

23 Temmuz 2026

Türk Altın / TR Metal / TR Enerji

Yüksek iskonto fırsat yaratıyor

- **Rezerv ve kaynaklar sırasıyla 2,9 mn ons ve 9,7 mn ons seviyesine yükseldi:** 2025 Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) uyumlu kaynak güncellemesiyle rezervler geçen yılki 2,6 mn onstan 2,9 mn onsa, toplam kaynaklar ise 9,1 mn onstan 9,7 mn onsa yükseldi. Güncelleme, uzun vadeli (UV) altın fiyatı varsayımındaki artışı (USD3.500/ons, önceki USD2.350/ons) yansıtırken, yakın zamanda Türkiye Varlık Fonu (TVF) bünyesinden devralınan Balıkesir İvrindi projesini içermemektedir. İvrindi dahil edildiğinde proforma rezerv ve kaynaklar sırasıyla 3,4 mn ons ve 10,4 mn ons seviyesine ulaşmaktadır.
- **Üretim toparlanacak ve yüksek seviyelerde kalacak:** Üretimde yaşanan gerilemenin ardından projelerin kademeli olarak devreye girmesiyle güçlü bir toparlanma bekliyoruz. Mollakara'nın Temmuz ayında üretime başlamasıyla, Kaşkötü'nün sıradaki proje olmasını öngörüyoruz. İvrindi ve çeşitli uydu sahaların katkısıyla altın üretiminin 2028 yılında 200 bin onsun üzerine çıkmasını ve 2033 yılında 282 bin ons ile zirve yapmasını bekliyoruz.
- **Nakit maliyetlerin 2026 yılında zirve yaptıktan sonra gerilemesini bekliyoruz:** Altın fiyatına bağlı devlet hakkı yükü, düşen üretim profili ve aktif proje karması nedeniyle nakit maliyetler USD2.000/ons seviyesinin üzerine yükseldi. Mollakara ve Kaşkötü'nün devreye girmesiyle ons başına maliyetlerin düşmesini bekliyoruz. Bunun temel nedenleri, 1) bu projelerin daha düşük maliyetli operasyonlar olması, özellikle Kaşkötü'nün yaklaşık USD325/ons teknik maden sahası maliyetine karşılık Ovacık bölgesinde bu rakamın USD1.200+/ons seviyesinde bulunması ve 2) maden dışı maliyetlerin daha yüksek üretim hacmine yayılmasıdır.
- **Bir ulusal şampiyonunun oluşumu:** Türk Altın, giderek geleneksel bir altın üreticisinden TVF'nin borsaya açık doğal kaynaklar platformuna dönüşmektedir. Bu stratejik yönelim, TVF'nin onuncu yıl etkinliğinde yönetimin, devlet portföyündeki altın varlıklarının Türk Altın çatısı altında daha etkin şekilde konsolide edilebileceğini, özellikle Balıkesir ve Niğde projelerine atıfta bulunarak ifade etmesiyle daha belirgin hale geldi. Ardından Balıkesir İvrindi varlığının devri, bu stratejinin politika düzeyinden uygulamaya geçtiğine dair ilk somut gösterge olurken, Niğde projesi ise değerlendirme için yeterli kamu verisi bulunmayan bir arama aşaması varlığı olarak kalmaktadır. Varlık konsolidasyonunun ötesinde şekillenen yol haritası, bölgesel işleme merkezleri, üçüncü taraf cevher kullanımının artırılması, daha geniş teknik ve ticari madencilik yetkinlikleri ile devlet destekli ortaklıklar aracılığıyla Afrika'ya açılımı içermektedir. Finansman araçları, cevher ticareti, üçüncü taraf işleme, teknik hizmetler ve elektrik faaliyetlerine ilişkin yetkileri genişleten esas sözleşme değişiklikleri de Türk Altın'ın daha büyük ve çeşitlendirilmiş bir role hazırlandığı görüşünü desteklemektedir. Gelecekte gerçekleştirilebilecek grup birleşmesi ise ortaklık yapısını sadeleştirerek daha büyük ölçekli finansman imkanları veya olası uluslararası bir halka arz için hazırlığı güçlendirecektir.
- **İskontoların temel olarak haklı olmadığını düşünüyoruz:** TRMET ve TRENJ hisselerindeki yaklaşık %40 holding iskontosunun orta vadede temel dinamiklerle açıklanamadığını düşünüyoruz. İskonto tarihsel olarak önemli dalgalanmalar göstermiş, 2017 yılında belirgin şekilde daralmış, 2020 yılında kısa süreliğine prime dönmüş ve 2025 birleşme sürecinde yaklaşık %12 seviyesine kadar gerilemiştir. Son dönemdeki genişlemeyi ise birleşmenin iptali sonrasında likidite kaynaklı işlemler ve doğrudan altın maruziyetine yönelik talep ile açıklıyor, temel dinamiklerle ilişkilendirmiyoruz. İskonto daraldıkça likiditenin de artacağını, bunun TRALT'a kıyasla göreceli cazibeyi daha da güçlendireceğini düşünüyoruz. Grup şirketlerinin yeniden birleşmesi ise iskontonun kapanması açısından en olası orta vadeli katalizör olma devam etmektedir.
- **Araştırma kapsamımıza TRENJ'i ekliyor, TRALT değerlememizi güncelliyor ve hedef fiyatlarımızda holding iskontosu uygulamıyoruz:** TRMET ve TRENJ'deki holding iskontolarının temel olarak haklı olmadığını düşündüğümüzden, hedef fiyatlarımızda ilave bir holding iskontosu uygulamıyoruz. Bunun yerine, bu şirketlerin borsada işlem gören TRALT paylarını tam şeffaflıkla değerleri üzerinden değerlendiriyor, mevcut piyasa iskontosunun zaman içinde kalıcı olmaktan ziyade kapanacağını varsayıyoruz. Sonuç olarak hedef fiyatlarımızı **TRALT için TL71,4, TRMET için TL282,2 ve TRENJ için TL218,7** olarak belirledik. **Riskler:** Altın fiyatı, Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) onay süreçleri, proje gecikmeleri, makroekonomik riskler ve diğer operasyonel riskler.

