

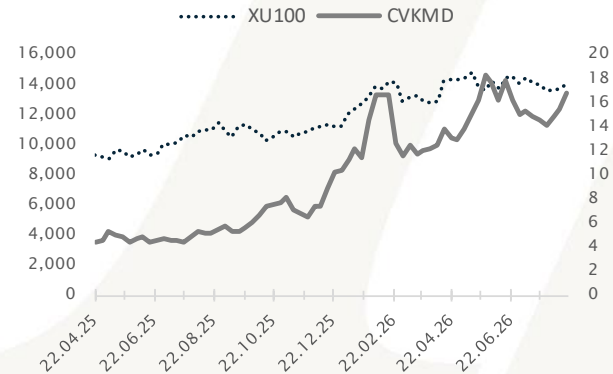
#### Hisse Bilgileri

|                         |                              |       |
|-------------------------|------------------------------|-------|
| Bloomberg / Bist Kodu   | CVKMD:T1                     | CVKMD |
| Rapor Adı:              | Finansal Değerlendirme       |       |
| Şirket Adı              | CVK Maden                    |       |
| Hisse Sektör            | Madencilik ve Kıymetli Maden |       |
| Rapor Tarihi            | 18.08.2026                   |       |
| Kapanış Fiyatı - TL     | 16.81                        |       |
| Öneri                   |                              |       |
| Hedef Fiyat - TL        |                              |       |
| Önceki Hedef Fiyat - TL |                              |       |
| Getiri Potansiyeli - %  |                              |       |

#### Piyasa Bilgileri

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| Piyasa Değeri - Milyon TL | 63,542 |
| Firma Değeri - Milyon TL  | 67,260 |
| Hacim - Milyon TL         | 1,044  |
| Halka Açıklık - %         | 26.00  |

#### Hisse ve Endeks Karşılaştırması



| Finansal Bilgiler - Yıllık | 2024/6 | 2025/6 | 2026/6 |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Hasılat - Milyon TL        | 1,846  | 2,030  | 2,639  |
| Brüt Kâr - Milyon TL       | 766    | 661    | 1,010  |
| FAVÖK - Milyon TL          | 628    | 577    | 1,066  |
| Net Kâr - Milyon TL        | 186    | 648    | 739    |

| Finansal Bilgiler - Çeyrek | 2024/6 | 2025/6 | 2026/6 |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Hasılat - Milyon TL        | 1,040  | 1,059  | 1,877  |
| Brüt Kâr - Milyon TL       | 428    | 364    | 746    |
| FAVÖK - Milyon TL          | 359    | 302    | 798    |
| Net Kâr - Milyon TL        | 114    | 336    | 658    |

| Çarpanlar    | 2024/6 | 2025/6 | 2026/6 |
|--------------|--------|--------|--------|
| F/K (x)      | 55.90  | 9.86   | 233.75 |
| FD/FAVÖK (x) | 15.42  | 13.65  | 43.42  |

#### CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

CVK Maden 2Ç26'da 1.877 mn TL net satış, 789 mn TL FAVÖK ve 658 mn TL ana ortaklık net kârı açıkladı. Yıllık bazda ciro %77,3, FAVÖK %168,4 ve net kâr %95,8 arttı. Çeyreklik bazda ciro %146,2, FAVÖK %185,9 ve net kâr %722,5 yükseldi. FAVÖK marjı 1.427 baz puan artışla %42,1'e çıkarken faaliyet marjı %26,7 seviyesinde gerçekleşti.

##### Olumlu Gördüğümüz Noktalar

- Sarıalan altın projesi ilk kez gelir üretmeye başladı. Nisan ayında gerçekleştirilen ilk konsantre ihracatının ardından çeyrekte 747,6 mn TL altın konsantresi geliri kaydedildi. Yıllık ciro artışının yaklaşık %91'inin bu yeni ürün grubundan gelmesi büyümenin ana katalizörünü oluşturdu.
- Krom tarafında da toparlanma görüldü. Krom gelirleri çeyreklik %54 artışla 1.034 mn TL'ye yükselirken Eti Maden Kepsut sahası rödovans geliri 95 mn TL'ye çıktı. Brüt marj %39,8'e, FAVÖK marjı %42,1'e yükseldi.
- Kaynak tabanı ve proje finansmanı güçlü. Şirket 28 ruhsatta toplam 8,72 mn ons altın eşdeğeri kaynak-rezerve sahipken Yenipazar projesi için 192 mn USD uzun vadeli finansman sağlandı.
- Çeyrek sonrasında Trafigura ile yapılan ön ödeme anlaşması kapsamında yaklaşık 70 mn USD nakit tahsil edildi. Yeni ÇED olumlu kararı da proje geliştirme görünümünü destekliyor.

