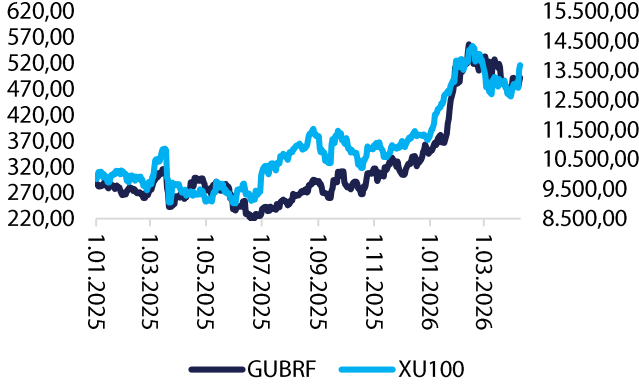


Son Fiyat	492,25
Piyasa Değeri (mln TL)	164.412
Piyasa Değeri (mln \$)	3.699
F/K	31,16
FD/FAVÖK	14,83
PD/DD	5,52
Hisse Sayısı (mln lot)	334
FDPO (%)	21,12
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	1.161



<b>ORTAKLIK YAPISI</b>	<b>%</b>
Tarım Kredi	78,73
Diğer	21,27

<b>GUBRF</b>	<b>GÜNLÜK</b>	<b>AYLIK</b>	<b>12AYLIK</b>
Getiri (TL)	1,86	0,82	88,78
Getiri (\$)	2,03	-0,42	61,08
Getiri (XU100-Rölatif)	0,74	-6,95	41,20

<b>Çeyreklik</b>	<b>2025/09</b>	<b>2025/12</b>
<b>Yıllık</b>	<b>2024/12</b>	<b>2025/12</b>
Brüt Kar Marjı (Y%)	25,13	22,42
Brüt Kar Marjı (Ç%)	25,65	24,80
FAVÖK Marjı (Y%)	14,58	21,06
FAVÖK Marjı (Ç%)	22,96	19,07
Net Kar Marjı (Y%)	-0,98	10,05
Net Kar Marjı (Ç%)	15,71	7,91
Net Borç (mln TL)	5.070,21	-405,78
İşletme Sermayesi (mln TL)	7.116,09	12.303,78
Cari Oran	1,09	1,48
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	7.512,03	7.360,97
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	1,20	-2,39
Brüt Kar Büyüme (Y%)	56,34	22,42
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	10,05	22,42
FAVÖK Büyüme (Y%)	119,17	89,42
FAVÖK Büyüme (Ç%)	60,23	18,02
Net Kar Büyüme (Y%)	0,00	0,00
Net Kar Büyüme (Ç%)	171,59	-32,73

## Gübre Fabrikaları - Olumlu

### Güçlü sonuçlar güçlü çerçeve

2025 mali yılı, GUBRF için üretimden ziyade ticaret operasyonlarının öne çıktığı bir dönem olmuştur. Toplam satış miktarı %15 artışla 1,79 milyon tona ulaşmıştır. Şirket, üretim açığını ticari mal alımlarını %40,3 artırarak kompanse etmiştir. Ticari mal alımındaki %40,3'lük agresif artışın, küresel fosforik asit fiyatlarının %22 yükseldiği bir konjonktürde gerçekleşmesi, ticaret marjları üzerinde baskı oluşturmuştur. Şirketin üretici marjlarından vazgeçerek pazar payını korumak adına düşük marjlı al-sat kimliğine bürünmesi, 2025 brüt karlılığı için negatif bir katalizördür.

2025 yılında gerçekleştirilen 386,6 Milyon TL tutarındaki yatırım harcaması ile atıl varlıkların verimli hale getirilme çabası görülüyor. Özellikle Yarımca tesislerinde sık patlama ve sızıntı yaşanan fosforik asit hatlarının 700 metrelik HDPE dönüşümü, 2026 yılındaki bakım duruşlarını ve sigorta maliyetlerini aşağı çekecek bir iyileştirmedir.

