasyonları ÇED yönetmeliği kapsamı dışındadır.
- Cevher modeli çıkarıldıktan sonra cevher olan yerler için MAPEG onayına sunulurken bu alanlar için İşletme Ruhsatı-İşletme İzni alınır.
- Alanın büyüklüğüne göre, 25 Hektardan küçük alanlar için ÇED Gerekli Değildir yazısı alınırken daha büyük alanlar için Bakanlıktan ÇED Raporu alınmaktadır.
- Ayrıca maden işletme faaliyeti yürütülecek alanlar için ilgili mercilerden gerekli izinlerin alınması gerekmektedir.

f. Üretim Operasyonu (Rödovans İlişkisi)

Gerekli tüm izinler alınarak, üretim projeleri MAPEG onayına sunulurken üretim için izin istenir. MAPEG heyeti ruhsat alanlarını yerinde ziyaret ederek, denetim yapar ve üretim için bir sakınca yoksa üretime izin verir.

Açık ocak işletmesi yapılacaksa CVK Maden, makine ve ekipmanları ve personelleriyle faaliyetine başlar. Yeraltı madenciligi yapılacak ise Şirket, ruhsatındaki bazı alanları Rödovans sözleşmesi ile başka firmalara tahsis etmektedir.

Şirket yeraltı madenlerini, MAPEG tarafından ruhsat sahibinden senelik olarak istenen üretim projesine uygun olarak çalışılıp çalışılmadığını denetler. Yeraltında sondaj operasyonlarını (arama-geliştirme faaliyetleri kapsamında) yürütür. Tüm bu çalışmalar için harita teknikerleri, Maden Mühendisleri, Jeoloji Mühendisleri istihdam eder.

g. Çıkarılan Ürünler

Yapılan açık ocak ve yeraltı maden üretimlerinden iki çeşit krom madeni üretilir. Bunlar; Fabrikalık ve Ticari olarak adlandırılır.

Yapılan üretimin tenörü(değerli metal miktarı) %38'den büyükse bu cevher "Ticari Cevher" olarak adlandırılır. Tenör oranı %30-%38 aralığında ise manuel olarak içerisindeki maden olmayan kısımların ayrılması usulüyle %38'in üstüne çıkarılarak veya daha yüksek tenörlü cevherler ile karıştırılarak ticari cevher haline getirilir.

Yapılan üretimin tenörü >%5-%30 arasında ise "Fabrikalık Cevher" olarak adlandırılır. Bu cevherler şirkete ait cevher zenginleştirme fabrikasında zenginleştirilmek üzere ayrılır. Fabrikalık cevherler, cevher zenginleştirme fabrikasında tamamen fiziksel yöntemlerle zenginleştirilerek tenör oranı >%42'ye yükseltilir. Alınan bu zengin ürüne ise konsantre adı verilir.

h. Üretilen Cevherin Kullanım Alanları

Kromit ((Fe,Mg)Cr₂O₄) mineralinden elde edilen Krom cevherinin en önemli kullanım alanı Nikel ile beraber Çelik ürünlerdir. Kaplama şeklinde kullanıldığında Çelik'in korozyona karşı dayanıklılığını artırır, sertlik sağlar ve paslanmasını önler.

- Boya ve elektro kaplama sanayiinde kimyasal cevher olarak kullanılır (Cr₂O₃>%42)
- Krom yüksek ergime sıcaklığından dolayı (1857°C) döküm kalıpları ve fırın kaplama tuğlalarının üretiminde kullanılır.
- Krom madeni askeri alanda oldukça önemli bir maden olup, askeri malzemelerde ve silah sanayisinde yüksek oranda kullanılmaktadır.
- Banyo ve mutfak metalleri de krom madeninin yaygın kullanım alanlarından bir tanesidir. Belli başlı krom kimyasallarının varlığı; konserve kutulama, seramikleme, boyalar ve parlaticılar gibi birçok üretim alanı ve ürünlerinde kolaylık sağlamaktadır.
- Motor yapımında piston alaşımlarında, ayrıca otomotiv sanayiinde aşınmaya dayanıklı ve parlak görünümlü parçalarında yine Krom kullanılır.

Ürünler;

Krom Cevheri:



Metalik bir element olan Krom'un atom numarası 24, atom ağırlığı 51,996'dır. Yer kabuğunun doğal bileşenlerinden biri olan krom; metalurji, kimya ve refrakter sanayinin temel elementlerinden biridir.

Anadolu'da krom ilk kez 1848'de Bursa Harmancık ilçesi yakınlarında Lawrence Smith tarafından keşfedilmiştir.

Şirket'in bağlı ortaklığı, Bursa - Harmancık'ta bulunan ocaklarında yüksek tenör ve rasyolu, kaliteli, direkt ihraç edilebilir nitelikte ticari parça krom cevheri üretmektedir. Bununla birlikte yine Harmancık'ta bulunan modern krom konsantre tesisinde yüksek tenör ve rasyolu konsantre krom cevheri de üretmektedir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği madencilik alanında ürettiği krom cevheri, dünyanın önde gelen ve tercih edilen krom cevherlerinden biridir. Özellikle paslanmaz çelik üretiminin bir alt basamağı olan ferrokrom üretiminde kullanılacak hammaddenin, tenör ve rasyolarının belirli bir düzeye çekilmesinde aktif rol oynamaktadır. Piyasada çok ucuza satılan ve Çin tarafından çok fazla tercih edilen Güney Afrika krom cevherinin tenör ve rasyoları düşüktür. Bu sebeple Şirket'in ürettiği krom cevherinden bir miktar kullanıp, rasyoları düşük diğer ülke cevherleri ile karıştırarak kullanacağı ferro krom tesislerinde nitelikli ürün elde edebilmeleri için hammaddenin tenör ve rasyolarını yükseltmesi gerekmektedir. Bu durum Çin'li ferrokrom tesislerinin Şirket'in ürettiği bu ürüne olan ihtiyacı doğurmaktadır.

"Ülkemiz Krom Cevherlerinin Metalurjik Kalitesinin Önemi Ülkemizde çıkartılan krom cevheri, yüksek kalitesinden dolayı FeCr üreticileri tarafından tercih edilmekte ve piyasalarda aranılmaktadır. Ryna's Notes ve Metal Bulletin gibi sektör yayınlarda Türk cevherinin fiyatı ayrı ve daha yüksek olarak belirtilmektedir.

Çin'de birçok firma daha rahat ve randımanlı üretim yapabilmek için diğer ülkelerden ithal ettikleri krom cevherinin içerisine Kazakistan ve Türk cevherlerinden belli oranlarda karıştırmaktadır.

- Krom cevherlerimiz, diğer cevherlere göre karbon ile daha kolay reaksiyona girmesi nedeni ile FeCr üretiminde, cüruftaki Cr203 şeklindeki Cr kaçağı daha az olmaktadır. Örneğin; FeCr üretiminde kromit cevherlerimiz kullanıldığında elde edilen cüruf % 3-4 Cr203 içermekte iken, diğer cevherlerin cürufunda ise % 14-16 Cr203 bulunmaktadır. Cürufta ki Cr203 miktarı, geri kazanım imkanı olmadığından, doğrudan atığa gönderilmektedir. Cürufta ki % 14-16 Cr203 kaçağını % 6-8 Cr203 seviyelerine indirmek, yalnızca kromit cevherinin peletlenip - sinterlenmesi ile mümkün olmaktadır.

Bu nedenle, Türk krom cevherleri ile yüksek metal kurtarma randımanı elde edilebilmektedir. Türk cevheri ile metal kurtarma randımanı diğer cevherlere göre daha fazla olmaktadır. Bu da maliyet açısından oldukça önem arz etmektedir. Güney Afrika, Hindistan ve Finlandiya'da bazı firmalar bu nedenle yatırım ve işletme maliyeti yüksek olan peletleme-sinterleme işlemini tercih etmektedir. Türkiye'de üretilen krom cevherinin çok büyük bir kısmı peletleme-sinterleme işlemine ihtiyaç duyulmadan, maden ocağından çıktığı haliyle FeCr üretiminde kullanılabilir.">*

*Kaynak: <https://www.mta.gov.tr/v3.0/sayfalar/bilgi-merkezi/maden-serisi/img/krom.pdf>

Kurşun Cevheri (Konsantresi):



Kurşun kullanılmakta olan en eski metalik madenlerden biridir. Kurşun (Pb) atom numarası 82, atom kütlesi 207,19 olan mavi-gümüş rengi karışımı bir elementtir. Doğada nabit (doğal) olarak bulunabilen metaller arasında yer alır.

Kurşunun başlıca kullanım alanları arasında, akü imalatı, radyasyon yalıtımı, mühimmat üretimi, çeşitli alaşımlar ve benzin katkısı gösterilebilir.

Kurşun cevheri yer altından kazma, patlatma yöntemleri ile çıkarıldıktan sonra kırma ve öğütme aşamalarından geçirilerek flotasyon işlemi için hazır hale getirilir. Daha sonra ekstraktif metalurji yöntemleriyle işlenirler. Köpük flotasyonu prosesi, kurşunun, beraberinde bulunan kaya ve toprak parçalarından ayrılarak, Pb içeren bir konsantrede toplanmasını sağlar.