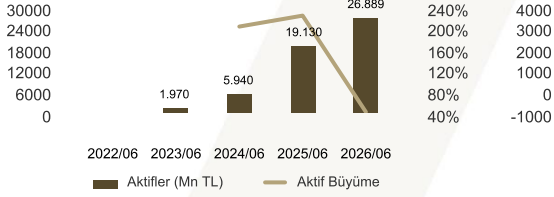
##### Olumsuz Gördüğümüz Noktalar

- Net kâr kalitesi zayıf. Vergi öncesi 703 mn TL kârın içinde 843 mn TL net parasal pozisyon kazancı bulunuyor. Bu kalem hariç tutulduğunda şirket çeyreği yaklaşık 140 mn TL vergi öncesi zararla kapatacağı.
- Madencilik operasyonlarına ilişkin üretim miktarı, tenör, ortalama satış fiyatı, nakit maliyet ve AISC gibi temel göstergelerin açıklanmaması modelleme ve sürdürülebilir marj analizi açısından şeffaflığı sınırılıyor.
- Net borç 1.188 mn TL'den 3.718 mn TL'ye yükselirken nakit 528 mn TL'ye geriledi. İlk yarı işletme nakit akışı 918 mn TL negatif, yatırım harcaması 2.265 mn TL oldu. Cari oranın 0,25 seviyesinde bulunması likidite riskine işaret ediyor.
- Net yabancı para açık pozisyonu 10.137 mn TL ile özkaynağın yaklaşık %81'ine ulaştı ve türev hedge bulunmuyor. Planlanan %170 bedelli sermaye artırımından sağlanacak kaynağın yaklaşık %70'inin hakim ortak alacağının mahsubunda kullanılacak olması yeni nakit girişini sınırılıyor.

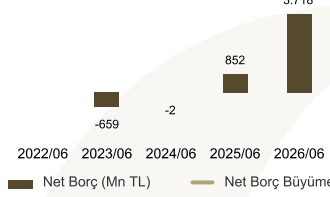
**Genel Görüşümüz:** CVK Maden'in 2Ç26 sonuçlarını nötr değerlendiriyoruz. Sarıalan'ın üretime geçmesi, kromdaki toparlanma, güçlü marj artışı, geniş kaynak tabanı ve Trafigura'dan sağlanan nakit olumlu. Buna karşılık net kârın tamamının parasal kazançla açıklanması, hızla artan borçluluk, yüksek açık döviz pozisyonu, zayıf likidite ve üretim-maliyet verilerindeki şeffaflık eksikliği finansal görünümü belirgin biçimde sınırılıyor. Sarıalan üretiminin ölçeklenmesi ve operasyonel kârın nakit akışına dönüşmesi önümüzdeki dönemin temel takip noktaları olacak.

| Aktifler (Mn TL)                                 | 2025/12       | 2026/03       | 2025/06       | 2026/06       | Değ.        | Dikey       |
|--------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                           | <b>3.148</b>  | <b>2.434</b>  | <b>2.297</b>  | <b>1.904</b>  | <b>-17%</b> | <b>7%</b>   |
| Nakit ve Benzerleri                              | 1.463         | 907           | 1.243         | 528           | -58%        | 2%          |
| Ticari Alacaklar                                 | 53            | 53            | 211           | 51            | -76%        | 0%          |
| Stoklar                                          | 763           | 686           | 251           | 485           | 93%         | 2%          |
| <b>Duran Varlıklar</b>                           | <b>22.810</b> | <b>22.644</b> | <b>16.833</b> | <b>24.985</b> | <b>48%</b>  | <b>93%</b>  |
| Finansal Yatırımlar                              | 0             | 0             | 0             | 0             | -           | 0%          |
| Maddi Duran Varlıklar                            | 16.288        | 15.667        | 12.034        | 17.123        | 42%         | 64%         |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                    | 5.878         | 6.359         | 4.436         | 6.843         | 54%         | 25%         |
| <b>Toplam Varlıklar (Aktifler)</b>               | <b>25.959</b> | <b>25.078</b> | <b>19.130</b> | <b>26.889</b> | <b>41%</b>  | <b>100%</b> |
| Pasifler (Mn TL)                                 | 2025/12       | 2026/03       | 2025/06       | 2026/06       | Değ.        | Dikey       |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                 | <b>8.739</b>  | <b>7.554</b>  | <b>5.250</b>  | <b>7.518</b>  | <b>43%</b>  | <b>28%</b>  |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                         | 1.182         | 1.397         | 463           | 1.691         | 265%        | 6%          |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 786           | 874           | 853           | 1.047         | 23%         | 4%          |
| Ticari Borçlar                                   | 481           | 350           | 434           | 718           | 65%         | 3%          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                 | <b>6.240</b>  | <b>7.125</b>  | <b>5.238</b>  | <b>6.374</b>  | <b>22%</b>  | <b>24%</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                         | 683           | 1.421         | 813           | 1.533         | 89%         | 6%          |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>                      | <b>14.979</b> | <b>14.680</b> | <b>10.489</b> | <b>13.892</b> | <b>32%</b>  | <b>52%</b>  |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>                        | <b>10.473</b> | <b>9.992</b>  | <b>8.144</b>  | <b>12.595</b> | <b>55%</b>  | <b>47%</b>  |
| Ödenmiş Sermaye                                  | 1.400         | 1.400         | 1.400         | 1.400         | 0%          | 5%          |
| Geçmiş Yıl Karları veya Zararları                | 5.788         | 5.564         | 4.382         | 5.954         | 36%         | 22%         |
| Net Dönem Karı veya Zararı                       | 110           | 78            | 704           | 690           | -2%         | 3%          |
| <b>Toplam Kaynaklar (Pasifler)</b>               | <b>25.959</b> | <b>25.078</b> | <b>19.130</b> | <b>26.889</b> | <b>41%</b>  | <b>100%</b> |