	Tavsiye	Piy. Değ. (USDm)	Hedef Değer (TL)		Upside (%)
			Eski	Yeni	
TRALT	AL	3,387	48.3	71.4	43%
TRMET	AL	1,003	161.2	282.2	132%
TRENJ	AL	522	-	218.7	131%

Şirket Güncellemesi

Araştırma | CEEMEA/Türkiye

ÜNÜ ARAŞTIRMA

+90-212-367-3689

UnluResearch@unluco.com

Finansallar USD bazında verilmiştir

Değerleme Çarpanları¹	2023A	2024A	2025A	2026B	2027B	2028B
F/K (x)	a.d.	a.d.	24.7	30.3	13.8	8.8
FD/FAVÖK (x)	27.5	32.2	16.4	11.9	9.0	6.0
FD/satış (x)	7.0	7.9	4.5	4.8	4.0	3.0
Temettü verimi (%)	0.0	0.0	1.5	1.8	5.8	9.1

Oran analizi	2023A	2024A	2025A	2026B	2027B	2028B
Sermaye verimliliği (%)	-12.5	1.4	9.2	10.8	21.0	28.4
Sermaye verimliliği (FVÖK temelli) (%)	4.2	1.1	7.0	15.2	22.2	32.1
Nakit maliyetler / hasılat (%)	74.6	75.4	72.4	59.8	55.3	49.7
FAVÖK marjı (%)	25.4	24.6	27.6	40.2	44.7	50.3
Operasyonel kar marjı (%)	13.7	4.1	21.4	33.3	38.1	44.8
Net kar marjı (%)	-38.8	5.3	23.0	16.8	32.7	40.4
Net borç/FAVÖK (x)	-4.9	-5.5	-4.1	-0.8	-1.0	-1.1