Şirket, 2012 yılında son teknoloji ve tam otomasyonlu makinalar ile donatarak üretime alınan Çanakkale – Yenice ilçesi Kalkım Beldesi'nde bulunan modern flotasyon tesisinde kurşun konsantresi üretmektedir. Çanakkale – Kalkım'da bulunan Şirket'e ait kurşun – çinko flotasyon tesisinde çevredeki maden şirketlerinin minimal üretimlerini işleyerek hem çevre madencilere hem de Şirket ekonomisine katkıda bulunmaktadır.

Maden üretim faaliyetleri sonucu elde edilen kurşun ve çinko konsantrelerinin, tamamı ihraç edilmekle beraber, sanayi ve endüstride çok geniş bir kullanım alanına sahiptir.

Kurşun, çok kolay bir şekilde işlenebilmesinin yanında, özellikle metal sanayinde önemli bir kullanım alanına sahiptir.

Başlıca kullanım alanları:

- En önemli kullanım alanı akü imalatı,
- İnşaat sektöründe ses yalıtımı,
- Nükleer enerji santrallerinde radyasyon yalıtımları,
- Yeraltı haberleşme kablolarının izolasyonu,
- Mühimmat yapımıdır.

Çinko Cevheri (Konsantresi):



Çinko (Zn) atom numarası 30, atom kütlesi 65,41 olan mavimsi açık gri renkte, kırılğan bir metal elementtir. Düşük kaynama sıcaklığı dikkat çekicidir. Bu değer özellikle pirometalurjik metal üretiminde çok belirleyicidir.

Çinko sülfür minerali, flotasyon tekniği kullanılarak zenginleştirilerek çinko konsantresi elde edilir. Şirket son teknoloji ve tam otomasyonlu makinalar ile donatarak üretime aldığı Çanakale – Yenice ilçesi Kalkım beldesinde bulunan modern flotasyon tesisinde çinko konsantresi de üretmektedir.

Çinko, diğer metaller ile birlikte kolay alaşım yapabilmesi ve kimyasal yönden aktif olabilmesi de mümkün olması nedeniyle, diğer belli başlı madenlerin göstermiş olduğu özelliklerdeki gibi çeliği sağlamlaştırmakta önemli bir yer tutmaktadır.

Çinko madeninin kullanım alanlarından bazıları şöyle sıralanabilir;

- Pres döküm sanayilerinde,
- Otomobil üretiminde var olan döküm işlerinde,
- Nitelikli gümüşleri gibi belirli lehimlerin alaşımlarında,
- Elektro pozitif madenler olarak,
- Levhaların kaplanmasında,
- Prinç, galvaniz, bakır, alüminyum, magnezyum gibi metallerle oluşturulan çeşitli alaşımlar birçok ürünün hammaddesidir.

Kurşun ve Çinko konsantre satışı, LME’de işlem gören emtialar olması nedeniyle satış yapıldıktan sonra belirli bir dönem içerisinde LME’de herhangi bir anda fiyatlanabilir. Ancak bu fiyat cevherlerin metal fiyatıdır. Bu fiyat üzerinden kurşun veya çinko tenöründen genel olarak izabe işlemi esnasında oluşacak kayıplar ve izabe tesisinin karı düşülür. Bu düşümden sonra cevherin fiyatı LME’de bağlanan fiyattan çıkan tenöre göre oran-orantı yapılarak hesaplanır. Bunun dışında kontrat yapılırken belirlenen piyasada TC (Treatment Charges) İzabe işlem masrafı olarak bilinen rakamlar düşülür. Buradan da anlaşılacağı üzere Şirket’in satış rakamları, dönemsel olarak üretilen cevherin kalitesi, üretim miktarı ve fiziksel özelliklerine göre farklılık göstermektedir.

Şirket’in net satışlarının ürün kategorilerinde ve faaliyet alanına göre kırılımı aşağıda gösterilmiş olup, 31.12.2022 tarihi itibarıyla krom cevheri %76 oranıyla en çok satışı yapılan ürün olmuştur.

Hasılat (TL)	31.12.2020	(%)	31.12.2021	(%)	31.12.2022	(%)
Krom	112.088.812	61,7	183.384.625	63,3	735.180.753	76,0
Çinko	10.259.849	5,6	37.008.702	12,8	76.506.337	7,9
Kurşun	9.694.118	5,3	16.010.930	5,5	59.506.157	6,2
Manezit	485.717	0,3	522.516	0,2	296.610	0,0
Diğer *	49.195.433	27,1	52.682.642	18,2	95.553.393	9,9
Toplam Hasılat	181.723.929	100,0	289.609.415	100,0	967.043.250	100,0

*Rödovans gelirleri ve 2020 yılında maden ruhsat satışı gerçekleşmiştir. Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

7.5. Sektör Bilgileri

Şirket madencilik sektöründe; krom, kurşun, çinko ve manyezit cevherlerinin üretimi, alım satımı ve pazarlaması konularında faaliyet göstermektedir.

Sektörün Tarihçesi

Anadolu'da madencilik binlerce yıl önce başlamış, M.Ö. 7.000 yıllarında saf bakır kullanılmıştır. Çeşitli maden yatakları işletilmiş, zenginleştirme tesisleri kurulmuş ve metal para basılmıştır. Madenciliğin, Anadolu'da gelişen medeniyetlere öncülük ettiği bilinmektedir. Anadolu madenciliği özellikle Romalılar devrinde çok gelişmiş; kurşun, bakır, demir, altın, gümüş, mermer üretim ve işlenmesinde büyük atılımlar yapmıştır. Anıtsal mermer kentler bunun en önemli örneklerdir.

Osmanlı İmparatorluğu Döneminde, madencilik faaliyetleri daha çok silah ve barut ihtiyacının karşılanması ve para basmak amacıyla yapılmıştır. Osmanlı'nın son dönemlerinde, 1862 tarihli Paris Antlaşması ile Anadolu madenleri ülke dışında yabancı sermayeye açılmıştır. Fransa başta olmak üzere İngiltere, Almanya, İtalya ve Rusya, Anadolu madenlerini üretmek için önemli yatırımlar yapmışlar; önemli miktarda maden üretimi gerçekleştirmişlerdir. Bu dönemle ilgili madencilik faaliyetlerinin izlerine bugün ülkenin birçok yerinde rastlanmaktadır.

Cumhuriyet Dönemi madenciliğimiz ise 1923 İzmir İktisat Kongresi'ne dayanmaktadır. Liberal ekonominin benimsendiği bu dönemde, madencilikte önemli atılımlar yaşanmış; eğitim, finans, arama ve üretim konularında görevlendirilmek üzere sırasıyla Maadin ve Sanayi Mekteb-i Alisi, Sanayi Maadin Bankası, o günkü adlarıyla Maden Tetkik ve Arama Enstitüsü ile Etibank kurulmuştur.¹

¹ **Kaynak:** TBMM- Meclis Araştırması Komisyonu Raporu, Mayıs 2010

Dünya Madencilik Sektörü

Dünya maden rezervlerinde önemli payları olduğu gibi dünya maden üretiminde de rol oynayan ülkelerin başında ABD, Çin, Güney Afrika, Kanada, Avustralya ve Rusya gelmektedir. Bunun yanı sıra maden grubuna girmeyen petrol üretiminde Suudi Arabistan, Kuveyt, İran, Rusya ve Türk Cumhuriyetleri önemli rezervlere sahiptir. Dünya ticaretinde madencilik ürünleri arasında ihracat değerlerine göre ham petrol, demir dışı metaller ve endüstriyel mineraller önemli yere sahiptir. Dünya ticaret rakamları incelendiğinde çelik, bakır, kurşun ve kalay gibi geleneksel metallerin kullanımı düşerken, ileri seramik malzemeleri, plastik ve polimer kökenli malzemeler gibi yüksek teknoloji malzemelerinin kullanımının giderek arttığı görülmektedir. Sektör birçok endüstrinin ilk tedarikçisi konumunda olması sebebiyle küresel ekonominin temel taşlarından biridir.

Dünya üzerinde cevher üretimi 2020 yılında yaşanan pandemi sebebiyle sektöre uğramış ve birçok ülke kapanmaya veya madenlerde Covid-19 önlemlerini sıkılaştırmaya çalışmıştır. Bu durum global anlamda maden arzının azalmasına veya yeterli ölçüde yeni maden işletmesi açılmamasına neden olmuştur. Madencilik faaliyetlerinde, üretime tekrar başlamak, mevcut kapasite artışına karar vermek ve yeni bir maden işletmesini hayata geçirmek uzun zaman almaktadır. Bu uzun zaman farkı, 2021 yılı Temmuz ayından itibaren tüm emtialarda ve krom dahil tüm cevherlerde, talebin bir anda yükselmesiyle, arz açığına dönüşmüştür. Bu gelişmeyle, krom fiyatları CIF Çin teslim 380 USD civarına kadar yükselmiştir.

