



Vişne Madencilik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında	1
4. Ortaklık Yapısı	3
5. Finansal Tablolar	4
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	8
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	10
8. Görüş	15

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tera")'nin, Vişne Madencilik Üretim San. ve Tic. A.Ş. (Kısaca "İhraççı", "Vişne Madencilik" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Vişne Madencilik Üretim San. ve Tic. A.Ş. ("VSNMD")
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	3-4-5 Şubat 2025
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Bireyselle Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	17.000.000 TL (Sermaye Artırımı) 7.000.000 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	117.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	898.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,51
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 9.540.000 TL (%39,75)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 6.000.000 TL (%25)
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 6.000.000 TL (%25)
	Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar: 2.400.000 TL (%10)
	Şirket Çalışanları: 60.000 TL (%0,25)
Halka Arz İskontosu	%20,0
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	37,44 TL
Fiyat İstikrarı	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 10 gün boyunca Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Vişne Madencilik İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Şirket, Maden Kanunu kapsamındaki işlenmiş ve işlenmemiş maden ve cevherler ile ilgili ruhsatları almak, ocak açmak, çalıştırmak ve üretim faaliyetlerinde bulunmak, kalker, mıcır, fırın taşı, parça kireç, söndürülmüş kireç ve tertibince kireç bulunan veya içine kireç karıştırılan madde ve malzemeler ile toprak sanayi ürünlerinin üretimi, yurtiçi ve yurtdışında alımı ve satımı, komisyon, taahhütlük,

mümesillik, montaj, proje ve danışmanlık işleri ile her türlü maden ve kireç üretimi tesislerinin kurulması, kiralanması, kiraya verilmesi ve işletilmesi faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Şirket'in merkezi: Şehit Nevres Bulvarı No: 3 Kat: 7 Alsancak/Konak İzmir'dedir.

Şirket'in faaliyetleri temel olarak 4 farklı ana ürün üretimi üzerine kuruludur. Bu ürünler; sönmemiş kireç, sönmüş kireç, agrega ve nem ve gaz giderici vikalo şeklinde sıralanabilir.

Şirket'in ana ve alt ürün gruplarını içeren tablo ise aşağıda yer almaktadır:

Ana Ürün Grubu	Alt Ürünler
Sönmemiş Kireç (Kalsiyum Oksit)	<ul style="list-style-type: none">Parça, granül, tos ve mikronize olmak üzere 4 farklı formda üretilmektedir.
Sönmüş Kireç (Kalsiyum Hidroksit)	<ul style="list-style-type: none">2 çeşit sönmüş kireç ürünü üretmekte olup bu ürünler; sönmüş CL80 S inşaat kireci ve sönmüş CL90 S sanayi kireci olarak sıralanmaktadır.
Agrega	<ul style="list-style-type: none">Kırma KumMıçır 1 NumaraMıçır 2 NumaraBY-PASS MalzemeDolgu MalzemesiKireç TaşıBetonluk Malzeme
Nem ve Gaz Giderici Vikalo	<ul style="list-style-type: none">1 ve 2 kiloluk naylon poşet ambalajlara dolumu yapılarak azami 1 tonluk büyük çuval veya karton kutulu ambalajlarda sevk edilmektedir.

Kaynak İzahname

Şirket'in mevcut durumda 3 adet fabrikası bulunmaktadır. Çelemlî Fabrikası ve Narlı Fabrikası'nın tesis ve arazi mülkiyeti Şirket'e aitken Çukurova Fabrikası ise maden sahasında kurulmuş olup kurulu tesisin mülkiyeti Şirket'e aittir. Şirket'in fabrikalarına ilişkin bilgilerin yer aldığı tablo aşağıda gösterilmektedir.

Fabrika Adı	Adresi
Çelemlî Fabrika	Çelemlî Mah, Munak Meydanı, No: 5, Yüreğir/ADANA
Çukurova Fabrikası	Çokçapınar Mah, 5301 Cadde, No:3/1, Ceyhan/ADANA
Narlı Fabrikası	Karabıyıklı Mah, Karabıyıklı Kümeevler, No: 147, Pzarcık/KAHRAMANMARAŞ

Kaynak İzahname

Şirket'in yukarıda sayılan fabrikaları bünyesinde entegre tesisler bulunmakta olup Çelemlî Fabrikası bünyesinde taş ocağı, kırma eleme tesisi, yakıt hazırlama tesisi, fırınlar (sönmemiş kireç üretimi) bulunmaktadır.

- Çelemlî Fabrikası:** 8.596 m² kapalı alan ve 65.823 m² açık alan olmak üzere toplam 74.419 m² alan üzerine kurulu Çelemlî Fabrikası, Şirket'in ilk kireç fabrikasıdır. Şirket, Haziran 2009 tarihinde Çelemlî Fabrikası'nın arsasını satın almıştır. 30.09.2024 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla Çelemlî Fabrikası'nın kapasitesi 1.250 ton/gün'dür. Çelemlî Fabrikası'nda 5 adet kireç fırını, depo, idari bina, atölye-ambar, kömür deposu, kömür öğütme ve kurutma alanı, kireç eleme alanı, kireç söndürme ve paketleme alanı, yamaç tüneli, çöktürme havuzu, aktık geçici depolama alanı bulunmaktadır.

- Çukurova Fabrikası:** 3000 m² kapalı alan ve 117.000 m² açık alan olmak üzere toplam 120.000 m² alan üzerine kurulu Çukurova Fabrikası, 2014 yılında Şirket'in bünyesine dahil edilmiş olup taş ocağı ve kırma eleme tesisi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Narlı Fabrikası:** 6.000 m² kapalı alan ve 644.500 m² açık alan olmak üzere toplam 650.500 m² alan üzerine kurulu olan Narlı fabrikası 30.09.2024 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla toplam kapasitesi 1000 ton/gün'dür. Fabrikanın bünyesinde 4 adet fırın bulunmaktadır.

