

Türk Altın

02/03/2026

2025 4.Ç Mali Tablo Analizi

SAT

Yükselme Potansiyeli -13%

4Ç25 sonuçları piyasa beklentilerinin altında kalsa da, üretim düşüşünde mevsimselliğin etkisini göz önüne alarak piyasa tepkisinin hafif negatifle sınırlı kalmasını bekliyoruz. TRALT hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başına 31 TL'den 53 TL'ye yükseltiyoruz. Bu artışın arkasında i) yükselen altın fiyatı varsayımları, ii) küresel madencilik hisse çarpanlarında yaşanan dikkat çekici yeniden değerlendirme, iii) İvrindi satın alımının değerlememize dahil edilmesi, iv) güncel makro varsayımlar ve v) İNA modelimizin ileri taşınması yatıyor. Negatif getiri potansiyeli nedeniyle hisse için tavsiyemizi TUT'tan SAT'a indiriyoruz. Yükseltilecek hedef fiyata rağmen, hissenin son dönemde gerçekleştirdiği yükseliş temel göstergelerinin önüne geçmiş durumda; hisse mevcut fiyat seviyesinden 9,4x 2026T FD/FAVÖK çarpanıyla, uluslararası benzerlerine göre %47 gibi yüksek bir primle işlem görmektedir.

Beklentilerin altında 4Ç25 sonuçları. Türk Altın İşletmeleri 4Ç25'te 660 milyon TL net zarar açıklarken (4Ç24: 72 milyon TL net kar); piyasa beklentisi olan 1.425 milyon TL karın belirgin şekilde altında kaldı. Daha iyi operasyonel performansa rağmen artan vergi giderleri net kardaki yıllık düşüşün ana nedeni olarak öne çıkıyor. Ciro 4Ç25'te 2.997 milyon TL ile yıllık %242 artış gösterdi ancak piyasa beklentisi olan 4.749 milyon TL'nin %37 altında kaldı; FAVÖK ise 4Ç24'teki negatif 516 milyon TL'den 4Ç25'te 1.102 milyon TL'ye yükselse de konsensüs beklentisi olan 2.087 milyon TL'nin %47 altında gerçekleşti. 2025 yılı genelinde şirket daha kuvvetli operasyonel performans ile daha düşük parasal kayıplar sonucu yıllık bazda %419 artışla 4.104 milyar TL net kar açıkladı.

Mevsimselliğin etkisiyle düşük hacimler. Toplam altın üretim hacmi 4Ç25'te 0,2 bin onstan 8,1 bin onsa yükselirken, 2025 yılı genelinde 118,4 bin ons olarak gerçekleşerek yıllık %18 artış gösterdi (2024: 100,3 bin ons). Çukuralan madenindeki üretim 2025'te 100,6 bin onsa yükseldi (2024: 80,2 bin ons) ve yıllık toplam üretimin büyük kısmını oluşturdu. Satış hacmi 4Ç25'te 17,3 bin ons olarak gerçekleşti (4Ç24: 7,1 bin ons); 2025 yılı genelinde ise 118,4 bin ons ile yıllık %18 büyümeye kaydedildi. Ons başına ortalama altın fiyatı 4Ç25'te 4.109 dolardan 4Ç24'teki 2.732 dolara yükselirken, 2025 yılı ortalaması 3.223 dolar seviyesinde gerçekleşti (2024: 2.255 dolar). 2025 yılı cirosu yüksek altın fiyatları ve artan üretim hacmiyle yıllık %48 artışla 16.935 milyon TL oldu.

Altın fiyatlarının desteğiyle yıllık bazda marj iyileşmesi. Brüt kar marjı daha yüksek altın fiyatlarının da etkisiyle 4Ç25'te 4Ç24'teki %14,3'ten %56,4'e yükseldi. 2025 yılı genelinde brüt kar marjı %43,8'e yükselirken (2024: %34,2), faaliyet giderleri/satışlar oranı %20,2'ye geriledi (2024: %27,0). 4Ç25'te FAVÖK marjı %36,8 olarak gerçekleşirken, 2025 yılı genelinde %29,5'e yükseldi (2024: %21,5). 2025 yılı FAVÖK'ü yüksek ciro ve artan marjların desteğiyle yıllık %104 artışla 5.004 milyon TL olarak gerçekleşti. Ons başına nakit maliyet 2025 yılında enflasyon ve görece düşük üretim hacminin etkisiyle 2.334 dolara yükseldi (2024: 2.078 dolar); rakam küresel benzerlere kıyasla yüksek seviyelerde kalmaya devam ediyor.