Şirketin ana üretim odağı Akbaştepe açık ocak kazısının tamamlanmasıyla birlikte Korudanlık yeraltı işletmesine kaymış, yeraltı üretiminde "kes-doldur" yöntemiyle 205.132 ton cevher çıkarılmıştır. Ayrıca, Kavaklıtepe Altın Projesi'nin %100 hissesine sahip olunarak arama-geliştirme faaliyetlerine hız verilmiştir. Şirketin operasyonel performansına bakıldığında, işlenen cevherdeki altın tenör oranının 2024 yılındaki 13,24 g/t seviyesinden 2025 yılında 17,36 g/t seviyesine yükselmesi, üretim verimliliğini doğrudan olumlu etkilemiştir. Yeraltı madenciliğinde elde edilen 12,39 g/t tenör oranı, cevher kalitesinin sürdürülebilirliğini teyit ediyor. Üretilen altının satışında 3.470 USD/ons birim fiyat elde edilmiştir ve bu oran emsallerine göre kuvvetli bir fiyatlama gücünü teyit etmektedir. Birim üretim maliyetlerinin 1.147 USD/ons seviyesinde gerçekleşmesi, yüksek satış fiyatları ile birleştiğinde şirkete geniş bir kar marjı sağlamış ve toplam altın satış hasılatı bir önceki yıla göre önemli ölçüde artarak 12,2 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. 2025 yılında gerçekleştirilen 1 milyar TL'nin üzerindeki yatırım harcaması ve Faz-2 tesis planlamaları, şirketin orta vadede kapasite artışı ve maliyet optimizasyonu hedeflerini destekler niteliktedir.

### Riskler

- Razi Petrochemical Davası:** Doğalgaz bedeli ihtilafı kaynaklı 330 Milyon USD'lik talep söz konusu. Yönetimin karşılık ayırmama kararı, özkaynakları ve net karı suni olarak yüksek göstermektedir. Davanın ne zaman sonuçlanacağı belirsizliğini koruyor.
- Grev sonrası kapasite kullanım oranı %44 seviyesine gerilemiştir.** Sabit maliyet emilimi için bu oranın 2026'da ivedilikle %60+ üzerine çıkması elzemdir.

Gübretaş Maden Yatırımları A.Ş. kapsamındaki altın madeni projesi, gübre döngüsünden bağımsız bir değerlendirme tabanı sağlayarak yukarı yönlü alfa potansiyeli sunmaktadır. 2025 modernizasyonlarının 2026 yılı kapasite kullanım oranı ve marjlar üzerindeki pozitif yansımaları görülebilir. Altın tenör oranları, düşük maliyet ve yüksek satış fiyatları, önemli katalizör olmaya devam ediyor.

Yönetim, 2026 projeksiyonunda "jeopolitik riskleri" ana belirleyici olarak tanımlamaktadır. Özellikle Şubat 2026 sonu itibarıyla tırmanan ABD/İsrail-İran gerilimi ve Hürmüz Boğazı'nın kapanması, küresel azotlu gübre ticaretinin %20-25'ini doğrudan tehdit etmektedir. Bu durum, hammadde tedarik güvenliğini ve maliyet yapısını "ihtiyatlı" bir pozisyonda tutmayı zorunlu kılmaktadır.

Ocak-Şubat 2026 kar yağışları, hububat grubunda azotlu gübre talebi için güçlü bir katalizör oluşturmaktadır. Çiftçinin birim verime odaklanarak Organomineral ve NP/NPK ürün desenine kayması, GÜBRETAŞ'ın üretim esnekliği ile kar marjlarını destekleyebilir.

Şirketin potansiyeli, gübre operasyonlarından ziyade altın madeni varlığı ve 2026'da üretim marjlarına dönüş hızıyla ölçülecektir. Yarımcı tesislerinde kapasite kullanım oranının %44'ten +%60 seviyelerine geçişini ve toplam tedarik içinde hammadde payının artması üretim odaklı karlılığa dönüşün öncü sinyali olacaktır. Şirketin en büyük gelir kaynağı olan altın tarafının baskın pozitif durumu, güçlü fiyatlama ve yüksek tenörler de birlikte incelendiğinde bilançoğu olumlu değerlendiriyoruz.

**YASAL UYARI**—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

**ÇEKİNCE**—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

[arastirma@pusulayatirim.com.tr](mailto:arastirma@pusulayatirim.com.tr)

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/53 34394  
Şişli/İstanbul