Üretilen ürünler, endüstriyel nakliye araçları (silobas veya damperli) vasıtasıyla dökme formda sanayi kuruluşlarına satılmaktadır. Ayrıca, azami 1 ton büyüklüğünde çuval, kâğıt veya plastik torbalara konularak hazır sıva, alçı, inşaat ve plastik sektörlerine de satışlar gerçekleştirmektedir. Şirket, 250 tonluk basınçlı tipte toplam 9 adet fırına sahiptir. Ayrıca Şirket, toplam 21.000 ton beton ve çelik konstrüksiyon silolarda depolama kapasitesine sahiptir.

4. Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL değerindedir ve tamamı muvazaadan arı bir şekilde tamamen ödenmiştir. İşbu sermaye her biri 1 TL değerinde 100.000.000 adet paya bölünmüş olup bunlardan 20.000.000 adedi nama yazılı A Grubu ve 80.000.000 adedi nama yazılı B Grubu pay olarak ayrılmıştır.

A Grubu payların yönetim kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. B grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur.

Ortaklığımızın çıkarılmış sermayesini 100.000.000 TL'den 117.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 17.000.000 TL nominal değerli 17.000.000 adet nama yazılı B grubu pay ve mevcut ortaklardan Urla Makine Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sahip olduğu 3.500.000 TL nominal değerli 3.500.000 adet nama yazılı B grubu pay, Nejla Öztüre'nin sahip olduğu 857.507 TL nominal değerli olmak üzere 857.507 adet nama yazılı B grubu pay, Ecmel Öztüre'nin sahip olduğu 794.472 TL nominal değerli olmak üzere 794.472 adet nama yazılı B grubu pay, Cem Öztüre'nin sahip olduğu 794.472 TL nominal değerli olmak üzere 794.472 adet nama yazılı B grubu pay, Can Öztüre'nin sahip olduğu 794.472 TL nominal değerli olmak üzere 794.472 adet nama yazılı B grubu pay, Murat San'ın sahip olduğu 70.000 TL nominal değerli olmak üzere 70.000 adet nama yazılı B grubu pay ve Nezih Öztüre'nin sahip olduğu 189.077 TL nominal değerli olmak üzere 189.077 adet nama yazılı B grubu pay olmak üzere toplam 24.000.000 TL nominal değerli 24.000.000 adet nama yazılı B grubu payın halka arzına ilişkin izahnamedir.

Halka Arz Eden pay sahiplerinin şirket sermayesinde sahip olduğu 7.000.000 TL nominal değerde 7.000.000 adet nama yazılı B grubu payın halka arz edilmesi planlanmaktadır.

Halka arz sonrasında Şirket sermaye yapısı aşağıdadır:

Pay Sahibi	Pay Grubu	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı			
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Urla Makine Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B	50.000.000	50	46.500.000	39,74
Nejla Öztüre	B	12.250.100	12,25	11.392.593	9,74
Emel Öztüre	A	6.176.670	6,18	4.378.458	5,28
	B	5.172.930	5,17	6.176.670	3,74
Cem Öztüre	A	6.176.670	6,18	4.378.458	5,28
	B	5.172.930	5,17	6.176.670	3,74
Can Öztüre	A	6.176.670	6,18	4.378.458	5,28
	B	5.172.930	5,17	6.176.670	3,74

Pay Sahibi	Pay Grubu	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı			
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Nezih Öztüre	A	1.469.990	1,47	1.469.990	1,26
	B	1.231.110	1,23	1.042.033	0,90
Murat San		1.000.000	1	930.000	0,79
Halka Açık Kısım	B	-	-	24.000.000	20,51
Toplam		100.000.000	100	117.000.000	100

Kaynak İzahname

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur. 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihli finansal tablolarda yer alan tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe 30 Eylül 2024 satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
Varlıklar	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	30-Eyl-24
Dönen Varlıklar	373.785.442	343.209.011	431.785.268	381.036.821
Nakit ve Nakit Benzerleri	63.860.358	21.782.305	93.015.549	34.438.642
Finansal Yatırımlar	-	-	12.487.092	-
Ticari Alacaklar	187.142.743	181.132.060	180.663.120	189.690.772
Diğer Alacaklar	6.517.289	1.416.618	2.755.396	2.558.328
Stoklar	87.456.825	130.040.376	135.872.802	146.275.565
Peşin Ödenmiş Giderler	2.343.654	5.764.841	6.991.309	2.804.078
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	-	5.269.436
Diğer Dönen Varlıklar	26.464.573	3.072.811	-	-
Duran Varlıklar	1.511.409.770	1.835.419.206	2.139.474.406	2.143.158.712
Maddi Duran Varlıklar	1.440.793.234	1.825.314.721	2.127.098.638	2.093.550.077
Kullanım Hakkı Varlıkları	10.394.495	6.158.949	2.109.330	2.316.516
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	724.459	614.251	655.200	585.770
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.413.529	2.413.529	8.491.271	8.491.271
Finansal Yatırımlar	1.347.089	250.200	220.901	337.896
Peşin Ödenmiş Giderler	55.736.964	667.556	899.066	37.877.182
TOPLAM VARLIKLAR	1.885.195.212	2.178.628.217	2.571.259.674	2.524.195.533
Kısa Vadeli Yükümlülükler	377.114.174	425.449.573	299.030.629	253.841.681
Kısa Vadeli Borçlanmalar	25.229.751	124.919.531	80.103.924	106.431.138
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	109.628.764	115.845.693	48.660.980	27.112.567
Ticari Borçlar	213.763.846	156.702.453	114.601.692	69.930.564
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6.601.712	9.554.820	20.189.243	30.566.574
Diğer Borçlar	10.067.199	2.079.441	10.782.392	5.022.640
Ertelenmiş Gelirler	5.473.050	9.994.875	8.904.204	5.144.494
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	37.347	759.107	8.526.928	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	6.312.505	5.593.653	7.261.266	9.633.704
Uzun Vadeli Yükümlülükler	312.792.576	178.713.919	172.929.046	143.271.856
Uzun Vadeli Borçlanmalar	299.344.684	107.678.247	18.059.619	12.479.979