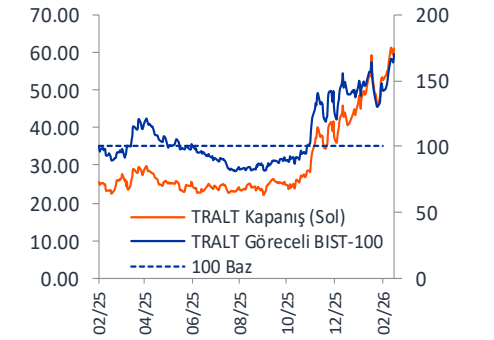
Yüksek yatırım harcamalarına rağmen SNA pozitifte döndü. Şirketin serbest nakit akışı 2025'te 25 milyon dolar olarak gerçekleşti (2024: negatif 43 milyon dolar); bu iyileşme operasyonel nakit akışının 77 milyon dolardan 186 milyon dolara yükselmesi sayesinde sağlandı. Söz konusu gelişme, yatırım harcamalarının 120 milyon dolardan 161 milyon dolara yükselmesine rağmen gerçekleşti. Net nakit pozisyonu 2025 yıl sonu itibarıyla 434 milyon dolara yükseldi (2024 yıl sonu: 316 milyon dolar).

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	61.00
12 Aylık Hedef Fiyat	53.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	31.00
Piyasa Değeri (mn)	195,353
Halka Açık PD (mn)	57,844
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	3,203
Takas Saklama Oranı (%)	30
Yabancı Oranı (%)	43

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	11.7	48.9	161.1
ABD \$	10.6	45.6	116.8
BIST-100 Relatif	12.7	22.2	85.4

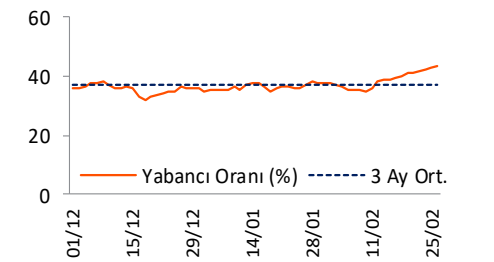
Çarpanlar	2025	2026	2027
F/K	46.3	13.4	8.6
PD/DD	4.5	3.4	2.7
FD/FAVÖK	34.3	9.4	6.5

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	34.40	61.20
---------------------------	-------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	43.21
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

Türk Altın

Ortaklık Yapısı (%)

Tr Anadolu İnşaat Ve Ticaret Anonim Şirketi	48.01
Diğer	30
Türk Altın Holding Anonim Şirketi	21.99

Faaliyet Konusu

Türk Altın İşletmeleri A.Ş., Türkiye çapında altın madeni keşfi ve işletilmesi amacıyla kurulan bir Türk şirkettir.

Değerleme. Hedef fiyatımızı İNA (%25), FD/Rezervler (%25) ve FD/FAVÖK emsal çarpanlarını (%50) ağırlıklandırarak belirliyoruz. FD/FAVÖK emsal değerlememizde 2026T çarpanlarını kullanıyoruz. 2026T 429 milyon dolar FAVÖK tahminimize emsal medyan olan 6,5x hedef çarpan uygulayarak 3,2 milyar dolar değerlemeye ulaşıyoruz. FD/Rezervler çarpanı yöntemimizde emsal medyan çarpan olan 1.300 dolar/ons'u 2025 yıl sonu tahmini olan 3,0 milyon ons rezerv (İvrindi dahil) uygulayarak 3,9 milyar dolar değer elde ediyoruz. İNA modelimizde %10,3 AOSM ve %0 terminal büyüme kullanarak mevcut rezervlerden 2,5 milyar dolar baz değer elde ediyoruz. İvrindi satın alımını (500 bin ons rezerv, 700 bin ons kaynak) emsal medyan rezerv çarpanı olan 1.300 dolar/ons'u kullanarak, yatırım harcaması ve üretim takvimi gibi kritik göstergelerdeki belirsizlik nedeniyle %75 iskonto uygulayarak İNA değerlememize dahil ediyoruz; bu da İvrindi rezervlerine 204 milyon dolar atfediyor. Ayrıca TRALT'ın mevcut kaynaklarını, rezerve dönüşme olasılığını yansıtmak üzere ölçülü kaynaklar için %90 ve belirtilen kaynaklar için %50 olasılık uygulayarak değerliyoruz; emsal medyan rezerv çarpanı olan 1.300 dolar/ons ve ilave %50 iskonto uygulayarak İNA değerlememize 561 milyon dolar ekliyoruz ve toplam İNA adil değerini 3,2 milyar dolar olarak hesaplıyoruz. Bu bileşenleri %50/%25/%25 ağırlıklandırdığımızda ağırlıklandırılmış hedef piyasa değeri 3,4 milyar dolar oluyor. 2026 yıl sonu için 50,5 seviyesindeki dolar/TL kur tahminimize göre 53 TL hisse başı hedef fiyat elde ediyoruz.

