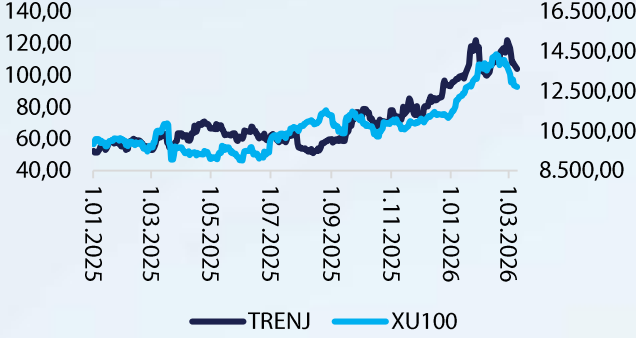


Son Fiyat	103,90
Piyasa Değeri (mln TL)	26.992
Piyasa Değeri (mln \$)	615
F/K	38,25
FD/FAVÖK	1,89
PD/DD	2,18
Hisse Sayısı (mln lot)	260
FDPO (%)	33,56
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	285



ORTAKLIK YAPISI	%
Türk Altın Holding	62,12
Mehmet İlker Soylu	9,4
Diğer	28,48

TRENJ	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-2,72	1,96	70,89
Getiri (\$)	-2,70	0,91	41,58
Getiri (XU100-Rölatif)	-2,01	10,17	50,00

Çeyreklik Yıllık	2025/09	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	28,89	44,42
Brüt Kar Marjı (Ç%)	39,14	41,14
FAVÖK Marjı (Y%)	21,07	28,01
FAVÖK Marjı (Ç%)	38,36	30,19
Net Kar Marjı (Y%)	-10,69	3,98
Net Kar Marjı (Ç%)	13,83	-9,02
Net Borç (mln TL)	-14.021,04	-17.597,28
İşletme Sermayesi (mln TL)	2.705,82	-814,39
Cari Oran	6,87	4,86
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	2.515,41	6.338,03
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	2,57	-0,25
Brüt Kar Büyüme (Y%)	158,31	266,22
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	-76,16	266,22
FAVÖK Büyüme (Y%)	-28,62	94,60
FAVÖK Büyüme (Ç%)	282,45	1.361,90

Türk Doğal Enerji – Sınırlı Olumsuz

Beklenti altı sonuçlar

Türk Doğal Enerji, 2025 4.çeyrekte 3,09 milyar TL hasılat, 951 milyon TL FAVÖK, 379 milyon TL net zarar ile beklentilerimizin altında sonuç paylaştı. Konsolidasyon faktörü açıkça olumsuz etkiledi. (Piyasa Beklentisi:Yok/Pusula Yatırım:5,1 milyar TL hasılat, 2,3 milyar TL FAVÖK, 2,5 milyar TL net kar)

Şirket, 2025 yılında 3,59 milyar TL konsolide net dönem karı açıklayarak 2024 yılındaki 1 milyar TL'lik zarardan keskin bir dönüş yapmıştır. Ancak bu karın sadece 705,7 milyon TL'si ana ortaklık paylarına ait olduğunu hatırlatmak gerekiyor. Gelir yıllık bazda %46,3 artarak 17,72 milyar TL'ye ulaşmıştır. Hasılat %46,3 artarken, satışların maliyeti sadece %25,6 oranında artmıştır. Bu makas, şirkette çok güçlü bir operasyonel kaldıraç etkisinin çalıştığını ve birim üretim maliyetlerinin hasılat büyümesinin gerisinde kaldığını göstermektedir. 2025 yılında satılan 7349 varil ham petrolün toplam gelir içindeki payının marjinal kalması, büyümenin ana motorunun madencilik operasyonları olduğuna işaret ediyor.

Şirketin 50,87 milyar TL'lik aktif büyüklüğü, 45,37 milyar TL'lik özkaynak tabanıyla sağlam bir finansal yapı sunuyor. Toplam varlıkların %89'unun özkaynaklarla finanse edilmesi, şirketin neredeyse borçsuz çalıştığını gösteriyor. Şirket, işletme faaliyetlerden 8,26 milyar TL brüt nakit üretmiştir. Ancak nakde dönüşüm olarak incelendiğinde bu tutarın 992,7 milyon TL net işletme nakit akışına gerilediği görülmektedir. Bu farkın temel nedenleri, 727,8 milyon TL vergi ödemesi ve 819,6 milyon TL'lik diğer nakit çıkışlarıdır.