Uzun Vadeli Karşılıklar	7.366.392	9.923.507	15.959.887	21.961.479
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	6.081.500	61.112.165	138.909.540	108.830.398
Özkaynaklar	1.195.288.462	1.574.464.725	2.099.299.999	2.127.081.996
Ödenmiş Sermaye	32.000.000	32.000.000	100.000.000	100.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	264.480.091	264.480.091	294.104.972	294.104.972
Paylara İlişkin Primler	26.749.279	26.749.279	26.749.279	26.749.279
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	487.019.436	540.862.214	821.582.980	771.413.197
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	15.238.013	26.169.294	30.934.597	30.934.597
Geçmiş Yıllar Karları	105.214.859	407.731.755	636.022.163	877.293.109
Net Dönem Karı	264.586.784	276.472.092	189.906.008	26.586.842
TOPLAM KAYNAKLAR	1.885.195.213	2.178.628.217	2.571.259.674	2.524.195.533

Kaynak: İzahname

Varlıklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 1.885.195.212 TL, 2.178.628.217 TL, 2.571.259.674 TL, 2.524.195.533 TL olarak gerçekleşmiştir.

Dönen Varlıklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 373.785.442 TL, 343.209.011 TL, 431.785.268 TL, 381.036.821 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen kalemlerinden oluşmaktadır.

Nakit ve nakit benzerlerinin 2022'de bir önceki yıla göre %65,9 azalmasının nedeni Narlı Kireç Fabrikası yatırımı için kullanılan nakit çıkışı ve artan stok alışları ile azalan ticari borçların finansmanında kullanılmasıdır. 2023 yılında bir önceki yıla göre %327 artış ise Şirket'in faaliyetlerinden elde etmiş olduğu nakit akışlarının sonraki dönemde yatırım harcamalarında kullanılmak üzere Şirket bünyesinde tutulmasından kaynaklanmaktadır. 30.09.2024 tarihinde önceki yıl sonuna göre %63 azalmıştır. İlgili kalem kapsamında Şirket'in banka mevduatları ile diğer hazır değerleri yapılmakta olan Narlı Kireç Fabrikası Söndürme ve Paketleme tesisi yatırım faaliyetlerinden kaynaklı nakit çıkışı nedeniyle gerilemektedir.

Ticari alacaklar alıcılar, alacak senetleri ve çekler, ilişkili taraflardan ticari alacaklar, ertelenmiş finansman geliri ve şüpheli ticari alacak karşılığı kalemlerinden oluşmaktadır. Şirket'in ticari alacakları, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yıl sonuna göre %5 oranında artarak 189.690.772 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın nedeni ticari alacakların ortalama tahsilat süresinin agrega satışlarının artması ve vade süresinin kireç satışlarına göre uzun olması nedeniyle 51 güne yükselmesidir. (31 Aralık 2023: 37 gün, 31 Aralık 2022: 34 gün, 31 Aralık 2021: 52 gün).

Diğer Alacaklar 2022 yılında bir önceki yıla göre %78,3 azalmıştır. Söz konusu azalış Narlı kireç Fabrikası inşaat taşeronuna ödenen vergi iade alacağının tahsil edilmesinden kaynaklanmaktadır. 2023 yılında ise 2022 yılına göre %94,5 artmıştır. Bu artışın temel nedeni 31.12.2023 tarihinde diğer alacaklar kaleminin içerisinde yer alan arsa alımı için verilen avans ve Narlı Kireç Fabrikasına çelik konstrüksiyona ilişkin vergi iadesindeki artıştır.

Stoklar, 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %48,7, 31.12.2023 tarihinde ise 2022 yılına göre %4,5 artmıştır. İzahnamede incelenen dönemler itibarıyla stoklar kalemi artış göstermiş olup, söz konusu artışın temel sebebi hammadde fiyatlarında gözlemlenen artışlardan asgari düzeyde etkilenebilmek amacıyla yürütülen stok yönetim politikası kapsamında mamul kalemi altında sınıflandırılan sönmemiş kireç stoklarındaki dönemsel artıştır.

Şirket'in duran varlıkları maddi duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, maddi olmayan duran varlıklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, finansal yatırımlar ve peşin ödenmiş giderlerden oluşmaktadır.

Şirket'in duran varlıklar toplamı 30.09.2024 tarihinde önceki yılsonuna göre benzer seviyede seyrederek 2.143.158.712 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2023 tarihinde ise bir önceki yıla göre %16,6 oranında artarak 2.139.474.406 TL olarak, 31.12.2022 tarihinde 2021 yılında yatırımına başlanan ve 2022 yılında tamamlanan Narlı Kireç Fabrikası yatırımının tamamlanması nedeniyle yılsonuna göre %21,4 artarak 1.835.419.206 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışların temel nedeni maddi duran varlıkların ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin 31.12.2023 tarihinde sona eren dönemde yeniden değerlemeye tabi tutulması ve 2021 yılında inşasına başlanılan, 2022 yıl sonunda tamamlanan 1.066.664.427 TL yatırım maliyeti Narlı Kireç Fabrikası yatırım tutarından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü ve kısa vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla kısa vadeli yükümlülükleri bir önceki yıl sonuna göre %15,1 oranında azalarak 253.841.681 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu azalışın temel nedeni ticari borçlar kalemindeki düşüştür. 31.12.2023 yılında ise bir önceki yıla göre %29,7 oranında azalarak 299.030.629 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu azalışın temel nedeni kısa vadeli banka kredilerinin azalmasıdır. 31.12.2022 tarihinde ise bir önceki yıl sonuna göre %12,8 artarak 425.449.573 TL olarak gerçekleşmiş olup, artışın temel sebebi ticari borçlardaki gerilemeye rağmen kısa vadeli borçlanmalar kalemindeki %395,1'lik artış Narlı Kireç Fabrikası yatırımından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; uzun vadeli borçlanmalar uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş vergi yükümlülüğü kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla uzun vadeli yükümlülükleri 143.271.856 TL olup, toplam kaynakların %5,7'sini oluşturmaktadır.