Önümüzdeki dönemde üretim artışı güçlü ciro büyümesini destekleyecek. Üretimin Mollakara ve Karapınar madenlerinin devreye girmesiyle 2026'da yıllık %42 artışla 118,4 bin onstan 169 bin onsa yükselmesini öngörüyoruz. Üretimin Gelintepe ve Kaşköy madenlerinin devreye girmesiyle 2027'de 246 bin ons seviyesinde zirve yapmasını bekliyoruz. Altın fiyatı varsayımımız 2026 için 4.800 dolar/ons (2025: 3.223 dolar/ons), uzun vadede ise 3.700 dolar/ons. Buna bağlı olarak 2026 ciro tahminimiz 2025'teki 396 milyon dolardan %104 artışla 809 milyon dolara ulaşıyor. 2026 FAVÖK tahminimiz 2025'teki 117 milyon dolardan %267 artışla 429 milyon dolar seviyesinde; 2027'de ise 619 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Ons başına nakit maliyetlerin üretim artışı ve ölçek ekonomisi etkisiyle 2026'da hafif düşmesini bekliyoruz; ancak Mollakara ve Karapınar'ın Çukuralan'a kıyasla daha düşük tenörlü olması maliyet iyileşmesini kısmen dengeleyecek. FAVÖK marjının yüksek üretim hacmi ve olumlu altın fiyatlarının desteğiyle 2026'da 2025'teki %30 seviyesinden %53'e yükselmesini öngörüyoruz. Daha anlamlı birim nakit maliyet düşüşlerinin yüksek tenörlü Kaşköy madeninin devreye girmesiyle ilerleyen yıllarda gerçekleşmesini bekliyoruz. Güçlü büyüme görünümüne rağmen hissenin değerlemesi gergin görünüyor. Hisse, 2025T rakamlarıyla oldukça yüksek bir seviye olan 34,3x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. 2026 yılında FAVÖK ivmelenmesiyle birlikte bu çarpanın 9,4x seviyesine gerilemesini öngörsek de, bu rakam hala küresel emsal medyanının (6,5x) %47 üzerindeki yüksek primli görünüme işaret etmektedir. Çarpanın ancak 2027 yılında 6,5x seviyesine inerek küresel benzerleriyle dengelenmesini bekliyoruz.

Riskler. Değerlememiz için sayabileceğimiz yukarı yönlü riskler arasında beklenenden yüksek altın fiyatları öne çıkıyor. Baz senaryomuz uzun vadede 3.700 dolar/ons normalizasyonu varsayarken, kalıcı 5.000 dolar/ons senaryosu mevcut hedef fiyatımıza %10 yukarı yönlü potansiyel işaret ediyor. 5.000 dolar/ons eşliğinin ötesinde duyarlılık analizimiz, altın fiyatlarındaki her %10'luk ilave artışın hedef fiyatımızı yaklaşık %10 yükselteceğine işaret ediyor; bu hesaplama yalnızca doğrudan nakit akış etkilerini içeriyor ve sektördeki olası çarpan yeniden değerlendirilmeden gelebilecek yukarı yönlü potansiyeli dışlıyor. Ayrıca mevcut kaynakların dönüştürülmesi veya yeni keşif/satın alma faaliyetleri yoluyla rezerv artışları yukarı yönlü risk oluşturuyor. Son olarak, yeni madenlerin beklenenden hızlı devreye alınması ile İvrindi projesine ilişkin nihai yatırım kararı ve proje takvimi ve yatırım harcaması gereksinimlerine dair netleşme hisse için katalist görevi görebilir. Altın fiyatlarında olası bir geri çekilme değerlememiz için en önemli aşağı yönlü risk; bu durum son dönemde yaşanan ralli göz önüne alındığında hissedeki kazanımların geri verilmesine yol açabilir. Yeni madenlerin devreye alınmasında operasyonel zorluklar veya öngörülen gecikmeler ile enflasyonist baskıların tetiklediği beklenenden yüksek birim nakit maliyetler ilave aşağı yönlü riskler.