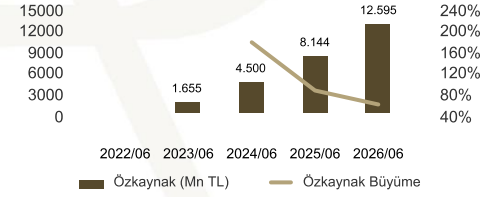
Aktifler ve Aktif Büyüme



Net Borç ve Net Borç Büyüme

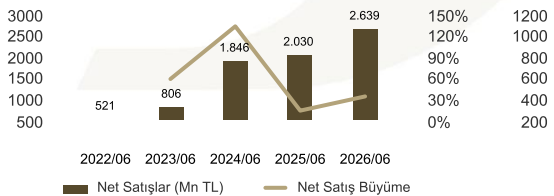


Özkaynak ve Özkaynak Büyüme

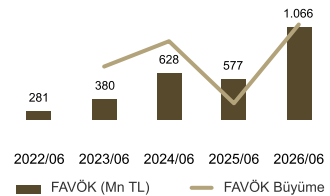


| Gelir Tablosu (Mn TL)                           | 2025/12      | 2026/03    | 2025/06      | 2026/06      | Değ.        | Dikey       |
|-------------------------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>Net Satışlar</b>                             | <b>3.277</b> | <b>712</b> | <b>2.030</b> | <b>2.639</b> | <b>30%</b>  | <b>100%</b> |
| <b>Satışların Maliyeti</b>                      | <b>2.364</b> | <b>466</b> | <b>1.369</b> | <b>1.630</b> | <b>19%</b>  | <b>62%</b>  |
| <b>Brüt Kar (Zarar)</b>                         | <b>914</b>   | <b>246</b> | <b>661</b>   | <b>1.010</b> | <b>53%</b>  | <b>38%</b>  |
| <b>Faaliyet Giderleri</b>                       | <b>434</b>   | <b>109</b> | <b>287</b>   | <b>279</b>   | <b>-3%</b>  | <b>11%</b>  |
| Genel Yönetim Giderleri                         | 148          | 64         | 93           | 119          | 28%         | 5%          |
| Pazarlama Giderleri                             | 285          | 45         | 195          | 160          | -18%        | 6%          |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri               | 0            | 0          | 0            | 0            | -           | 0%          |
| <b>Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı</b>       | <b>480</b>   | <b>137</b> | <b>374</b>   | <b>730</b>   | <b>95%</b>  | <b>28%</b>  |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler              | 455          | 104        | 339          | 203          | -40%        | 8%          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler              | 453          | 184        | 263          | 373          | 42%         | 14%         |
| <b>Esas Faaliyet Karı veya Zararı</b>           | <b>482</b>   | <b>56</b>  | <b>449</b>   | <b>561</b>   | <b>25%</b>  | <b>21%</b>  |
| <b>FAVÖK (Faiz,Amortisman,Vergi Öncesi Kar)</b> | <b>849</b>   | <b>259</b> | <b>577</b>   | <b>1.066</b> | <b>85%</b>  | <b>40%</b>  |
| <b>Finansman Gelirleri</b>                      | <b>397</b>   | <b>110</b> | <b>248</b>   | <b>105</b>   | <b>-58%</b> | <b>4%</b>   |
| Finansman Giderleri                             | 2.353        | 603        | 1.416        | 1.295        | -9%         | 49%         |
| Vergi Öncesi Kar veya Zarar                     | 465          | 237        | 594          | 927          | 56%         | 35%         |
| <b>Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı</b>      | <b>141</b>   | <b>103</b> | <b>648</b>   | <b>739</b>   | <b>14%</b>  | <b>28%</b>  |