Sermaye tahsisindeki agresif tutum, 7,32 milyar TL'lik yatırım harcaması ile somutlaşmaktadır. Şirket, nakit stokunun yaklaşık %41'ine tekabül eden bu yatırımla gelecek vizyonunu madencilik ve enerji verimliliğine odaklanmıştır. GES yatırımı için yapılan anlaşma, sermaye verimliliği açısından önem taşımaktadır. 48,8 milyon USD'lik bedel, yıllık %1,5 gibi oldukça düşük bir faizle 36 ay vadeli olarak ödenecektir. Ödemenin tesis devrinden sonra yapılmaya başlaması, borçlanma kalitesini artırmaktadır.

Şirketin stratejisi, TPAO ile yapılan operatörlük anlaşmasıyla pekiştirilmiştir. Bu anlaşma, yeni açılacak kuyulara katılım konusunda şirkete opsiyonellik tanıyarak, arama riskini azalıp verimliliği artırmaktadır.

- İvrindi Altın Madeni:** 500 bin ons rezerv öngörülen bu saha, 50 milyon USD bedelle devralınmıştır. Piyasa koşulları bu noktada belirleyici olacaktır ancak orta vadede altın üretim hacminde orta çift haneli artış potansiyeli yaratmaktadır.
- AGES Yatırımı:** 31 Aralık 2026'ya kadar tamamlanması beklenen 48,8 milyon USD'lik yatırım, grubun enerji ihtiyacının %78'ini karşılayacaktır. Yıllık 270 milyon TL tasarruf hedefi, sürdürülebilirlik açısından oldukça önemli.

Çanakkale'deki projeye ilişkin davanın projenin entegre olmadığı ve davacının ehliyeti olmadığı gerekçesiyle mahkemece reddedilmiş olması, madencilik faaliyetlerinin sürekliliği açısından **pozitif bir katalizördür**.

Akın İpek'in gruba 2 Mart 2026'ya kadar 235.000 GBP yargılama gideri ödemesine hükmedilmesi hukuki açıdan pozitif olsa da İngiltere'deki tasfiye süreci hala belirsizlik içermektedir. Petrol üretiminin marjinalleşmesi fiyat riskini düşürse de operasyonel karlılık hala Brent fiyatlarına duyarlıdır.

Çeyrekten çeyreğe analiz yapıldığında zayıf bir çeyrek olduğunu **söylenabilir**. Satışların, 3. çeyreğe göre %47 düşmesi ve FAVÖK tarafındaki %57 daralma, finansallara soru işaretiyle yaklaşmaya sebebiyet veriyor. Ancak 4. çeyrek kıyaslaması yapıldığında 2024 yılının 4. çeyreğinden çok daha iyi bir finansal açıklandığını vurgulamamak olmaz. Her ne kadar 2024 4. çeyreği zayıf baz etkisi yaratıyor olsa da şirketin geçen sene ortalamasının üzerinde bir çeyrek performansı sergilediğini, 2025 yılı ortalamasının ise altında kaldığını söyleyebiliriz.

Şirket, 2025 sonu itibarıyla 17,7 milyar TL'lik nakit mevcudu ve 7,3 milyar TL'lik yıllık yatırım temposuyla, büyümesini kendi iç kaynaklarıyla finanse edebilen bir şirkettir. 2026 sonunda hedeflenen %78'lik öz tüketim karşılama oranına ulaşılması durumunda FAVÖK marjındaki genişleme görülecektir. Bu yüzden GES yatırımı ne kadar çabuk tam verimle çalışırsa, FAVÖK tarafında o kadar iyi bir gelişim gözlemleyeceğiz. Finansalların yıllık bazda olumlu buluyoruz. 2024 son çeyrekteki zayıf baz etkisini göz önünde bulunduruyor, çeyrekten çeyreğe net zararda ve beklentilerin altında kalmasını da ekleyerek finansalları **SINIRLI OLUMSUZ** olarak değerlendiriyoruz.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla 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 şekilde 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 ve 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

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