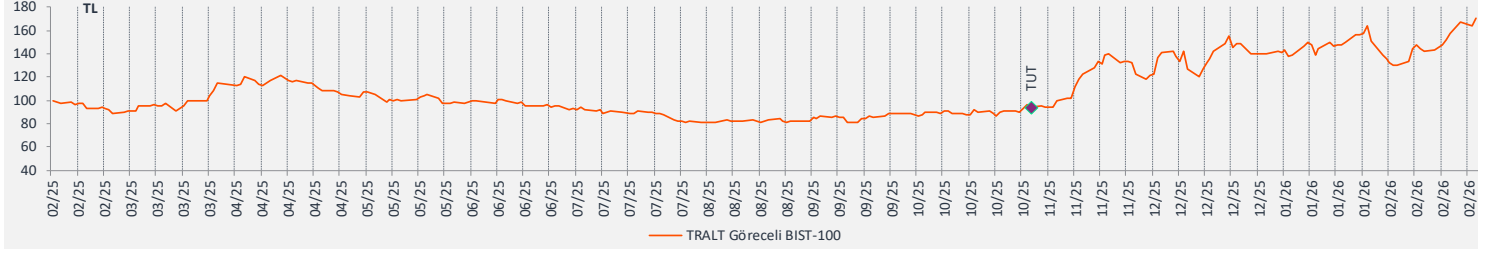
Özet Finansallar

4Ç25 FİNANSALLARI AÇIKLANDI!

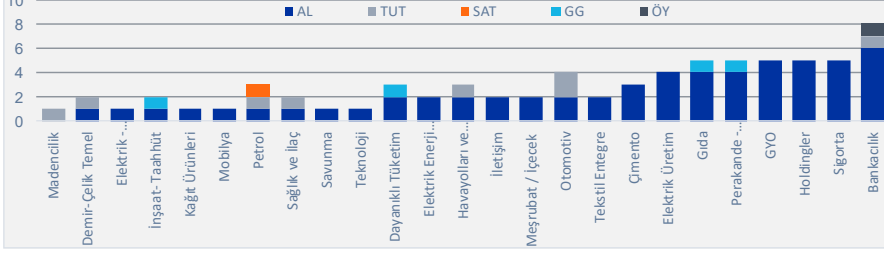
UMS-29							
TL mn	Tüm Yıl			Çeyrekssel			Piyasa
	2025	2024	Y/Y Δ	4Ç25	4Ç24	Y/Y Δ	4Ç25T
Ciro	16,935	11,435	48%	2,997	876	242%	4,749
Brüt Kar	7,415	3,909	90%	1,690	125	1252%	
Brüt Kar Marjı	43.8%	34.2%	9.6ppt	56.4%	14.3%	42.1ppt	
Faaliyet Giderleri	-3,428	-3,092	11%	-874	-846	3%	
Faaliyet Gideri/Ciro	-20.2%	-27.0%	6.8ppt	-29.2%	-96.5%	67.3ppt	
Faaliyet Karı	3,988	817	388%	816	-721	-213%	
FAVÖK	5,004	2,458	104%	1,102	-516	-314%	2,087
FAVÖK Marjı	29.5%	21.5%	8.1ppt	36.8%	-58.9%	95.7ppt	43.9%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-3,589	-6,081	-41%	-867	-201	332%	
VÖK	5,833	1,240	370%	1,388	541	157%	
VÖK Marjı	34.4%	10.8%	23.6ppt	46.3%	61.8%	-15.4ppt	
Vergi Gelir/ Gider	-1,729	-450	284%	-2,048	-469	336%	
Net Kar	4,104	791	419%	-660	72	a.d.	1,425
Net Kar Marjı	24.2%	6.9%	17.3ppt	-22.0%	8.2%	-30.2ppt	30.0%

Türk Altın

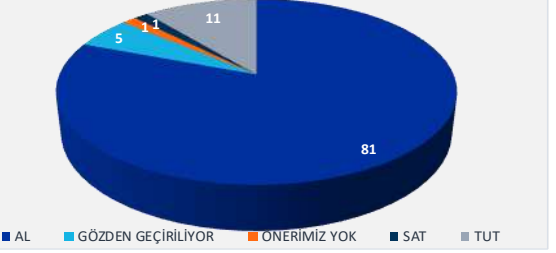
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Yatırı Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.