28 Ekim 2022 tarihi itibarıyla Çin limanlarındaki krom stokları 2.5 milyon ton civarındadır. Bu rakam 2021 yılı aynı döneminde 3.6 milyon ton civarındaydı. İlgili azalış, özellikle Mayıs-Haziran 2022 tarihinde, krom fiyatlarını 380 USD civarına kadar yükselmesine neden olmuştur. Temmuz ayından itibaren paslanmaz çelik fabrikaları, Çin'de yaşanan Covid-19 kapanmaları sebebiyle üretimi azaltma kararı almıştır. Bu durum paslanmaz çelik stoklarını 900.000 tondan, 660.000 ton civarına kadar çekmiştir ve buna bağlı olarak paslanmaz çelik fiyatları Çin iç piyasasında yukarı yönde hareket göstermiştir.

Paslanmaz çelik stoklarında mevcut azalış trendine bakıldığında, üretimin bu seviyede korunması halinde, stok 1 yıldan az bir süre yetecektir. Bu da talebi karşılamak için, paslanmaz çelik üretimini arttırmaları anlamına gelmektedir. Paslanmaz çelik üretiminde artış olduğu takdirde, bu durum daha fazla krom tüketiminin olmasını sağlayacaktır. Paslanmaz çelik fabrikalarının yeniden tam kapasite faaliyete geçmesi stokların 2.5 milyon tondan daha aşağıda bir seviyeye düşmesini sağlayacaktır. Bu da krom fiyatlarının 380 USD bandından daha yüksek bir seviyeye çıkma potansiyeline büyük etki yapabilir.

Ayrıca, arz tarafında majör oyuncu olan Güney Afrika'nın içinde bulunduğu enerji ve lojistik sıkıntıları halen devam etmektedir. Güney Afrika 2022 Ekim ayında yaklaşık 2 hafta süren liman işçilerinin grev eylemini yaşamıştır. Daha öncesinde, yine limanlarda her sene yaşanan sel felaketinden dolayı gemi ve konteyner yüklemelerinde uzun duruşlar olmuştur. Tren yollarında yaşanan vandalizm iç nakliye de önemli ölçüde etkilemektedir. Bu etkenler özellikle Çin'e krom tedarikinde büyük kayıplara sebep olmaktadır. Ayrıca, yıllardır devam eden elektrik kesintileri son dönemde çok yüksek seviyelere ulaşmış ve madencilik faaliyetlerinde negatif anlamda büyük etki yaratmıştır. Bu problemlerin tamamı maden şirketlerinin büyük zarar etmelerine, bu sebeple üretimlerini azaltmalarına veya yeni yatırım yapmalarına neden olmaktadır. Ekim 2022 itibarı ile krom fiyatlarında yükseliş eğilimi devam etmekte olup, bahsi geçen potansiyele ne kadar yakın olduğunun bir göstergesi olarak da algılanabilir.

Global anlamda halihazırda yaşanan enerji ve Çin'de yaşanan Covid sorunlarının atlatılması halinde, bu durum dünya ekonomilerinin ve büyüme rakamlarının tüm ülkeler için arttıracacağı, bununla birlikte sanayi mallarına olan talebi tetikleyeceği ve hammaddeye olan talebi de yukarıya çıkarıp, arz açığı oluşturacağı yönünde bir beklenti oluşturmaktadır.

Dünya genelinde tedarik zincirleri artan talepleri karşılamaya çalışırken madencilik sektörü daha da fazla ilgi odağı olmuş ve kendisini dünyanın ihtiyaç duyduğu materyalleri hızla tedarik etme zorunluluğuyla karşı karşıya bulmuştur. Sektör için yıllardır değişmeyen en büyük risk emtia fiyatları iken emtia fiyatları, risk radarının zirvesindeki yerini bu defa çevresel riskler ve düzenlemelere bırakmış durumdadır. KPMG'nin yayınladığı Küresel Madencilik Sektörüne Genel Bakış 2022 raporuna göre madencilik sektörüne yönelik en büyük riskler aşağıdaki şekilde sıralanmıştır:

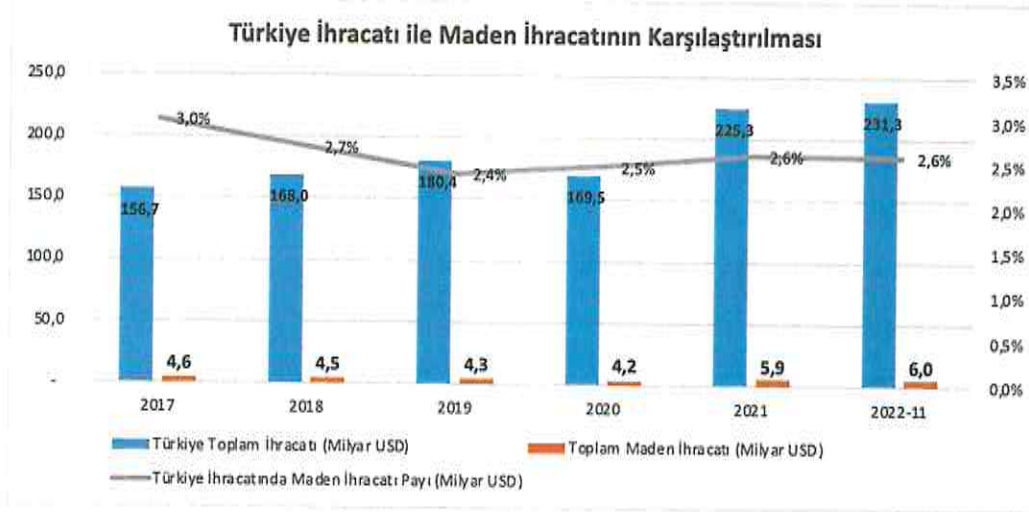
2022	Sıra	2021
Yeni düzenlemeler de dahil çevresel riskler	1	Emtia fiyat riski
Emtia fiyat riski	2	Pandemi
Toplum ilişkileri ve işletme için sosyal onay	3	Ekonomik gerileme/belirsizlik
Siyasi istikrarsızlık/millileştirme	4	Toplum ilişkileri ve işletme için sosyal onay
Küresel ticaret savaşı	5	Yeni düzenlemeler de dahil çevresel riskler
Rezervlere erişebilme ve rezervleri değiştirebilme	6	İzin süreci riski
İzin süreci riski	7	Siyasi istikrarsızlık
Tedarik zinciri riskleri	8	Likidite dahil sermayeye erişim
Yetenek krizi	9	Rezervlere erişebilme ve rezervleri değiştirebilme
Düzenleyici değişiklikler ve mevzuat uyum değişiklikleri/yükü	10	Düzenleyici değişiklikler ve mevzuat uyum değişiklikleri/yükü

Kaynak: KPMG - Küresel Madencilik Sektörüne Genel Bakış 2022

Türkiye Maden Sektörü Görünümü

Türkiye’de madenciliğin GSYH içerisindeki payı MTA verilerine göre yıllar içerisinde artmış ve 2021 yıl sonu itibariyle %1,33¹ olarak gerçekleşmiştir. Türkiye ihracatında madenciliğin payına bakıldığında ise maden ihracatının toplam ihracat içerisindeki payı 2021 yıl sonu itibariyle %2,61² olarak gerçekleşmiştir.

2022 Kasım ayı itibariyle yılında 231,3 milyar USD olarak gerçekleşen Türkiye toplam ihracatından %2,6 pay alan madencilik sektörü ihracatı, bir önceki yıla göre %1,7’lik artışla 6,0 milyar USD olarak gerçekleşmiştir.



Kaynak: İMMİB - İstanbul Maden ve Metaller İhracatçı Birlikleri
*Antrepo ve Serbest Bölgeler Farkı dahil edilmiş Genel İhracat değeridir.

2022 yılında Türkiye toplam 35,05 milyar ton ve 6,47 milyar USD tutarında doğal taş ve mineral ihraç etmiştir. Bu dönemde işlenmiş mermer 2,27 milyon ton ve 988,06 milyon USD ile 2022 yılında toplam maden ihracatımız içinde en fazla ihraç edilen ürün olurken blok mermer-traverten 3,56 milyon ton ve 642,93 milyon USD ile ikinci, Çinko Cevherleri 864,71 bin ton ve 547,25 milyon

USD ile üçüncü, Bakır Cevherleri 385,40 bin ton ve 494,42 milyon USD ile dördüncü, Ferro Krom 98 bin ton ve 367,34 milyon USD ile beşinci sırada yer almıştır.