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla özkaynakları 2.127.081.996 TL olup bir önceki yıl sonuna göre önemli bir değişiklik göstermemiştir. İlgili dönemde toplam kaynakların %84,3'ünü oluşturmaktadır. Şirket'in özkaynakları 31.12.2023 tarihinde 2022 yıl sonuna göre %33,3 artarak 2.099.299.999 TL, 31.12.2022 tarihinde ise önceki yıl sonuna göre %31,7 artarak 1.574.464.725 TL olarak gerçekleşmiştir. İzahnamede incelenen dönemler itibarıyla özkaynaklardaki artışın temel nedeni Şirket'in ilgili dönemlerde kar elde etmesi ile maddi duran varlık yeniden değerlendirme fonlarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır. Öte yandan 2023 yılında Şirket'in ödenmiş sermayesi 32 milyon TL'den 100 milyon TL'ye çıkmıştır.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren dönemlere ait kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar Tablosu (TL)					
	1 Ocak – 31-Ara-21	1 Ocak – 31-Ara-22	1 Ocak – 31-Ara-23	1 Ocak – 30-Eyl-23	1 Ocak – 30-Eyl-24
Hasılat	924.172.725	1.396.148.976	1.338.335.409	975.042.249	829.856.408
Satışların Maliyeti (-)	-687.730.511	-981.870.298	-985.419.609	-742.617.212	-666.228.147
Brüt Kar	236.442.214	414.278.678	352.915.800	232.425.037	163.628.261
Genel Yönetim Giderleri (-)	-19.572.870	-23.676.671	-37.019.453	-25.396.636	-41.985.750
Pazarlama Giderleri (-)	-73.326.488	-115.594.772	-175.139.373	-117.645.726	-119.727.681
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0	-312.709
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	31.560.916	37.387.022	81.850.931	49.603.249	67.392.661

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar Tablosu (TL)					
	1 Ocak – 31-Ara-21	1 Ocak – 31-Ara-22	1 Ocak – 31-Ara-23	1 Ocak – 30-Eyl-23	1 Ocak – 30-Eyl-24
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-27.965.463	-50.801.751	-79.735.657	-57.039.592	-35.266.374
Esas Faaliyet Karı	147.138.309	261.592.506	142.872.248	81.946.332	33.728.408
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	968.495	2.868.967	54.674.036	13.704.126	13.020.757
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-43.518.593	-12.537.840	-17.782.739	-1.797.060	-505.047
Finansman Gelirleri ve Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	104.588.211	251.923.633	179.763.545	93.853.398	46.244.118
Finansman Gelirleri	46.194.775	31.380.971	25.230.917	20.950.911	9.796.483
Finansman Giderleri (-)	-94.363.431	-94.838.427	-82.260.658	-66.077.515	-41.005.863
Parasal (Kayıp)/Kazanç	63.407.347	118.504.968	83.895.318	77.960.697	-13.980.125
Vergi Öncesi Faaliyet Karı	119.826.902	306.971.145	206.629.122	126.687.491	1.054.613
Vergi Geliri/(Gideri)	144.759.882	-30.499.053	-16.723.114	-124.649.027	25.532.229
- Dönem Vergi Gideri	-45.682	-1.351.663	-10.649.073	-	-4.924.330
- Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	144.805.564	-29.147.390	-6.074.041	-124.649.027	30.456.559
Net Dönem Karı	264.586.784	276.472.092	189.906.008	2.038.464	26.586.842

Kaynak: İzahname

Şirket'in hasılatı, 2024 yılının 9 aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %14,9 oranında azalmıştır. Bu azalışın temel nedeni ekonominin genelinde hissedilen yavaşlama ve 2023 yılında meydana gelen deprem nedeniyle zayıflayan bölgesel taleptir. Diğer taraftan, Ukrayna ve İsrail savaşlarının etkisiyle yavaşlayan deniz ticaretinin yanı sıra, demir çelik endüstrisinin ve global ticaret hacminin de azalmasıyla kapasite düşürmesi paralelinde kireç satışlarında da düşüş yaşanmıştır. 2023 yılında 2022 yılına göre %4,1 azalış gösterirken, 2022 yılında ise 2021 yılına göre %51,1 oranında artış göstermiştir.

Şirket'in brüt karı 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %75,2 artarken, 2023 yılında 2022 yılına göre %14,8 artış göstermiştir. 2024 yılının 9 aylık dönemi itibarıyla ise 2023 yılının 9 aylık dönemine göre %29,6 oranında azalarak 163.628.261 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt kâr marjı 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla %25,6, %29,7, %26,4, %23,8 ve %19,7 olarak gerçekleşmiştir.

Genel yönetim gideri ağırlıklı olarak enflasyon artışı ile paralel hareket eden personel giderleri, hizmet müşavirlik, bilirkişi giderleri ve amortisman giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in genel yönetim gideri 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %21 artarken, 2023 yılında 2022 yılına göre %56,4 artış göstermiş, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %65,3 oranında artmıştır.

Şirket'in pazarlama gideri ise büyük ölçüde nakliye giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu kalem satış hacmi ve motorin fiyatlarından doğrudan etkilenmektedir. Şirket'in pazarlama gideri 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %57,6, 2023 yılında ise 2022 yılına göre %51,5 artış göstermiştir. 2024 yılı 9 aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre benzer seviyede seyretmiştir.

Şirket'in dönem vergi gideri 2024 yılının 9 aylık döneminde 4.924.330 TL olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki yılın aynı dönemine göre artış temel olarak yatırım teşvik belgesi kapsamındaki vergi avantajının 2024 yılında sınırlı olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. 2023 yılında vergi dönem gideri 10.649.073 TL olup, 2022 yılına göre %687,9 artış göstermiştir. Bu artışın temel nedeni 2022 yılında Narlı Kireç Fabrikası yatırımının tamamlanması neticesinde vergi nisabının değişmesinden kaynaklanmaktadır.