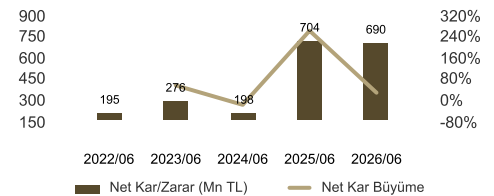
Net Satışlar ve Net Satış Büyüme



FAVÖK ve FAVÖK Büyüme

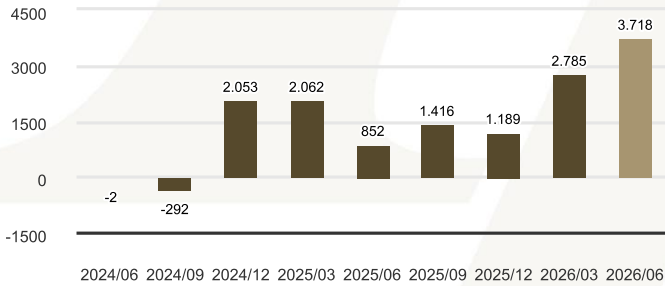


Net Kar/Zarar ve Net Kar Büyüme

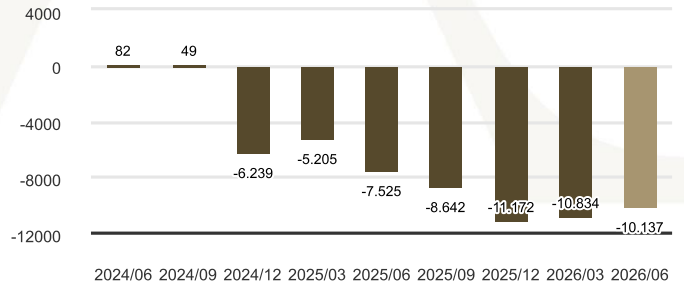


| Finansal Oranlar                   | 2025/12   | 2026/03   | 2025/06  | 2026/06   |
|------------------------------------|-----------|-----------|----------|-----------|
| <b>Likidite Oranları</b>           |           |           |          |           |
| Nakit Oran                         | 16,7      | 12,0      | 24,3     | 7,4       |
| Cari Oran                          | 0,4       | 0,3       | 0,4      | 0,3       |
| <b>Faaliyet Oranları</b>           |           |           |          |           |
| Stok Devir Süresi (Gün)            | 65,6      | 89,2      | 30,4     | 82,9      |
| Alacak Devir Süresi (Gün)          | 17,2      | 11,3      | 16,2     | 5,2       |
| Ticari Borç Devir Süresi (Gün)     | 80,9      | 72,5      | 42,3     | 80,1      |
| Nakit Döndürme Süresi (Gün)        | 1,9       | 28,0      | 4,4      | 8,0       |
| <b>Finansal Yapı Oranları</b>      |           |           |          |           |
| Dönen Varlıklar / Aktifler         | 12,1      | 9,7       | 12,0     | 7,1       |
| Duran Varlıklar / Aktifler         | 87,9      | 90,3      | 88,0     | 92,9      |
| Toplam Borç / Aktifler             | 57,7      | 58,5      | 54,8     | 51,7      |
| Toplam Borç / Özsermaye            | 143,0     | 146,9     | 128,8    | 110,3     |
| Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL) | -11.171,9 | -10.834,1 | -7.524,5 | -10.137,3 |
| Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK | -1.315,6  | -1.283,9  | -580,1   | -757,6    |
| Net Borç (Milyon TL)               | 1.188,6   | 2.784,9   | 851,8    | 3.718,1   |
| Net Borç / FAVÖK (Yıllık)          | 1,4       | 3,3       | 0,7      | 2,8       |
| İhracat Oranı (%)                  | 65,2      | 60,9      | 66,2     | 76,5      |
| <b>Karlılık Oranları</b>           |           |           |          |           |
| Aktif Karlılığı                    | 0,6       | 0,5       | 5,2      | 3,2       |
| Aktif Karlılığı (Yıllık)           | 0,6       | -0,2      | 13,6     | 1,0       |
| Özsermaye Karlılığı                | 1,5       | 1,2       | 10,2     | 7,1       |
| Özsermaye Karlılığı (Yıllık)       | 1,5       | -0,5      | 27,0     | 2,2       |
| Esas Faaliyet Kar Marjı            | 14,6      | 19,2      | 18,4     | 27,7      |
| Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)   | 14,6      | 14,7      | 18,7     | 21,5      |
| FAVÖK Marjı                        | 25,9      | 36,3      | 28,4     | 40,4      |
| FAVÖK Marjı (Yıllık)               | 25,9      | 27,4      | 30,3     | 34,4      |
| Net Kar Marjı                      | 4,3       | 14,5      | 31,9     | 28,0      |
| Net Kar Marjı (Yıllık)             | 4,3       | -1,5      | 39,9     | 6,0       |