¹ <https://www.mta.gov.tr/v3.0/bilgi-merkezi/maden-dis-ticaret>

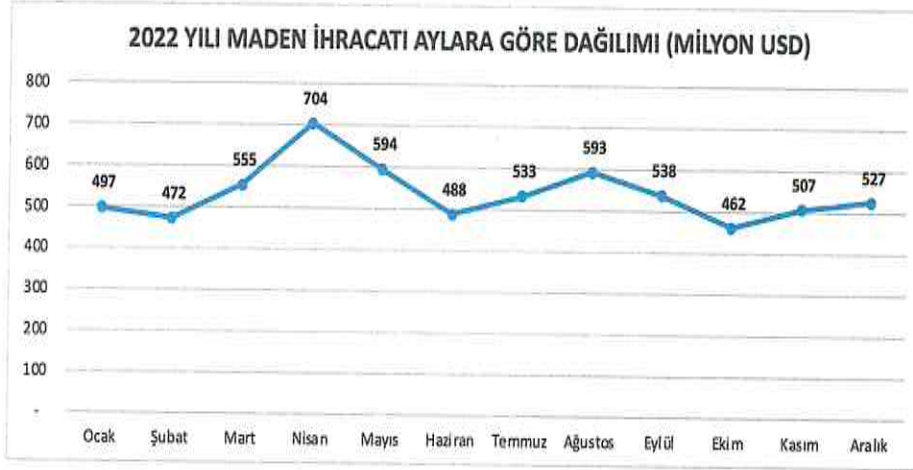
² <https://www.mta.gov.tr/v3.0/bilgi-merkezi/maden-dis-ticaret-payi>

Avrupa Birliği ülkeleri 2,21 milyar USD ile 2022 yılında maden ihracatının en fazla yapıldığı ülke grupları arasında ilk sırada yer alırken, bu ülkelere yönelik ihracatımızda 2021 yılının aynı dönemine göre değerinde %16,98 oranında bir artış gözlenmiştir. Çin Halk Cumhuriyeti, Hindistan, Güney Kore, Japonya, Endonezya gibi ülkelerin yer aldığı Diğer Asya ülkeleri 1,93 milyar USD ile ikinci (%9,6 azalış), Kuzey Amerika ülkeleri 674,45 milyon USD ile üçüncü (%14,07 artış), Yakın, Orta Doğu Asya 642,61 milyon USD ile (%31,03 artış) dördüncü, Diğer Avrupa ülkeleri 336,52 milyon USD ile (%17,68 artış) beşinci sırada yer almıştır.

2022 yılında maden ihracatının gerçekleştirildiği önemli ülkeler arasında, Çin Halk Cumhuriyeti (ÇHC) 1,41 milyar USD ile ilk sırada yer alırken, bu ülkeye olan ihracatımızda bir önceki yılın aynı dönemine oranla %14,71 oranında azalış göstermiştir. Çin'i sırasıyla, 630,07 milyon USD ile ABD (%11,80 artış), 386,08 milyon USD ile Bulgaristan (%47,59 artış), 335,66 milyon USD ile İtalya (%56,19 artış), 274,53 milyon USD ile İspanya (%8,51 azalış) ve 239,31 milyon USD ile Belçika (%3,39 artış) takip etmiştir.



Kaynak: IMMİB - İstanbul Maden ve Metaller İhracatçı Birlikleri



Kaynak: İMMİB - İstanbul Maden ve Metaller İhracatçı Birlikleri

Ürün Bazında İhracat Rakamları

2022 yılının ilk 9 ayında Krom Cevherleri ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %6 azalış ve değerinde %29 oranında artış göstererek 1.356.691 bin ton karşılığı 338,19 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında Kurşun Cevherleri ihracatı bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %17 ve değerinde %13 oranında azalış göstererek 130.555 bin ton karşılığı 195,68 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

2022 yılında Çinko Cevherleri ihracatı ise bir önceki yılın aynı dönemine göre miktarda %1 ve değerinde %17 oranında artış göstererek 864.710 bin ton karşılığı 547,25 milyon USD olarak gerçekleşmiştir.

	2022		2021		Değişim	
	Miktar (Ton)	Tutar Milyon (ABD Doları)	Miktar (Ton)	Tutar Milyon (ABD Doları)	Miktar (Ton)	Tutar Milyon (ABD Doları)
Çinko Cevherleri	864.710	547,25	854.324	467,29	1%	17%
Krom Cevherleri	1.356.691	338,19	1.446.041	261,16	-6%	29%
Kurşun Cevherleri	130.555	195,68	157.196	225,24	-17%	-13%

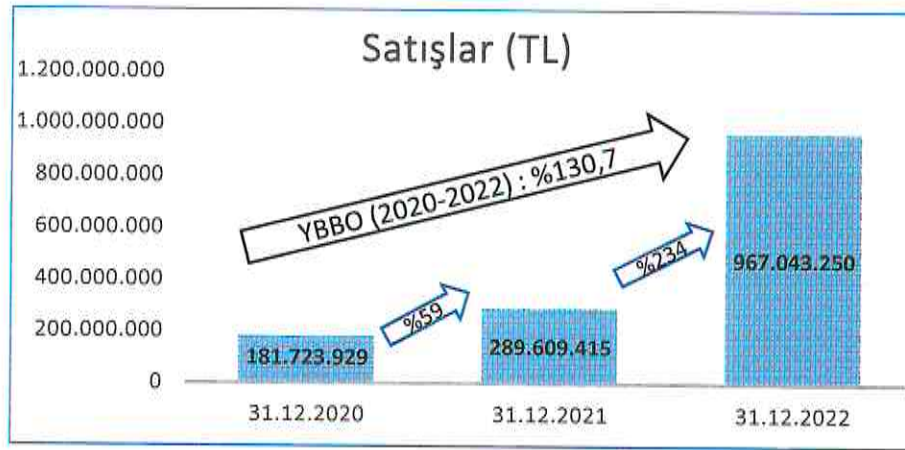
Kaynak: İMMİB - İstanbul Maden ve Metaller İhracatçı Birlikleri

7.6. Finansal Bilgiler

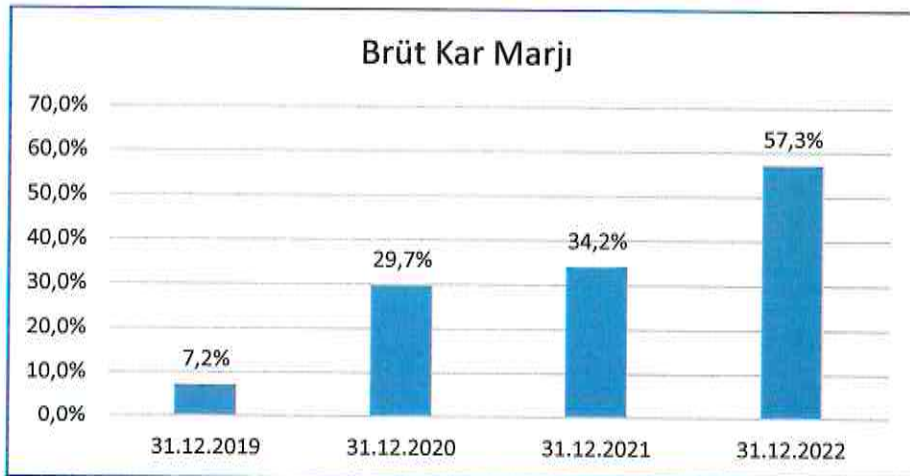
Şirket'in faaliyet gösterdiği madencilik alanında ürettiği krom cevheri, özellikle paslanmaz çelik üretiminin bir alt basamağı olan ferrokrom üretiminde kullanılacak hammaddenin, tenör ve rasyolarının belirli bir düzeye çekilmesinde aktif rol oynamaktadır. Bu durum Çin'li ferrokrom tesislerinin Şirket'in ürettiği bu ürüne olan ihtiyacını doğurmaktadır.

Şirket hasılatının tamamına yakınına ihracat gelirlerinden elde etmektedir. 2019, 2020 ve 2021 yılı Ağustos ayına kadar cevher satışlarının tamamı, ilişkili taraf olan CVK Mineral'e gerçekleştirilmiştir. 2021 yılı Ağustos ayından itibaren ise Şirket tüm satışlarını kendisi gerçekleştirmeye başlamasıyla birlikte özellikle yurt dışı satış hasılatı önemli ölçüde yükselmiştir.

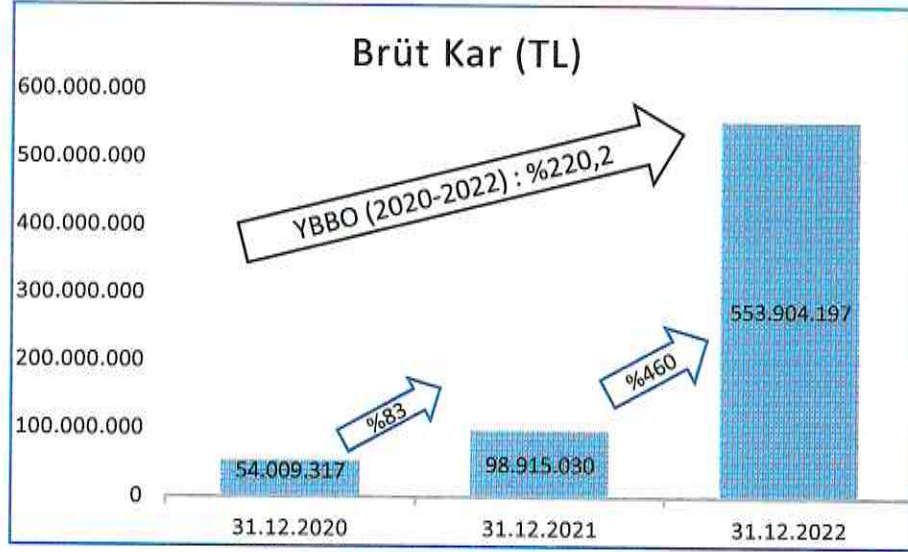
Şirket satışlarını 2020-2022 döneminde %130,7 YBBO ile büyütürken, 31.12.2022 tarihi itibarıyla sona eren dönemde satışlarını bir önceki yılın aynı dönemine oranla %234 oranında artırmıştır.