Ertelenmiş vergi geliri ise 2024 yılının 9 aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %124,4 artarak 30.456.559 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında bir önceki yıla göre %79,2 azalarak 6.074.041 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu azalışın temel nedeni 31 Aralık 2023 yıl sonu itibarıyla uygulanan “Enflasyon Muhasebesi” uygulamasıdır. Bu çerçevede Şirket’in ertelenmiş vergi gideri bir önceki yıla göre azalış göstermiştir.

Şirket’in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları sırasıyla net dönem karı 264.586.784 TL, 276.472.092 TL ve 189.906.008 TL olurken, net kâr marjı %28,6, %19,8, %14,2, 30.09.2024 tarihinde ise yıllıklandırılmış olarak net dönem karı 214.454.386 TL ve net kar marjı %17,97 olmuştur. Dönem net karı 2024 yılı 9 aylık dönemde önceki yılın aynı dönemine göre %1204 oranında artış göstermiştir. Bu artış temel olarak ertelenmiş vergi geliri hesaplamasından kaynaklanmaktadır.

Şirket’in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı, FAVÖK marjı ve net kar marjı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024 Yıllıklandırılmış
Brüt Kar Marjı	25,6%	29,7%	26,4%	23,8%	23,8%
Faaliyet Kar Marjı	15,5%	19,7%	10,5%	9,2%	4,4%
FAVÖK Marjı	22,8%	29,2%	26,0%	25,1%	23,4%
Net Kar Marjı	28,6%	19,8%	14,2%	0,2%	17,97%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Çelemlî Fabrikası Hammadde Hazırlama (kırma-Eleme) Tesis Kurulumu, Tüm Destek Ekipmanları ve Altyapısı	45-40%
Çelemlî Fabrikası Hidrolik Kireç Karışım Hattı Kurulması	3-7%
Narlı Fabrikası Kireç Söndürme, Sarım Tesisi, Büyük Çuval Dolumu, Paketleme ve Ambalajlama Tesisi	8-10%
Narlı Fabrikası Mikronize Kireç Öğütme Hattı ve Ekipman Kurulumu	19-23%
Devam Etmekte Olan Yeni Yatırımların Finansmanı Amacıyla Edinilen Kredilerin Kapatılması	20-25%

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket’in sermaye artırımını ile ihraç edilecek yeni payların halka arzı sonucunda elde edeceği halka arz gelirinden ilgili masraf ve maliyet düşüldükten sonra kalan net halka arz geliri aşağıda belirtilen şekilde kullanılması hedeflenmektedir.

- A. Çelemlî Fabrikası Hammadde Hazırlama (kırma-Eleme) Tesis Kurulumu, Tüm Destek Ekipmanları ve Altyapısı:** Çelemlî Fabrikası’na 8 km. mesafede yer alan Şirket’e ait ruhsat sahasından elde edilecek malzemenin hammadde formuna dönüştürülmesi için fabrika sahasında kurulması planlanan kırma eleme tesisi sayesinde hammaddenin temin edilmesi ve satış süreçlerine yönelik lojistik avantaj elde edilmesi planlanmaktadır. Şirket’in Çelemlî Fabrikası bünyesinde planlanan hammadde hazırlama tesisinin kurulması ile hali hazırda 28 km uzaklıktaki tesis yerine kireç üretim tesisi ile aynı kampüste kırma ve eleme faaliyetleri gerçekleştirilebilmesi planlanmaktadır. Bu kapsamda satılan malın maliyetinin doğrudan etkilenmesi suretiyle piyasada daha rekabetçi olunmasına imkân sağlanması ve ayrıca müşterilere daha uygun fiyatlı ürün satılabilmesi hedeflenmektedir. Yapılması planlanan tesis

ve kapalı stok alanının yaklaşık toplam 2.786 m² olması hedeflenmektedir. İşbu fon kullanım yerine ilişkin yönetim kurulu karar tarihi itibarıyla hafriyat çalışmaları ile hem saha altyapısı (drenaj çalışmaları) hem de tasfiye ve kotlama çalışmaları gerçekleştirilmekte olup drenaj çalışmaları hariç olmak üzere diğer altyapı çalışmaları büyük ölçüde tamamlanmış durumdadır. Yatırım maliyetinin yaklaşık 8.300.000 ABD doları tutarında gerçekleşmesi planlanmaktadır.