Net Borç (Mn TL)



Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)



| Değerleme Oranları                |                       |                    |         |        |            |                | Karlılık Oranları       |             |               |                  |                |                      |                      |                        |                        |
|-----------------------------------|-----------------------|--------------------|---------|--------|------------|----------------|-------------------------|-------------|---------------|------------------|----------------|----------------------|----------------------|------------------------|------------------------|
|                                   | Piyasa Değeri (Mn TL) | Defter Değeri (TL) | PD / DD | F / K  | FD / FAVÖK | FD / Net Satış | Esas Faaliyet Kar Marjı | FAVÖK Marjı | Net Kar Marjı | Özser. Karlılığı | Aktif Karlılık | FAVÖK Yıllık (Mn TL) | FAVÖK Çeyrek (Mn TL) | Net Kar Yıllık (Mn TL) | Net Kar Çeyrek (Mn TL) |
| CVKMD                             | 63.541,80             | 3,44               | 5,05    | 273,15 | 50,27      | 17,31          | 22%                     | 34%         | 6%            | 7%               | 3%             | 1.338                | 798                  | 233                    | 658                    |
| TRALT                             | 157.242,75            | 16,60              | 2,96    | 33,28  | 14,78      | 6,32           | 38%                     | 43%         | 22%           | 6%               | 6%             | 9.187                | 1.593                | 4.725                  | 1.113                  |
| TRMET                             | 49.713,05             | 0,00               | 1,80    | 22,68  | 3,13       | 1,23           | -                       | -           | -             | -                | -              | -                    | -                    | -                      | -                      |
| VSNMD                             | 8.737,44              | 22,89              | 2,11    | -      | 52,99      | 6,21           | -9%                     | 12%         | -8%           | -4%              | -3%            | 160                  | 0                    | -103                   | -51                    |
| RUZYE                             | 2.417,25              | 6,06               | 1,45    | -      | -          | 8,14           | -39%                    | -2%         | -54%          | -7%              | -5%            | -5                   | -4                   | -130                   | -12                    |
| PRKME                             | 2.694,50              | 35,07              | 0,52    | -      | 11,88      | 6,14           | -17%                    | 52%         | -147%         | -8%              | -7%            | 227                  | 22                   | -646                   | -203                   |
| Madencilik ve Kıymetli Maden Ort. |                       | 1,47               | 17,23   | 10,02  | 1,09       |                | 6%                      | 11%         | 6%            | 10%              | 2%             | -                    | -                    | -                      | -                      |
| XU100                             |                       | 1,31               | 18,94   | 13,20  | 1,15       |                | 6,0%                    | 10,4%       | 5,7%          | 11,1%            | -              | -                    | -                    | -                      | -                      |

# Ahlatcı Yatırım Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

## GENEL MÜDÜRLÜK

**İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis**  
Yamanevler Mahallesi Ahmet Tevfik İleri Caddesi  
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

## ŞUBELERİMİZ

**İstanbul Sarıyer Şube**  
Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL  
**Çorum Şube**  
Gülübey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

## İRTİBAT BÜROLARIMIZ

### Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/  
ANKARA

### Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm  
Pamukkale/DENİZLİ

### Isparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/  
İSPARTA

### İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu

Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi  
D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

### İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36  
34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

### İstanbul Maslak İrtibat Bürosu

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok  
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

### İzmir İrtibat Bürosu

Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17  
Bayraklı/İZMİR

### Gaziantep İrtibat Bürosu

Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trio Terrace Kat : 1 B  
Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

### Konya İrtibat Bürosu

Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18  
Selçuklu/KONYA

Mersis No: **0010056453000026**

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği  
Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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.