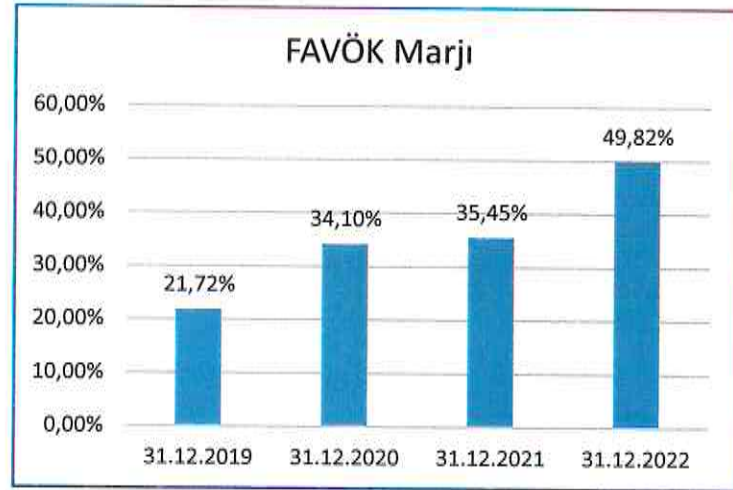
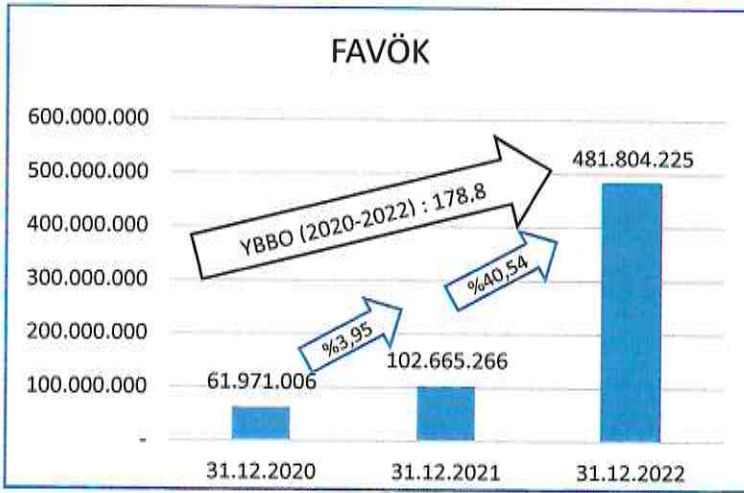
Son dönemde ihracatın katkısı ile hasılatta yaşanan artışlar ve yanı sıra hali hazırda faaliyetlerine devam eden madenlerin ilk kuruluşundaki gibi bir maliyetle karşılaşılmamış olması ve söz konusu madenlerin işletilmesi noktasında yeni ek maliyetlerin oluşmamış olması etkileriyle, satışların maliyeti aynı oranda yükselmemiş ve bu durum brüt karlığın önemli oranda artmasına neden olmuştur.



Aşağıdaki grafikte de gösterildiği üzere; Şirket 2020 – 2022 döneminde brüt karını %220,2 YBBO ile artmıştır. 31.12.2022 tarihi itibarıyla sona eren dönemde brüt karını bir önceki yılın aynı dönemine oranla %460 oranında artmıştır.



Aşağıdaki grafikte de gösterildiği üzere; Şirket 2020-2022 döneminde FAVÖK karlılığını %178,8 YBBO oranında artmıştır.



7.6.1. Bilanço

Şirketin 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli finansal dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş konsolide karşılaştırmalı bilanço değerleri aşağıda yer almaktadır.

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
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
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>2.488.643</i>	<i>2.631.009</i>	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>7.309.859</i>	<i>24.355.180</i>	<i>130.977.086</i>
Diğer Alacaklar	-	9.813.469	5.186.378
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>2.626.422</i>	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>7.187.047</i>	<i>5.186.378</i>
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
DÖNEN VARLIKLAR	49.271.339	198.284.362	330.161.014
Ticari Alacaklar	-	-	-
Diğer Alacaklar	1.556.474	1.617.250	1.933.040
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>1.556.474</i>	<i>1.617.250</i>	<i>1.933.040</i>
Maddi Duran Varlıklar	438.101.646	652.630.022	726.157.505
Kullanım Hakkı Varlıkları	373.077	981.295	534.185
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.628.676	1.665.774	1.926.326
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.665.255	8.626.933	9.667.666
Peşin Ödenmiş Giderler	10.078.279	38.915	1.652.000
DURAN VARLIKLAR	454.403.407	665.560.189	741.870.722
TOPLAM VARLIKLAR	503.674.746	863.844.551	1.072.031.736
KV Finansal Borç	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
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>198.099</i>	<i>30.546</i>	<i>46.383</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>18.651.260</i>	<i>26.437.923</i>	<i>58.629.890</i>
Diğer KV Borçlar	618.448	235.029.245	18.861.338
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>533.301</i>	<i>229.868.727</i>	<i>13.130.085</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>85.147</i>	<i>5.160.518</i>	<i>5.731.253</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.530.537	1.935.820	3.422.432
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
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar</i>	<i>601.632</i>	<i>929.035</i>	<i>1.469.464</i>
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>4.001.986</i>	<i>7.926.159</i>	<i>10.195.031</i>
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	242.231.599	347.826.124	211.736.587
UV Finansal Borç	15.883.952	9.575.108	18.669.896
Diğer Borçlar	-	4.061.971	744.577
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>4.061.971</i>	<i>744.577</i>
Ertelenmiş Gelirler	14.712	-	480.638
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.957.386	8.165.603	17.238.942
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>1.704.032</i>	<i>2.101.023</i>	<i>5.457.283</i>
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>3.253.354</i>	<i>6.064.580</i>	<i>11.781.659</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	38.518.401	86.028.378	113.143.015
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	59.374.451	107.831.060	150.277.068
Ödenmiş Sermaye	35.000.000	35.000.000	35.000.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	107.638.816	262.284.932	273.042.281
<i>Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	<i>107.638.816</i>	<i>262.284.932</i>	<i>273.042.281</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları /Kayıpları</i>	<i>-95.705</i>	<i>-157.393</i>	<i>-283.023</i>
<i>Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları/Azalışları</i>	<i>107.734.521</i>	<i>262.442.325</i>	<i>273.325.304</i>
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs ve İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	14.625.267	14.625.267	14.625.267
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	1.127.426	2.130.273
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	5.333.981	31.737.192	46.855.159
Net Dönem Karı/Zararı (-)	27.530.637	39.315.743	329.175.824
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	11.939.995	24.096.807	9.189.277
ÖZKAYNAKLAR	202.068.696	408.187.867	710.018.081
TOPLAM KAYNAKLAR	503.674.746	863.844.551	1.072.031.736

Kaynak: Bağımsız Denetim Rapor

Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

Likidite Oranları	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Cari Oran	0,20	0,57	1,56
Asit-Test Oranı	0,16	0,32	1,22

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

Şirket'in likidite ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Borçluluk Analizi	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	11.530.525	23.278.430	90.980.013
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	15.883.952	9.575.108	18.669.896
Nakit ve Nakit Benzerleri	15.124.650	50.095.641	72.602.835
<i>Net Borç (Nakit)</i>	12.289.827	(17.242.103)	36.946.515
Özkaynak	202.068.696	408.187.367	710.018.081
Net Borç/Özkaynak	0,06	-0,04	0,05

Mali Yapı Göstergeleri	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kaldıraç Oranı	0,60	0,53	0,34
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,40	0,47	0,66
KV Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,48	0,40	0,20
UV Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,12	0,12	0,14
Ort. Alacak Vadesi (gün)	14	27	30
Ort. Borç Vadesi (gün)	60	50	38
Stok Çevrim Hızı (gün)	43	108	70
<i>Nakit Çevrim Hızı (gün)</i>	<i>-3</i>	<i>86</i>	<i>62</i>
İşletme Sermayesi	(192.960.260)	(149.541.762)	118.424.427

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

2021 yılında pasif toplamının %40'ı kısa vadeli yükümlülüklerden, %13'si uzun vadeli yükümlülüklerden ve %47'si özkaynaklardan oluşmaktadır, 2022 yılında ise pasif toplamının %20'si kısa vadeli yükümlülüklerden, %14'ü uzun vadeli yükümlülüklerden ve %66'si özkaynaklardan oluşmaktadır.

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır.

Dönen varlıklar toplamı özellikle 2021 ve 2022 yıllarında Şirket'in artan ticari faaliyetlerinin etkisiyle 31.12.2022 tarihinde 330.161.014 TL büyüklüğe ulaşmıştır. (TL, 31.12.2020: 49.271.339 TL, 31.12.2021: 198.284.362 TL) Dönen varlıklardaki artışın temelinde; Şirket'in ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklarındaki artış etkili olmuştur.