- B. Çelemlî Fabrikası Hidrolik Kireç Karışım Hattı Kurulması:** Kara, demir yolları ve killi zeminlerin stabilizasyonu için kül-kireç-çimento karışımından oluşan ve hidrolik kireç adı verilen malzemenin hazırlanması için gerekli elevatör, bant, helezon, silo gibi aktarma ve dolum ekipmanlarından müteşekkil bir üretim hattının kurulması ve bu sayede ürün müşteri ve Pazar çeşitliliğinin artırılması hedeflenmektedir. Ürün farklılaştırma pazarlama stratejisi kullanılarak hem yurt içi hem yurt dışı hinterlandında farklı pazarlarda faaliyet gösterilmesi hedeflenmektedir. Çelemlî Fabrikası'nda yapılması planlanan eklentinin yaklaşık 30 m² si kapalı alan olmak üzere toplam 330 m² olması planlanmaktadır. Bahsi geçen yatırımın toplam maliyetinin yaklaşık 1.000.000 ABD Doları tutarında gerçekleşmesi planlanmaktadır.
- C. Narlı Fabrikası Kireç Söndürme, Sarım Tesisi, Büyük Çuval Dolumu, Paketleme ve Ambalajlama Tesisi:** Özellikle yurt dışına satış yapabilmek adına sönmüş kireç taleplerini karşılayabilmek için Çelemlî'deki söndürme hattına ilaveten daha modern bir söndürme hattı ile dozajlı tartım ve dolum hattı yatırımı planlanmaktadır. Bu yatırım sayesinde Şirket'in hasılatının ve hasılatındaki ihracat oranının artırılması hedeflenmektedir. İlgili yatırım için T.C Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan yatırım teşvik belgesi alınmıştır. Kurulması planlanan söndürme tesisinde yapılması planlanan sönmüş kireç üretimi le başta Şirket'in Çelemlî Fabrikası'ndan erişilmesi güç olan noktalara ulaşılması planlanmaktadır. Ayrıca farklı kalitede sönmüş kireç üretimi gerçekleştirilmesi ve ürün farklılaştırma çalışması ile farklı sektör ve bölgelere ulaşım sağlanması hedeflenmektedir. Yine Çelemlî Fabrikası'nda işbu fon kullanım yerine ilişkin yönetim kurulu karar tarihi itibarıyla yapılan sönmüş kireç üretiminin yurt içi ve yurt dışı Pazar talebini karşılayamama durumunda Narlı 'da yapılması planlanan üretim ihracat yapılarak satış planlanmaktadır. Söndürme tesisi ve depo binalarının yaklaşık olarak sırasıyla 1.024 m² ve 2.640 m² olmak üzere toplam 3.664 m² olması planlanmaktadır. Tesisin yaklaşık maliyetinin 160.000.000 TL olması öngörülmektedir.
- D. Narlı Fabrikası Mikronize Kireç Öğütme Hattı ve Ekipman Kurulumu:** Kağıt ve boya gibi mikronize ölçekte kireç kullanan niş endüstrilere hitap etmek üzere katma değeri yüksek mikronize ürünlerin üretiminin gerçekleştirileceği modern bir öğütme tesis yatırımının yapılması ve Şirket'in hasılat ve kar marjına katkı sunulması hedeflenmektedir. Özellikle yurt dışındaki yüksek kaliteli mikronize kireç pazarına hitap etmek üzere mikronize ürün elde edebilmek için besleme silosu, bilyalı değirmen, çeşitli inceliklerde ürün üretimleri için seperatör, yardımcı ekipmanlar ve ürün siloları yatırımı yapılması planlanmaktadır. Üretilen ürünün sevki için paketleme ve big-bag yapma üniteleri de imal edilmesi planlanmakta olup paketleme ünitesinin depo binası içerisinde kurulumunun yapılması planlanmıştır. Bahsi geçen yatırımın maliyetinin ise yaklaşık toplam 6.000.000 ABD Doları tutarında gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- E. Devam Etmekte Olan Yeni Yatırımların Finansmanı Amacıyla Edinilen Kredilerin Kapatılması:** Şirket sönmüş kireç taleplerini karşılayabilmek için Çelemlî'deki söndürme hattına ilaveten daha modern bir söndürme hattı ile dozajlı tartım ve dolum hattı yatırım planları kapsamında 2024 yılı ikinci yarısından itibaren "Narlı Fabrikası Kireç Söndürme, Sarım Tesisi, Büyük Çuval (Big-Bag) dolumu, Paketleme ve Ambalajlama Tesisi" yatırımına başlamış olup söz konusu yatırım harcamasının finansmanı amacıyla kredi temin etmiştir. Halka arzdan gelen fonun yaklaşık %20 ila %25'lik kısmı ile söz konusu kredinin kapatılması planlanmaktadır.

Şirket halka arz gelirlerini belirtilen oranlarda kullanmayı planlamakla birlikte, gerektiğinde en fazla %10 oranında değişiklik yapma esnekliğine sahiptir. Şirket, halka arzdan elde edilen fonun, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar vadeli mevduat, yurt içi ve yurt dışı borçlanma senetleri, yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları ve/veya fonun değerini korumak adına benzer korumayı sağlayabilecek herhangi başka bir surette değerlendirebilecektir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Tera Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) ve Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemlerine yer verilmiştir.

7.1. Çarpan Analiz Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsa'da işlem görüp Vişne Madencilik ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak özkaynak değerinin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer firmaların piyasa çarpanları analiz edilmiştir.

Şirket'in ihracatının sınırlı olması, enflasyon muhasebesi uygulaması ve BIST kapsamında Şirket'in ana faaliyet alanı ile ilgili iki adet endeks olmasına bağlı olarak yurtdışı çarpanlar değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST Madencilik (XMADN) ve BIST Taş Toprak (XTAST) endekslerinde faaliyet gösteren şirketlerin 30.09.2024 tarihli finansal tabloları itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan 05.12.2024 tarihli güncel çarpanları ele alınmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan en düşük dörtte bir dilimde olanlar ile kullanılan çarpanların en yüksek olanları aykırı değer olarak nitelendirilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanlarının aykırı değerler elimine edilerek hesaplanmış medyanları eşit ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Ayrıca Şirket'in 30.09.2024 tarihli finansallarından:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkarıldığında Şirket 30.09.2024 itibarıyla **111.585.042 TL** net borç pozisyonundadır.
- Şirket'in ilgili dönem itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü **279.663.590 TL** olarak hesaplanmıştır.

Emsal şirket olarak hesaplamaya dahil edilen şirketlerin uç değerler elenerek hesaplanan medyan çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Maden İşlenmesi Faaliyetinde Bulunan Yurt İçi Benzer Şirketler:

FD/FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2024 tarihli firma değerlerinin, 01.10.2023-30.09.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Altınyâğ Madencilik ve Enerji	38,8	a.d	2,0
CVK Maden İşletmeleri	12,8	18,8	2,2
İpek Doğal Enerji Kaynakları	0,3	22,1	1,6
Koza Altın İşletmeleri	17,9	32,1	2,8
Koza Anadolu Metal	3,9	886,4	1,8

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Park Elek. Madencilik	6,9	7,2	0,8
Medyan (Aykırı Değerler Ayrıştırılmış)	12,8	27,1	2,0
Minimum 1. Kartil	4,6	18,8	1,6
Maksimum	38,8	886,4	2,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Maden İşlenmesi Faaliyetinde Bulunan Yurt İçi Benzer Şirketler:

