

CVKMD Toplantı Notu

CVK Maden ile mevcut operasyonları ve yatırımlarına dair görüşme gerçekleştirdik. Söz konusu toplantıdan derlediğimiz önemli notlar aşağıda yer almaktadır.

CVK Madencilik, 2006'dan bu yana krom ağırlıklı olmak üzere gümüş, altın, kurşun, çinko, bakır ve manyezit alanında faaliyet gösteren 40 yılı aşkın sektör deneyimi ile güçlü bir üretim ve arama altyapısına sahip madencilik şirkettir. Altın cevheri üretimine yönelik yatırımlarına devam etmektedir. Şirket, yıllık 250 bin ton krom satışı kapasitesine sahip olup 9A25'te krom satışlarında ihracat oranı %75,5 olarak gerçekleşmiştir. Ana pazarı Çin olmakla birlikte kısmen Gürcistan ve Avrupa'ya da ihracat yapmaktadır.

Mevcut Operasyonlar

Şirket, sürdürülebilir büyüme sağlamak amacıyla yatırımlarına devam etmektedir. Balıkesir ili Altıeylül ilçesinde 1.562 hektarlık ruhsat sahasında yer alan Sarıalan Altın Projesi kapsamında yaklaşık 80 milyon ABD doları tutarındaki yatırım tamamlandı. Sarıalan Altın İşletmesi'nde yapılan Mayıs 2024 tarihli UMREK rezerv çalışmasına göre, sahadaki görünür altın rezervi 538.625 ons, muhtemel rezerv ise 25.156 ons olarak tespit edildi. Tesisin inşaatı tamamlandığından, ÇED kararının alınmasıyla birlikte üretim faaliyetlerinin hızla başlaması öngörülmüyor. Ancak, devam eden ÇED davası süreci nedeniyle şirketin 2025 yılının dördüncü çeyreğinde planladığı yaklaşık 15-20 bin ons'luk kısmi altın satışı gerçekleşmedi. Şirket, yasal süreçlerin 2026 yılının ilk çeyreğinde sonuçlanmasını beklemekte olup kamu kurumlarının sürece dahil olması nedeniyle takvimin uzama riski bulunduğunu belirtti. ÇED davasının sonuçlanmasının ardından üretimin başlamasıyla birlikte, proje ile ilgili mevcut projeksiyonların da revize edilmesi planlanmaktadır.

Yenipazar projesi için ise toplamda 250 milyon USD tutarında yatırım (capex) öngörülmekte olup bunun 15-20 milyon USD'si arsa alımlarına olmak üzere şu ana kadar toplam yaklaşık 30 milyon USD yatırım yapılmıştır. Şirket Yenipazar yatırımını 2 yıl içinde tamamlamayı hedeflemekte. Yatırım için ödemesiz dönem içeren bir kredi sağlanması halinde, kredi geri ödemelerinin operasyonel nakit akışıyla karşılanması mümkün olabilir. Arsa alımlarının tamamlanmasıyla birlikte yatırımın en kritik aşaması geride kalmış olup çalışmaların bugün başlaması halinde projenin yaklaşık iki yıl içinde tamamlanabileceği belirtildi.

Şirket, 2025'in üçüncü çeyreğinde altın faaliyetindeki gecikmeden olumsuz etkilenirken diğer yandan Bursa'daki yangın nedeniyle operasyonlarında yaklaşık üç haftalık (21 gün) üretim kesintisi yaşadı. Üretim yeniden başlamış olup tam kapasiteye yakın seviyede sürmektedir. Sigorta hasar tespit çalışmaları tamamlandı, küçük tutarlar halinde tazminat ödemeleri alınmaya başlandı. Sürecin tamamlanmasının ardından tahsil edilen tazminatlara ilişkin toplu bir açıklama yapılabileceği belirtildi.

9 aylık döneme bakıldığında, şirketin geçen yılın aynı dönemine göre bir miktar geride olduğu görülmekte. Şirket, dördüncü çeyreğin maden fiyatlarındaki yukarı yönlü seyir ve kur seviyesindeki artışın etkisiyle bir önceki çeyreğe kıyasla daha güçlü geçmesini bekliyor (2Ç ve 3Ç'de krom fiyatları düşük seyretti). Ayrıca, fabrikadaki yangının etkisinin büyük ölçüde ortadan kalkması, üretim kapasitesinin yeniden normale dönmesi ve operasyonel performansta kademeli bir toparlanma eğilimi görülmesi nedeniyle, 2024'ün dördüncü çeyreğinde elde edilen ciro seviyesinin aşılabileceği ifade edildi.

Genel Değerlendirme

Genel olarak, şirketin devam eden yatırımlarının, özellikle Sarıalan ve Yenipazar projelerinin, üretim kapasitesini artırarak orta vadede üretim ve gelir potansiyelini güçlendireceğini düşünüyoruz. Yatırım projelerinin gelişimine dair gelişmeler ve maden fiyatlarının seyri kısa vadede katalist olabilir. Şirket 2025 yılı tahminlerimize göre 27,3x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

CVKMD

Rasyolar (Son Kapanış 12.11.2025)

F/K	27,9
PD/DD	2,9
FD/FAVÖK	39,8

Gelir Tablosu (Mn TL)	3Ç24	3Ç25	% Değişim
Satışlar	1,031	747	-28%
FAVÖK	317	153	-52%
Net Kâr	255	-135	-153%
Marjlar	3Ç24	3Ç25	Değişim pp
FAVÖK Marjı %	30,7%	20,5%	-10,2
Net Kâr Marjı %	24,7%	-18,0%	-42,7

Nazlı Tuna AKAR

tuna.akar@phillip.com.tr

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.