Nakit ve nakit benzeri, 31.12.2022 tarihi itibarıyla bir önceki yılın sonuna göre %45 oranında artış ile 72.602.835 TL olarak gerçekleşmiştir. (31.12.2020: 15.124.650 TL, 31.12.2021: 50.095.641 TL). Banka vadesiz mevduatlarının bir kısmını döviz mevduatları teşkil etmektedir. Ayrıca 31.12.2022 tarihi itibarı ile 37.784.281 TL vadeli mevduatı bulunmaktadır.

Finansal yatırımlar, 31.12.2022 tarihinde finansal varlık değer artışından kaynaklı 100.559 TL olarak gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklar, 2020 yılında 9.798.502 TL iken, 2021 yılında bir önceki yıla göre % 175 oranında artış ile 26.986.189 TL olarak gerçekleşmiştir. Özellikle 2021-2022 yıllarında üretimini daha verimli hale gelmesi ve özellikle ihracata yönelik satışların hacmindeki artış bu yükselişi sağlamıştır. Artan işlem hacmi etkisiyle birlikte, müşterilerine ortalama 30 gün vadeli olarak gerçekleştirilen satışların vadesinin uzaması da etkenlerden biri olmuştur. 2021 yılı itibarıyla bu alacakların %90'ı ve 2022 yılında ise tamamı ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardan oluşmaktadır.

Diğer alacaklar, 31.12.2022 tarihinde 5.186.378 TL olup bu tutar Şirket'in ihracattan kaynaklanan KDV iade alacaklarından ibarettir. (31.12.2020: - TL, 31.12.2021: 9.813.469 TL).

Stoklar, 2021 yılında dönen varlıkların %43,9'unu oluşturan stoklar 87.072.828 TL olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yıla göre stoklarda %688 artış yaşanmıştır. 2020 yılında 11.051.411 TL iken, bir önceki yıla göre %42 oranında azalış göstermiştir. 31.12.2022 tarihi itibarıyla stokların dönen varlıklardaki oranı %21,5'i olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında yaşanan stoklardaki artış Covid-19 salgını neticesinde tüm sektörlerde olduğu gibi madencilik sektöründe de daralma yaşanması ve özellikle Şirket'in en önemli ihracat kalemi olan krom cevherinin ana alıcısı konumundaki Çin'in olağanüstü pandemi koşulları nedeniyle kapanmasıyla sektöre uğramasından kaynaklanmıştır. 2022 yıllarında ise pandemi koşullarının gevşemesi ve sona ermesiyle birlikte stoklar 2022 yıl sonu döneminde, önceki yıla göre %19 oranında azalmıştır.

Peşin ödenmiş giderler, Şirket'in 2020, 2021 ve 2022 yıllarına ait peşin ödenmiş giderleri sırasıyla, 5.971.586 TL, 12.205.933 TL ve 41.889.170 TL'dir. Şirket'in artan ticari faaliyetleri sonucunda verilen sipariş avanslarından kaynaklanmaktadır.

Diğer dönen varlıklar, devreden KDV tutarları toplamı olup 31.12.2022 tarihi itibarıyla 8.520.592 TL'dir (31.12.2020: 7.323.806 TL, 31.12.2021: 12.110.302 TL).

Duran Varlıklar

Şirket'in duran varlıkları 2020 yılında 454.403.407 TL'dir. 2021 yılında 2020 yılına oranla %46 artış ile 665.560.189 TL yükselmiştir. 2022 yıl sonunda ise bir önceki yıl sonuna göre artış oranı %11 olup, 741.870.722 TL'dir. Söz konusu dönemlerdeki artışların en büyük nedeni maddi duran varlıkları için yapılan yeniden değerlendirme ölçüm kazançlarıdır.

Maddi duran varlıklar, 2022 yıl sonu itibarıyla toplam varlıkların %98'ini temsil etmektedir. 31 Aralık 2020'de 438.101.646 TL'dir. 31 Aralık 2021 tarihinde ise, duran varlıklar bir önceki yıla göre %49 artış ile 652.630.022 TL'ye çıkmıştır. Bu yükselişin ana nedeni ise Şirket'in aktifinde

kayıtlı gayrimenkullerin arazi arsa ve binaların yeniden değerlendirilerek finansal tablolarda gerçeğe uygun değeri ile gösterilmiş olmasıdır.

Kullanım hakkı varlıkları, Şirket'in faaliyetlerinde kullanılmak üzere kiralamış olduğu taşitlardan kaynaklanmakta olup, 31 Aralık 2020'de 373.077 TL iken, 31 Aralık 2021 tarihinde bir önceki yıla göre %163 artış ile 981.295 TL'ye çıkmıştır. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla bu tutar bir önceki yıl sonuna oranla %46 azalarak 534.185 TL olmuştur.

Maddi olmayan duran varlıklar, izahname yer alması gereken finansal tablo dönemleri itibarıyla önemli bir değişim göstermemiş, 31 Aralık 2020'de 1.628.676 TL iken, 31 Aralık 2021 tarihinde 1.665.774 TL'ye yükselmiş ve 31 Aralık 2022 tarihinde 1.926.326 TL olarak gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş vergi varlıkları, ertelenmiş vergi aktifi ve yükümlülüğü TMS'ye göre hazırlanan finansal tablolar ile Şirket'in yasal kayıtları arasındaki geçici farklardan oluşmaktadır. Bu farklar TMS ve vergi amaçlı hazırlanan tablolarda gelir ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2020'de 2.665.255 TL iken 31 Aralık 2021 tarihinde 8.626.933 TL ve 31 Aralık 2022 tarihinde 9.667.666 TL olarak gerçekleşmiştir.

KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri esas olarak kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar, diğer kısa vadeli borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.

2020 yılında kısa vadeli yükümlülükler toplamı bir önceki yıla oranla %10 azalış ile 242.231.599 TL'ye gerilemiştir. 2021 yılında ise bir önceki yıla oranla %44 artışla 347.826.124 TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artışın en önemli sebebi finansal borçlardaki artış olup, yanı sıra ticari ve diğer borçların artışları da etkili olmuştur. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla ise artış oranı bir önceki yıla göre; %39 azalarak 211.736.587 TL'ye gerilemiştir. Bu dönemde bir önceki yıl sonuna oranla finansal borçlarda (%1176) ve ticari borçlarda (%122) artış yaşanmış olmakla birlikte, düşüşün ana nedeni ilişkili taraflara diğer borçların 229.640.910 TL tutarında azalmış olmasıdır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren hesap döneminde, satışlarının %41'ini, ilişkili tarafı konumunda bulunan CVK Mineral Madencilik Nakliyecilik İnşaat Taahhüt ve Sanayi Ticaret Anonim Şirketi'ne yapmıştır. Şirket yönetimi, 2021 yılı ağustos ayından itibaren, ilişkili tarafına olan satışları azaltmış, 2022 yılı içerisinde ise ilişkili tarafına satışları durdurmuştur.

Kısa vadeli finansal borç

Şirket'in artan ana faaliyetlerine bağlı olarak toplam kısa vadeli borçlanmalar izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri boyunca yükselerek 31.12.2022 tarihinde 90.980.013 TL'ye ulaşmıştır. (31.12.2020: 11.530.525 TL, 31.12.2021: 23.278.430 TL) Bu dönemdeki kısa vadeli borçlanmaların %63,4'ü olan 57.750.195 TL'si kısa vadeli banka kredilerinden oluşmaktadır. (31.12.2020: %4,9, 31.12.2021 : %19,4).

Ayrıca yine bu dönemdeki kısa vadeli finansal borçlanmaların %19,8'i olan 18.009.481 TL'si kısa vadeli finansal kiralama borçlarından oluşmaktadır. (31.12.2020: 10.709.026 TL, 31.12.2021: 18.311.196 TL) Finansal kiralama, makine ve taşıt alımları ile ilgilidir. Söz konusu varlıkları, kira sözleşmesinin sonunda düşük bir değer üzerinden satın alma opsiyonu bulunmaktadır. Finansal

kiralamaya ilişkin yükümlülükleri, kiralayanın, kiralanan varlık üzerindeki mülkiyet hakkı vasıtasıyla güvence altına alınmıştır.

Uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımları

Yine bu dönemde uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımları 15.178.080 TL olup toplam kısa vadeli finansal borçların %16,6'sına tekabül etmektedir. 2020 ve 2021 yılında uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımları bulunmamaktadır. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla TL ve EURO cinsinden finansal borçların ortalama etkin faiz oranları sırasıyla %20,81 ve %5,72'dir. (31 Aralık 2020: TL: %9,50, EURO: 4,74 - 31 Aralık 2021: TL: 25.00, EURO: %5.52).

Ticari borçlar

Şirket'in artan ticari faaliyetlerine bağlı olarak 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıl sonuna oranla %122 artış gösterirken, 58.676.273 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu tutarın %99,9'u ana faaliyet konusu kapsamında ilişkili olmayan taraflara olan ticari borçlardır. (31.12.2020: 18.849.359 TL, 31.12.2021: 26.468.469 TL).