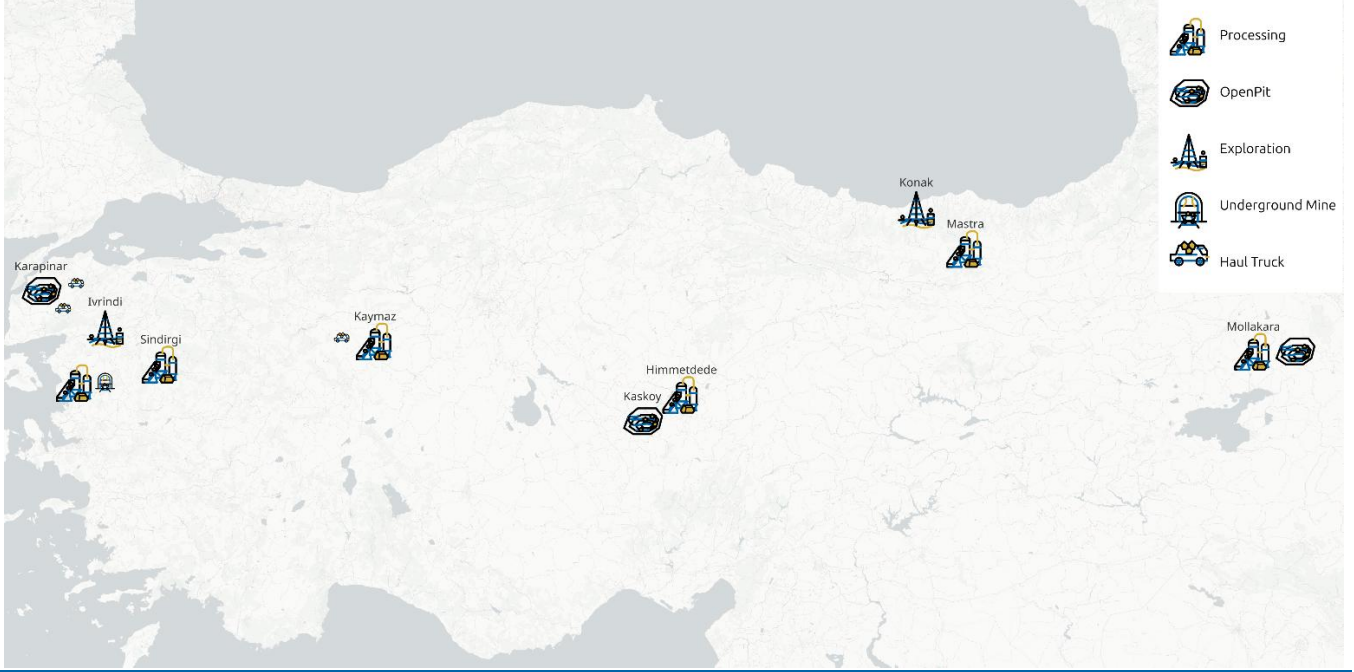
Kar ve zarar (USDm)¹	2023A	2024A	2025A	2026B	2027B	2028B
Net satışlar	263	233	381	665	753	954
Büyüme oranı (y/y)	-25%	-11%	63%	74%	13%	27%
Nakit maliyetler	196	176	276	397	416	474
FAVÖK	67	57	105	268	337	479
Büyüme oranı (y/y)	-64%	-14%	84%	154%	26%	42%
EBIT	36	10	82	222	287	427
Büyüme oranı (y/y)	-79%	-73%	750%	172%	29%	49%
Diğer gelir/gider	-50	-19	-3	-9	-6	-4
Finansman gelir/gideri - Parasal kalemler	-309	-142	-83	-106	-19	-17
Vergi öncesi kar	-33	19	124	149	281	441
Vergi	-69	-7	-37	-37	-35	-55
Efektif vergi oranı	205.1%	-36.3%	-29.6%	-25.0%	-12.5%	-12.5%
Azınlık payı	0	0	0	0	0	0
Net kar	-102	12	88	112	246	386
Büyüme oranı (y/y)	n.m.	n.m.	606%	28%	120%	57%
Hisselerin ağırlıklı ortalama sayısı (m)	3,203	3,203	3,203	3,203	3,203	3,203
Hisse başı net kar (USD)	0.0	0.0	0.03	0.03	0.08	0.12
Hisse başı temettü (USD)	0.0	0.0	0.01	0.02	0.06	0.10
Temettü ödeme oranı	0%	0%	38%	54%	80%	80%
USD/TL kapanış	29.4	35.3	42.8	51.2	61.8	71.0
USD/TL ortalama	23.8	32.8	39.5	46.7	57.7	66.4