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Afyon Çimento	5,8	4,1	1,1
Akçansa	9,0	17,1	1,8
Bien Yapı Ürünleri	73,3	19,4	1,1
Boğaziçi Beton Sanayi Ve Ticaret	3,8	7,3	1,5
Batisöke Çimento	52,2	13,9	3,7
Batı Çimento	15,9	7,9	1,7
Bursa Çimento	4,2	3,6	1,0
Çimsa	7,8	8,5	1,6
Çimbeton	26,8	63,7	10,1
Doğusan	a.d	a.d	9,0
Ege Seramik	a.d	a.d	1,1
Göлтаş Çimento	7,7	3,9	1,2
Kalekim Kimyevi Maddeler	8,3	14,2	3,7
Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik	a.d	a.d	2,3
Konya Çimento	58,8	151,8	11,1
Kütahya Porselen	5,4	10,5	1,1
Limak Doğu Anadolu Çimento	6,7	7,7	3,5
Tureks Turunç Madencilik	12,0	22,3	1,7
Niğbaş Niğde Beton	345,8	9,9	1,7
Nuh Çimento	14,6	20,2	2,7
Oyak Çimento Fabrikaları	7,1	11,4	2,3
Qua Granit Hayal Yapı	8,5	a.d	1,0
Uşak Seramik	7,8	8,1	0,9
Medyan (Aykırı Değerler Ayrıştırılmış)	10,5	13,9	2,0
Minimum 1. Kartil	7,0	7,8	1,1
Maksimum	345,8	151,8	11,1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablolardaki seçili benzer şirketlerin ilgili FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları eşit ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Buna göre hesaplanan piyasa değeri yurt içi benzer şirketler BIST Madencilik çarpanlarına göre **4.530.257.542 TL**, BIST Taş Toprak çarpanlarına göre **3.375.571.374 TL**'dir

BIST Madencilik	Çarpan	KPI	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Değer
PD/DD	2,0	2.127.081.996	4.305.780.616	33%	1.435.260.205
F/K	27,1	214.454.389	5.818.355.248	33%	1.939.451.749
FD/FAVÖK	12,8	279.663.590	3.466.636.761	33%	1.155.545.587
Toplam Ağırlıklı Özkaynak Değeri					4.530.257.542

BIST Taş Toprak	Çarpan	KPI	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Değer
PD/DD	2,0	2.127.081.996	4.331.754.416	33%	1.443.918.139
F/K	13,9	214.454.389	2.973.720.581	33%	991.240.194
FD/FAVÖK	10,5	279.663.590	2.821.239.123	33%	940.413.041
Toplam Ağırlıklı Özkaynak Değeri					3.375.571.374

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonucu

Çarpan Analiz	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Değer
BIST Taş Toprak Şirketleri	3.375.571.374	50%	1.687.785.687
BIST Madencilik Şirketleri	4.530.257.542	50%	2.265.128.771
Toplam Ağırlıklı Özkaynak Değeri			3.952.914.458

BIST Madencilik ve BIST Taş Toprak endekslerine göre hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlıklandırma yapılarak Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre piyasa değeri hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket'in çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri **3.952.914.458 TL olarak bulunmuştur.**

7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

AOSM	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Risksiz Getiri Oranı	29,5%	27,8%	26,2%	24,6%	22,9%	21,3%	19,7%	18,1%	16,4%	14,8%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özkaynak Maliyeti	35,0%	33,3%	31,7%	30,1%	28,4%	26,8%	25,2%	23,6%	21,9%	20,3%
Borç Maliyeti	30,0%	28,4%	26,8%	25,1%	23,5%	21,9%	20,3%	18,6%	17,0%	15,4%
Borç Maliyeti (1-Vergi)	22,5%	21,3%	20,1%	18,9%	17,6%	16,4%	15,2%	14,0%	12,8%	11,5%
Borç Ağırlığı	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Özkaynak Ağırlığı	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
AOSM	34,2%	32,6%	31,0%	29,4%	27,8%	26,2%	24,6%	23,0%	21,4%	19,8%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 30.09.2024 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %6 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak, Türkiye 10 yıllık TL TRT130733T17 ISIN kodlu tahvilin 05.12.2024 tarihi itibarıyla getirisi olan %29,5 dikkate alınmıştır. Söz konusu tahvil, aynı vadeye sahip 2 tahvilden en çok işlem gören tahvil olup değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi sonuna kadar her yıl ortalama %1,6 oranında (2025 -2027 Orta Vadeli Program'da 2024 -2027 yılları arası enflasyon verileri 2033 yılına uzatılarak hesaplanan YBBO'nun aylık olarak hesaplanan oranıdır) gerileyeceği öngörülmüştür.
- Pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 30.09.2024 tarihi finansal tablolarda yer alan banka kredileri ve kiralama işlemlerinin tamamı TL cinsi olup söz konusu kredilerin ağırlıklı ortalaması %30 alınmıştır. Vergi oranı 2023'te %25 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ve uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında %25 olarak korunmuştur.
- Uç Değer Büyüme Oranı olarak %5 öngörülmüştür.

Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2024 yılında %34,2 tahmin edilmiştir. İlerleyen yıllarda projeksiyon dönemi sonuna kadar her yıl ortalama %1,6 oranında (2025-2027 Orta Vadeli Program'da 2024 – 2027 yılları arası enflasyon verileri 2033 yılına uzatılarak hesaplanan YBBO'nun aylık olarak hesaplanan oranıdır) azalarak projeksiyon dönemi sonunda toplamda %14,4 gerileyeceği öngörüsü ile 2033 yılında AOSM %19,7 olarak hesaplanmış, terminalde de sabit tutulmuştur.

İNA Analizi Sonucu

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Tera Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda, Şirket'in 2021, 2022 ve 2023 yılları ile 2024 yılı 9 aylık verileri analiz edilerek 2024-2033 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2024-2030 yılları için aşağıdaki tabloda verilen Tera Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. 2030 yılı ve sonrası için ortalama TÜFE oranları %9,5 seviyesinde sabit tutulmuştur.