Diğer kısa vadeli borçlar

Şirket'in kısa vadeli borçları 2020 yılında 618.448 TL iken, 2021 yılında da 235.029.245 TL'ye düşmüştür. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren hesap döneminde, diğer ticari borçların %97,8'ini, ilişkili tarafı konumunda bulunan CVK Mineral'e olan borçlarıdır. Şirket yönetimi, 2021 yılı Ağustos ayından itibaren ilişkili tarafı ile olan ticaretini azaltmış, 2022 yılı sonunda ise ilişkili taraf ile yapılan ticaretini durdurmuş ve hesap bakiyelerini kapatmıştır.

Ertelenmiş gelirler

Alınan sipariş avansları ve gelecek aylara ait gelirler toplamı olup, 31.12.2022 tarihi itibarıyla 6.540.909 TL'dir (31.12.2020: 203.213.934 TL, 31.12.2021: 44.877.607 TL). Alınan sipariş avanslarının 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla 175.000 TL'si ilişkili taraflardan alınan avanslardan oluşmaktadır. (TL, 31 Aralık 2020: 202.941.956 TL ve 31 Aralık 2021: 175.000 TL)

Dönem karı vergi yükümlülüğü

Grup'un ertelenmiş vergi aktifi ve yükümlülüğü TMS'ye göre hazırlanan finansal tablolar ile Grup'un yasal kayıtları arasındaki geçici farklardan oluşmaktadır. Bu farklar TMS ve vergi amaçlı hazırlanan tablolarda gelir ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır.

22 Nisan 2021 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5520 sayılı "Kurumlar Vergisi Kanunu" kapsamında 01 Temmuz 2021 tarihinden itibaren 2021 yılı kurum kazançları %25, 2022 yılı kurum kazançları ise %23 oranıyla vergilendirilecektir. Söz konusu kanunlar kapsamında, 31 Aralık 2021 tarihli konsolide finansal tablolarda ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülükleri, geçici farkların 2021 yılında vergi etkisi oluşturacak kısmı için %25 vergi oranı ile, geçici farkların 2022 yılında vergi etkisi oluşturacak kısmı için ise %23 oranı ile hesaplanmıştır. Uzun vadede etkisini göstereceğine inanılan ertelenmiş vergi varlık ve yükümlülükleri ise %20 vergi oranı kullanılarak hesaplanmıştır. Şirket'in 2020 yılında vergi karı yükümlülüğü 1.885.178 TL'ye, 2021 yılında 7.381.359 TL'ye ve 2022 yılında ise 21.591.127 TL'ye yükselmiştir.

Kısa vadeli karşılıklar

Şirket'in 2020 yılı kısa vadeli karşılıkları 4.603.618 TL olup, bu yükselişin sebebi maden devlet hakkı karşılıkları ile diğer gider karşılıklarının artışıdır. 2021 yılında bu tutar yine aynı kalemlerdeki artışın etkisiyle 8.855.194 TL'ye yükselmiş ve 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla da 11.644.495 TL olarak gerçekleşmiştir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli finansal borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerinden oluşmaktadır.

Uzun vadeli finansal borç

Şirket'in artan ana faaliyetlerine bağlı olarak uzun vadeli borçlanmalar izahnamede yer alması gereken finansal tablo dönemleri boyunca yükselerek 31.12.2022 tarihinde 18.669.896 TL'ye ulaşmıştır. (31.12.2020: 15.883.952 TL, 31.12.2021: 9.575.108 TL) Bu dönemdeki uzun vadeli borçlanmaların %70,5'ini olan 13.156.942 TL'si banka kredilerinden oluşmaktadır. (31.12.2020: - , 31.12.2021 :-).

Ayrıca yine bu dönemdeki uzun vadeli finansal borçlanmaların %29,4'ü olan 5.496.670 TL'si uzun vadeli finansal kiralama borçlarından oluşmaktadır. (31.12.2020: 15.751.202 TL, 31.12.2021: 9.516.567 TL) Finansal kiralamalar, makine ve taşıt alımları ile ilgilidir. Söz konusu varlıkları, kira sözleşmesinin sonunda düşük bir değer üzerinden satın alma opsiyonu bulunmaktadır. Finansal kiralamaya ilişkin yükümlülükleri, kiralayanın, kiralanan varlık üzerindeki mülkiyet hakkı vasıtasıyla güvence altına alınmıştır.

Uzun vadeli karşılıklar

Çalışanlara sağlanan faydalar ve diğer uzun vadeli yükümlülüklerden oluşmakta olup, 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla 17.238.942 TL'dir. Şirket çalışanları için ayrılan kıdem ve izin tazminatları tutarlarıdır. (31.12.2020: 4.957.386 TL, 31.12.2021: 8.165.603 TL)

Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü

Şirket'in maddi duran varlıkları yeniden değerlendirme farkı ile maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının amortisman farklarından oluşmaktadır. 2020 yılında 38.518.401 TL olan bu tutar, ve 2021 yılında da bir önceki yıla oranla %123 artışla 86.028.378 TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla da bu tutar 113.143.015 TL olarak gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar

Şirket'e ait arazi arsa ve binaların 2020 yılında yeniden değerlendirilmesi nedeniyle ortaya çıkan ölçüm kazançları sonucu özkaynaklar 2020 yılında 202.068.696 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise bir önceki yıla göre %102 artış ile 408.187.367 TL'ye ulaşmıştır. Bu artışın en önemli nedeni 2021 yılında Şirket'e ait arazi arsa ve binaların yeniden değerlendirilmesiyle ortaya çıkan ölçüm kazançlarıdır. 31 Aralık 2022 itibarıyla Şirket'in özkaynakları 2021 sonuna göre %74 oranında artarak 710.018.081 TL'ye ulaşmıştır. Bu artışın en önemli nedeni Şirket'in geçmiş dönem karları ile dönem karının yükselişidir.

7.6.2. Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli finansal dönemlerine ilişkin faaliyet sonuçlarını gösterir tablolar aşağıda yer almaktadır;

TL	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)
Satış İskontoları (-)	-	-	-
Diğer İndirimler (-)	-	-	-
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 Kârı/(Zararı)	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
Vergi Gelir/(Gideri)	(10.677.117)	(12.838.557)	(89.310.390)
Dönem Net Kârı/(Zararı)	27.700.348	41.908.451	331.740.637

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Şirket'in, hasılatı 2020 yılında 181.723.929 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise hasılatı 2020 yılına göre %59 artarak 289.609.415 TL olmuştur. 31.12.2022 tarihinde ise satışlar bir önceki yılın aynı dönemine göre %231 oranında artarak 967.043.250 TL'ye ulaşmıştır. Bu yükselişin sebebi Şirket'in maden üretimindeki verimlilik artışının hasılatına yansımaları ve 2022 yılında pandemi etkisinin de ortadan kalkması ile ihracatındaki artıştır.

HASILAT	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
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
Yurtiçi/Brüt	100%	60%	10%
Yurtdışı/Brüt	-	40%	90%
Satıştan İadeler/İskontolar	(12.659.722)	(2.889.957)	(32.960)
İskonto/Brüt Satış	-6,5%	-1,0%	0,0%
Net Satışlar	181.723.929	289.609.415	967.043.250

Şirket cevher satışlarının tamamını 2019, 2020 ve 2021 yılı Ağustos ayına kadar ilişkili taraf olan CVK Mineral'e gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2021 yılı Ağustos ayından itibaren ise tüm satışlarını, ihracat da dahil olmak üzere kendisi gerçekleştirmesiyle birlikte yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere hasılatı önemli ölçüde yükselmiştir. Bu durum sonucu brüt kar ve faaliyet kar marjları ve dolayısıyla FAVÖK marjı da yükselmiştir.

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%

* FAVÖK: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar

Genel yönetim giderlerinin dağılımı aşağıdaki gibidir.

Genel Yönetim Giderleri	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Personel giderleri	1.216.510	2.985.514	6.777.284
<i>Hasılat Oranı</i>	0,67%	1,03%	0,70%
Danışmanlık hizmeti giderleri	371.964	703.372	1.337.558
<i>Hasılat Oranı</i>	0,20%	0,24%	0,14%
Amortisman ve itfa payları	72.464	167.009	115.084
<i>Hasılat Oranı</i>	0,04%	0,06%	0,01%
Haberleşme giderleri	89.489	132.754	54.774
<i>Hasılat Oranı</i>	0,05%	0,05%	0,01%
Noter giderleri	61.377	75.673	49.085
<i>Hasılat Oranı</i>	0,03%	0,03%	0,01%
Seyahat giderleri	79.663	67.274	89.631
<i>Hasılat Oranı</i>	0,04%	0,02%	0,01%
Araç giderleri	28.977	58.237	151.046
<i>Hasılat Oranı</i>	0,02%	0,02%	0,02%
Ofis giderleri	52.566	45.742	315.509
<i>Hasılat Oranı</i>	0,03%	0,02%	0,03%
Vergi, resim ve harçlar	59.646	15.559	39.126
<i>Hasılat Oranı</i>	0,03%	0,01%	0,00%
Üyelik giderleri	3.356	13.622	243.837
<i>Hasılat Oranı</i>	0,00%	0,00%	0,03%
Diğer giderler	36.238	170.998	646.138
<i>Hasılat Oranı</i>	0,02%	0,06%	0,07%
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.072.250)	(4.435.754)	(9.819.072)
<i>Hasılat Oranı</i>	-1,14%	-1,53%	-1,02%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Şirket'in genel yönetim giderleri; personel giderleri, danışmanlık giderleri, ofis ve üyelik giderleri gibi genel işletme giderlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020 tarihinde 2.072.250 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2021 tarihinde bir önceki yıla göre yine özellikle personel giderlerindeki artışın etkisiyle %114 oranında artan genel yönetim giderleri, 4.435.754 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2022 tarihinde enflasyondaki artışın etkisiyle bir önceki yıl sonuna oranla %121 artan genel yönetim giderleri, 9.819.072 TL olarak gerçekleşmiştir.