Nakit akışı (USDm)	2025A	2026B	2027B	2028B	Bilanço (USDm)	2025A	2026E	2027E	2028E
Operasyonel kar	82	222	287	427	Nakit	434	201	344	506
Amortisman ve itfa giderleri	24	46	50	52	Dönen varlıklar	504	307	462	652
İşletme sermayesindeki değişim	28	-37	-17	-28	Maddi/maddi olmayan duran varlıklar	467	781	814	816
Ödenen vergiler	-37	-55	-36	-53	Toplam duran varlıklar	613	962	995	996
Toplam yatırım harcaması	-159	-360	-83	-54	Total varlıklar	1,117	1,269	1,457	1,648
Yatırım harcaması/hasılat	41.6%	54.2%	11.0%	5.6%	Kısa vadeli yükümlülükler	92	163	164	166
Serbest nakit akışı	-62	-185	201	344	Uzun vadeli yükümlülükler	27	30	30	31
Serbest nakit akış oranı	-16.2%	-27.9%	26.7%	36.1%	Özkaynaklar	998	1,077	1,263	1,451
					Toplam kaynaklar	1,117	1,269	1,457	1,648
Ödenen temettüler	0	-33	-60	-197	Net işletme sermayesi	86	124	141	169
Net borç değişim (USDm)*	117	-231	143	163	Net nakit (borç)	432	201	344	506

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & CO tahminleri. ¹2023–2025 finansalları, IAS29 muhasebe standardına göre düzeltilmiştir. Bu yıllara ait USD bazlı finansallar, 2023–2024–2025 yıl sonu USD/TL kuru ile bölünerek hesaplanmıştır. 2026 ve sonrasında ait tahminlerimiz ise doğrudan yıl sonu USD/TL kapanış kuruna dayanmaktadır. *Serbest nakit akışı ve temettü ile olan farklar, yatırım/finansman kalemlerinden kaynaklanmaktadır.