Makro Veriler	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
USD/TL ortalama	34,63	43,80	51,41	57,47	61,75	65,45	69,38
EUR/TL ortalama	37,49	47,39	55,63	62,19	66,81	70,82	75,07
TR TÜFE ortalama	57,5%	30,9%	21,2%	14,0%	9,5%	9,5%	9,5%

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akışları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı 2033 sonrasındaki dönem için %5 kullanılarak hesaplanmıştır Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer yukarıda izah edilen AOSM değerlendirme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek **özsermaye değeri 5.772.072 bin TL** olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (Bin TL)	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E	2032 E	2033 E
Satış Geliri	1.276.566	2.064.595	3.186.048	4.305.590	5.245.303	6.088.002	7.077.038	8.635.639	9.957.061	11.490.508
Büyüme Oranı %	-5%	62%	54%	35%	22%	16%	16%	22%	15%	15%
Brüt Kar	291.092	488.737	855.078	1.262.641	1.602.731	1.902.495	2.255.562	2.824.249	3.297.151	3.873.776
Brüt Kar Marjı %	23%	24%	27%	29%	31%	31%	32%	33%	33%	34%
Faaliyet Karı	56.158	261.543	521.777	825.090	1.078.065	1.298.546	1.559.042	1.985.147	2.335.247	2.770.573
Faaliyet Kar Marjı %	4%	13%	16%	19%	21%	21%	22%	23%	23%	24%
Amortisman	247.698	257.797	262.583	271.009	281.274	293.188	307.038	323.937	343.423	338.724
FAVÖK	303.856	519.340	784.360	1.096.099	1.359.339	1.591.734	1.866.079	2.309.084	2.678.670	3.109.297
Favök Marjı %	24%	25%	25%	25%	26%	26%	26%	27%	27%	27%
(-) Vergi	14.039	65.386	130.444	206.273	269.516	324.637	389.760	496.287	583.812	692.643
(-) Yatırım Harcamaları	149.892	121.211	62.350	84.259	102.649	119.140	138.496	168.997	194.857	224.866
(-) İşletme Sermayesi Değişimi	-76.648	78.536	117.435	120.024	100.611	89.877	105.567	167.181	141.124	165.624
Serbest Nakit Akışları	216.573	254.208	474.130	685.543	886.563	1.058.080	1.232.256	1.476.620	1.758.877	2.026.164
AOSM	34,2%	32,6%	31,0%	29,4%	27,8%	26,2%	24,6%	23,0%	21,4%	19,8%
İndirgenmiş Nakit Akışları	212.087	187.964	271.221	311.001	327.115	325.794	325.046	342.722	369.129	395.334
∑ İndirgenmiş Nakit Akışları	3.067.413									
Uç Değer	14.433.803									
İndirgenmiş Uç Değer	2.816.244									
Firma Değeri	5.883.657									
(+) Nakit	34.439									
(-) Toplam Finansal Borç	146.024									
Özkaynak Değeri	5.772.072									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.3. Değerleme Sonucu

Şirket'in özkaynak değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) ve Çarpan Analiz (Pazar Yaklaşımı) yöntemlerine yer verilmiştir. Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir.

Şirket'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi ile Şirket'in iletiye dönük yapmayı planladığı yatırımların ve bu yatırımların ciro ve karlılık katkısının değerlendirilmesinde dikkate alınması amacıyla 2024-2033 dönemleri içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiş olup **5.772.071.544 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Piyasa Yaklaşımı kapsamında BIST Madencilik (XMADN) ve BIST Taş Toprak (XTAST) endekslerinde faaliyet gösteren şirketlerin 30.09.2024 finansal tabloları itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan 05.12.2024 tarihli güncel çarpanları kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiş olup **3.952.914.458 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır. Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı, depremin etkileri nedeniyle değerlemede kullanılan seçilmiş finansalların gerçek durumunu yansıtmaması, İNA çalışmasının planlanan yatırımlar, yenileme yatırımları ve kapasite artırımları sonucunda gerçek durumu daha iyi yansıttığı düşünülmekle birlikte ihtiyatlı davranmak adına sırasıyla %40 ve %60 oranında ağırlıklandırılarak özkaynak değeri **4.680.577.292 TL** olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **46,81 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri **3.744.461.834 TL**, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak **37,44 TL** olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımı ve ortak satış yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı **24.000.000 TL'dir**. Buna göre halka arzın büyüklüğü **898.560.000 TL** olup, halka açıklık oranı %20,51 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 117.000.000 TL, özsermaye değeri ise **4.380.480.000 TL**'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	5.772.071.544	40%	2.308.828.618
Piyasa Yaklaşımı Benzer Şirket Çarpanları	3.952.914.458	60%	2.371.748.675
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			4.680.577.292
Pay Adedi			100.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri			46,81

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Sonucu	30.09.2024	
Halka Arz İskontosu Öncesi Özkaynak Değeri	4.680.577.292	
Halka Arz İskontosu	20%	
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri		3.744.461.834
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye		100.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer		37,44

8. Görüş

- Vişne Madencilik Üretim San. ve Tic. A.Ş için Tera Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen gerek Şirket projeksiyonlarının dayandığı varsayımlar, gerekse de sektörel bilgilerin kapsamlı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.

- Şirket'in değerlemesi için Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Yönteminin ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde de Çarpan Değerlemesinin kullanılmasını ve Çarpan Değerlemesinde FD/FAVOK, F/K ve PD/DD göstergelerinin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan çalışmasında yurt içi BIST Maden ve BIST Taş Toprak endekslerinde yer alan benzer şirketlerin değerlemeye eşit ağırlıklı olarak katkıda bulunmasını makul bulmakla birlikte yurtdışı çarpanlara da yer verilebileceğini düşünmekteyiz.
- INA Analizi için kullanılan projeksiyonların ve varsayımların detaylı bir şekilde verildiği açıklandığını görüşünde olmakla birlikte INA Analizinde kullanılan varsayımların değişmesi ile farklı sonuçlara ulaşabileceğini belirtmek isteriz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 37,44 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.