Pazarlama Satış ve Dağıtım giderlerinin dağılımı aşağıdaki gibidir.

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Nakliye giderleri	-	25.359.173	110.038.026
<i>Hasılat Oranı</i>	0,00%	8,76%	11,38%
Personel giderleri	126.158	82.767	191.192
<i>Hasılat Oranı</i>	0,07%	0,03%	0,02%
Gümrük giderleri	-	56.769	-
<i>Hasılat Oranı</i>	0,00%	0,02%	-
Gözetim ve analiz giderleri	57.795	24.875	735.822
<i>Hasılat Oranı</i>	0,03%	0,01%	0,08%
Vergi, resim ve harçlar	14.167	17.668	-
<i>Hasılat Oranı</i>	0,01%	0,01%	0,00%
Seyahat giderleri	18.985	4.357	477
<i>Hasılat Oranı</i>	0,01%	0,00%	0,00%
Amortisman ve itfa payları	1.707	654	3.034
<i>Hasılat Oranı</i>	0,00%	0,00%	0,00%
Danışmanlık giderleri	124.430	-	441.520

Hasıllata Oranı	0,07%	-	0,05%
Birlik ve üyelik giderleri	20.418	-	-
Hasıllata Oranı	0,01%	-	-
Bakım onarım giderleri	27.452	-	-
Hasıllata Oranı	0,02%	-	-
Diğer giderler	26.657	653.114	290.558
Hasıllata Oranı	0,01%	0,23%	0,03%
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(417.769)	(26.199.377)	(111.700.629)
Hasıllata Oranı	-0,23%	-9,05%	-11,55%

Şirket cevher satışlarının tamamını 2019, 2020 ve 2021 yılı Ağustos ayına kadar ilişkili taraf olan CVK Mineral'e gerçekleştirmiştir. 2021 yılı Ağustos ayından itibaren ise tüm satışlarını, ihracat da dahil olmak üzere kendisi üzerinden gerçekleştirmeye başlaması sonucu 2021 yılı ve 2022 yılının sonunda navlun ve gümrükleme giderlerinde artış meydana gelmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Ticari faaliyetlerden kur farkı gelirleri	1.303.375	20.927.143	23.315.159
Reeskont geliri	1.393.976	1.435.030	5.894.699
Konusu kalmayan karşılıklar	-	-	3.384.202
Sigorta gelirleri	-	-	914.932
Diğer gelirler	251.475	294.599	1.077.494
TOPLAM	2.948.826	22.656.772	34.586.486

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer gelirlerinin büyük kısmını faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri oluşturmaktadır. 2021 yılı Ağustos ayından itibaren ise tüm satışlarını, ihracat da dahil olmak üzere kendisi üzerinden gerçekleştirmeye başlamış olması nedeniyle artan ihracat gelirleri etkili olmuştur. Kur farkı geliri, banka mevduat faizi gelirlerinden ve ihracat gelirlerinden oluşmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Ticari faaliyetlerden kur farkı giderleri	1.185.451	15.132.858	20.841.765
Stok değer düşüklüğü karşılık giderleri	940.632	2.875.961	-
Çalışmayan kısım giderleri	2.333.627	2.584.461	17.440.834
Çalışmayan kısım amortisman ve itfa payları	890.225	430.648	1.108.646
Reeskont giderleri	585.162	1.330.988	3.681.637
Şüpheli alacak karşılığı giderleri	-	198.123	1.235.510
Dava karşılığı giderleri	19.200	104.735	990.100
Stok değer düşüklüğü karşılık giderleri (Not 12)	-	-	337.737
Diğer giderler	226.133	1.333.769	914.609
TOPLAM	-6.180.430	-23.991.543	-46.550.838

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer giderlerinin büyük kısmını yatırım faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı giderleri oluşturmaktadır.

Finansman Gelirleri	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kur farkı gelirleri	2.205.137	15.829.839	16.913.585
Faiz gelirleri	-	147.622	989.175
TOPLAM	2.205.137	15.977.461	17.902.760
Hasıllata Oranı	1,2%	5,5%	1,9%
Finansman Giderleri (-)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kur farkı giderleri	9.277.055	16.055.080	10.605.780
Kredi ve leasing faiz giderleri	1.637.907	1.249.092	10.311.343
Diğer finansman giderleri	79.731	415.157	967.721
TOPLAM	(10.994.693)	(17.719.329)	(21.884.844)
Hasıllata Oranı	-6,1%	-6,1%	-2,3%
Kredilere Oranı (Implied Interest Rate)	-41,9%	-61,2%	-31,9%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu,

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 Çıktıları	(32.707.340)	(66.029.101)	(128.357.218)
Maddi Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıktıları	(32.328.632)	(65.699.205)	(127.758.594)
Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıktıları	(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 Çıktıları	(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 faaliyeti 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 adında iki proje vardır. Şirket, Koza-İpek Holding'in bir iştirakidir.
Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	18.658	Şirket ticari baskı sektöründe faaldir. 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 kangal, 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 tesisine 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, sevkiyat 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, dışı 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 işgal eden Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirketin ürün portföyü vinç halatları, telesiyec 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 Şirketinin 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 hane eritme süreci ve haddeleme süreci olarak imalatta kullanılan süreçlere göre iki kategoriye ayrılmaktadır. Şirketin ürünleri arasında yapı çelikleri, karbon çelikleri, sementasyon çelikleri, ıslah 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.
Doktas Dokümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.	7.225	Doktas 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, sükna hakları ile medeni kanun hükümleri gereğince aynı ve gayrimaddi haklarla ilgili her çeşit iltizami ve tasarruflı işlemleri 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, tenek 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.
Iskenderun 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 kalitelere, 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 nip 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 alaşımli bakır ve bronz ve piring alaşımli dahil bakır alaşımli ve santrifluj döküm ürünleri yer almaktadır. Şirketin ana üretim faaliyetleri elektrolitik bakır ürünler, bakır tüpler ve lamaların üretildiği 180.000 metrekairelik 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 panelli, 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	Compañia 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 bulunuyor.
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 bulunuyor.
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, Zimbabve'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 Zimbabve Platinum Mines (Private) Limited aracılığıyla, Zimbabve'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) konsantr 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. Liçleme 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 sülfirik asit ve kökür 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 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

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/FAVÖK	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	Yımtai 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 cinsindedir.
- ✓ 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 MARJI	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			TAHİMİNİ NAKİT AKIŞI		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2027T
Net Satışlar	181.723.929	289.609.415	967.043.250	1.175.124.572	3.172.078.613	4.576.082.937
<i>Yıllık Büyüme</i>	84%	59%	234%	22%	67%	44%
FAALİYET KARI (FVÖK)	51.519.298	68.279.899	432.384.496	701.518.405	1.267.578.148	1.862.590.553
<i>Net Satışlara Oranı</i>	28,4%	23,6%	44,7%	36,8%	40,0%	40,7%
Vergi Oranı	20,7%	18,8%	20,7%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi	10.677.117	12.838.557	89.310.390	93.659.011	253.515.630	372.518.111
VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı)	40.842.181	55.441.342	343.074.106	561.214.724	1.014.062.518	1.490.072.443
Azınlık Hakları	-169.711	-2.592.708	-2.564.813	-6.381.011	-11.529.891	-16.942.124
<i>Net Satışlara Oranı</i>	-0,09%	-0,90%	-0,27%	-0,34%	-0,36%	-0,37%
Yatırım Harcamaları	0	0	0	-308.006.250	-264.823.774	-191.819.331
<i>Net Satışlara Oranı</i>	0,0%	0,0%	0,0%	26%	7%	4%
Amortisman	10.451.708	34.385.367	49.419.729	77.862.135	89.106.112	98.697.078
<i>Net Satışlara Oranı</i>	5,8%	11,9%	5,1%	4,1%	2,8%	2,2%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-6.836.915	-20.195.412	-313.060.019	10.248.573	-137.061.866	-152.208.944
<i>Net Satışlara Oranı</i>	-3,8%	-7,0%	-32,4%	0,9%	-4,3%	-3,3%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	44.287.263	67.038.589	76.869.003	137.200.730	287.929.985	1.227.799.123
SNA Bugünkü Değeri	111.020.166	188.528.839	380.436.990	526.391.803	613.048.083	1.767.125.074

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

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