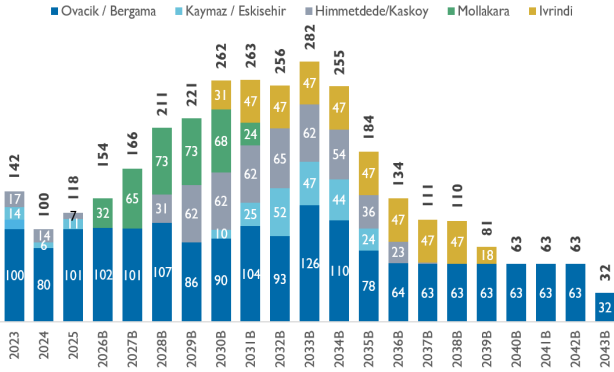
Bir Bakışta Türk Altın

Tablo 1: Harita



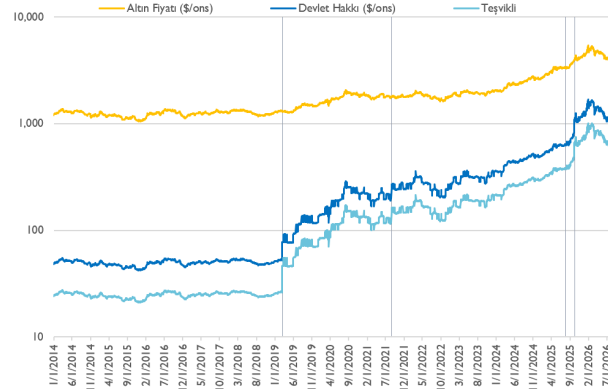
Kaynak: QGIS, ÜNLÜ & Co

Tablo 2: Üretim dağılımı



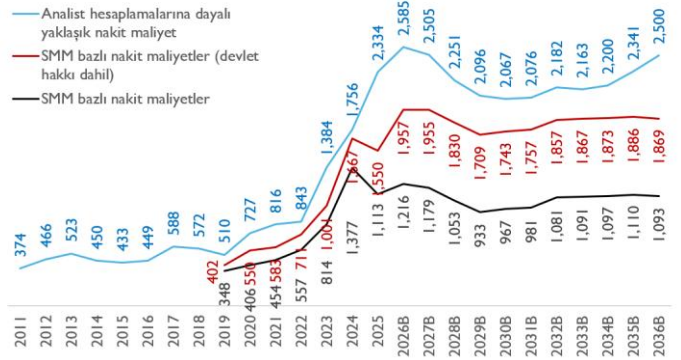
Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co. *Düzeltilmemiş rakamlar, başlangıç ve bitişte yarım kapasiteli birer çeyrek dönemin yer aldığı doğrusal bir üretim seyri varsayar.

Tablo 4: Altın fiyatı ve devlet hakkı (Log ölçek)



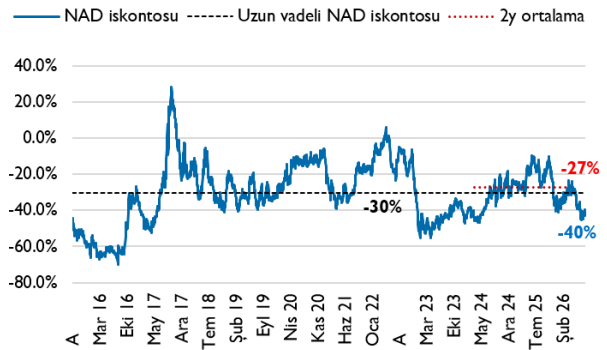
Kaynak: Mevzuat, Resmi Gazete: [1][2][3][4][5], ÜNLÜ & Co

Tablo 3: Ons başına nakit maliyetler



Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co

Tablo 5: TRMET iskontosu



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co, *Sadece TRALT sahipliği ve solo net nakdi içerir.

Yönetici Özeti

2,9 mn ons rezerv ve 9,7 mn ons kaynak: 2025 Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) uyumlu güncellemesi ile görünür ve muhtemel (P&P) rezervler 2024'teki 2,6 mn onstan 2,9 mn onsa yükselirken, toplam kaynaklar 9,7 mn onsa ulaştı. Rezerv artışı ağırlıklı olarak Çukuralan ve Kaşköy'de gerçekleşti. Özellikle Kaşköy, hem tonaj artışı hem de tenörün 7,66 g/t seviyesine yükselmesiyle dikkat çekerken, rezervlerin muhtemel kategoriden kanıtlanmış kategoriye geçmesi de önemli bir gelişme oldu. Buna karşın, portföy genelinde tenör seyrelmesi gözlemlendi. Bu durum, 2024 raporundaki USD2.350/ons seviyesine kıyasla 2025 raporunda kullanılan USD3.500/ons uzun vadeli altın fiyatı varsayımının ekonomik açık ocak sınırlarını genişletmesi ve daha düşük tenörlü cevherlerin rezervlere dahil edilmesiyle uyumludur. Güncelleme ayrıca, mevcut UMREK kapsamı dışında kalan ve yaklaşık 500 bin ons rezerv ile 700 bin ons kaynak ekleyen yakın zamanda devralınan Balıkesir İvrindi projesini içermemektedir. Pro-forma bazda İvrindi dahil edildiğinde rezerv tabanı yaklaşık 3,4 mn onsa, toplam kaynaklar ise 10,4 mn onsa yükselmektedir. Rezerv ilaveleri ve Zenit'ten alımla eklenmesi beklenen 1,8 mn ons gümüş rezervine rağmen, 2025 gelirlerine katkısının yalnızca yaklaşık %0,5 olduğunu göz önüne alarak, gümüş varlığı yatırım tezimiz açısından önem arz etmemektedir.

Üretim toparlanacak ve yüksek seviyelerde kalacak: 2025 yılında üretimin 118 bin onsa gerilemesinin ardından, yeni projelerin kademeli olarak devreye alınmasıyla çok yıllık bir toparlanma dönemine girileceğini öngörüyoruz. İlk önemli katkının Temmuz ayında üretime başlayan Mollakara'dan gelmesini beklerken, UMREK raporunda daha erken öngörülmesine rağmen izin süreçleri ve uygulama risklerini dikkate alarak Kaşköy'ü modelimizde 2028 ortasına erteledik. Çukuralan, tahmin döneminin büyük bölümünde yıllık yaklaşık 100 bin ons üretim sağlayarak ana üretim varlığı olmayı sürdürecektir. İvrindi, Karapınar, Damdamca Doğu, Gelintepe, Kubaşlar ve diğer uydu sahalar orta vadede ilave esneklik sağlarken, teknik raporların öngördüğü oldukça önden yüklemeli üretim profilini benimsemeyerek bu projelerin başlangıç tarihlerini kademeli şekilde modele dahil ettik. Bu varsayımlar altında üretimin 2028 yılında 200 bin onsu aşmasını, 2030 yılında 262 bin onsa ulaşmasını ve 2033 yılında yaklaşık 282 bin ons ile zirve yapmasını bekliyoruz. Tahminlerimiz erken aşamadaki arama projelerinden gelebilecek potansiyel katkıları içermemektedir. Bu projeler, 2030 sonrasında ilave rezerv yenilemesi ve maden ömrü açısından önemli opsiyonellik sunmaktadır.

Nakit maliyetler 2026 yılında zirve yaptıktan sonra üretim artışıyla gerileyecek: 2025 yılında nakit maliyetler, düşük üretim seviyesi, daha yüksek maliyetli operasyon karması, ücret ve hizmet enflasyonu ile Türkiye'de giderek daha progresif hale gelen altın fiyatına endeksli devlet hakkı sistemi nedeniyle USD2.000/ons seviyesinin üzerine çıktı. Şirketin raporladığı birim maliyetler ayrıca, halen görece düşük üretim hacmine yayılan şirket merkezi ve yarı sabit nakit giderleri de içerdiğinden, son dönemdeki maliyet artışı yalnızca maden sahası üretim maliyetlerindeki değişime kıyasla daha belirgin gerçekleşmiştir. Mollakara ve Kaşköy'ün devreye girmesiyle maliyet profilinin iki nedenle iyileşmesini bekliyoruz. İlk olarak, her iki proje de görece düşük maliyetli operasyonlardır. Özellikle Kaşköy'ün teknik işletme maliyeti yaklaşık USD325/ons seviyesindeyken, Ovacık bölgesinde bu rakam USD1.200/onsun üzerindedir. İkinci olarak ise üretim hacmindeki artış sayesinde idari, teknik, çevresel ve proje bazlı giderler daha yüksek ons üretimine yayılacaktır. Bu doğrultuda birim nakit maliyetlerin 2025 yılındaki USD2.334/ons seviyesinden 2030 yılında USD2.067/ons seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bununla birlikte, altın fiyatına bağlı devlet hakkı sistemi, yükselen altın fiyatlarının operasyonel kaldıraç üzerindeki olumlu etkisini sınırlamaya devam edecektir.

Bir ulusal şampiyonunun oluşumu: Türk Altın, giderek geleneksel bir altın üreticisinden Türkiye Varlık Fonu'nun (TVF) borsaya açık doğal kaynaklar platformuna

dönüşmektedir. TVF'nin onuncu yıl etkinliğinde yönetim, devlet portföyünde yer alan altın varlıklarının Türk Altın çatısı altında daha etkin değerlendirilebileceğini ifade etmiş ve özellikle Balıkesir ile Niğde projelerini öne çıkarmıştır. Sonrasında İvrindi varlığının Türk Altın'a devredilmesi, bu stratejinin hayata geçirilmeye başlandığını gösteren ilk somut adım olurken, Niğde projesi ise değerlendirilmeye yetecek kamuya açık veri bulunmayan erken aşama bir arama projesi olarak kalmaktadır. Daha geniş stratejik yol haritası ise bölgesel işleme merkezlerinin kurulması, üçüncü taraf cevher kullanımının artırılması, Afrika'da devletler arası ilişkiler yoluyla olası genişleme ve nihayetinde uluslararası bir halka arz ihtimalini içermektedir. Finansman araçları, cevher ticareti, üçüncü taraf işleme, teknik hizmetler ve elektrik faaliyetlerine ilişkin yetkileri genişleten esas sözleşme değişiklikleri de Türk Altın'ın daha büyük ve daha çeşitlendirilmiş bir yapıya hazırlandığını göstermektedir. Grup şirketlerinin birleşmesinin tamamlanması ise ortaklık yapısını sadeleştirerek şirketi daha büyük ölçekli finansman imkanları veya olası bir yurtdışı halka arz açısından daha uygun hale getirecektir.

İskontoların temel olarak haklı olmadığını düşünüyoruz: TRMET ve TRENJ hisselerindeki yaklaşık %40 holding iskontosunun orta vadede temel dinamiklerle açıklanamadığını düşünüyoruz. Tarihsel veriler, bu iskontonun kalıcı ve yapısal bir özellik olarak değerlendirilmesini desteklememektedir. İskonto 2017 yılında belirgin şekilde daralmış, 2020 yılında kısa süreliğine prime dönmüş ve 2025 birleşme sürecinde yaklaşık %12 seviyesine kadar gerilemiştir. Mevcut seviye ayrıca TRENJ ve TRMET için sırasıyla yaklaşık %27 olan son iki yıllık ortalamanın ve yaklaşık %30 olan uzun dönem ortalamasının da belirgin şekilde üzerindedir. Son dönemdeki genişlemenin büyük ölçüde birleşmenin iptali sonrasında likiditenin TRALT'ta yoğunlaşması ve altın rallisi sırasında yatırımcıların doğrudan altın maruziyetine yönelmesinden kaynaklandığını, TRMET veya TRENJ'nin temel değerlerinde bir bozulmayı yansıtmadığını düşünüyoruz. Bu ilişki kısmen refleksiftir. Daha dar bir iskonto likiditeyi desteklerken, artan likidite de holding şirketlerini, şeffaf aktif değerlerinde bulunan ilave değerlendirme marjı sayesinde TRALT'a kıyasla daha cazip hale getirecektir. Göreceli değerlendirme yaklaşımı tek başına iskontonun kapanmasını sağlamazsa, grup birleşmesinin yeniden gündeme gelmesini orta vadede en güçlü katalizör olarak görüyoruz.

Değerleme

Değerleme çalışmamızda indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemini kullandık. ABD doları bazlı İNA modelimiz, mevcut rezervlerin ömrünü kapsayan 17 yıllık tahmin dönemi ile risk ayarlı kaynak değerlemesine dayanmaktadır. %12 seviyesindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) varsayımımız, %7,0 risksiz faiz oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 0,9 beta girdilerine dayanmaktadır. Rezerv dışındaki kaynaklar için ağırlıklandırılmış olasılık yaklaşımı kullanıyor, Mollakara sülfür kaynağına %20, diğer kaynaklara ise %15 olasılık atıyoruz. Bugünkü değere indirdiğimizde, USD4.500/ons altın fiyatı varsayımıyla toplam 6,8 mn ons kaynağı etkin olarak yaklaşık %2,9 oranında değerliyoruz. İNA analizimiz USD3.877 mn özsermaye değerine işaret etmekte olup, buna göre **TRALT** için **TL71,4/hisse** hedef fiyat hesaplıyoruz. Bu değerlendirme, **TRMET** için en az **TL282,2/hisse**, **TRENJ** için ise **TL218,7/hisse** değerine işaret etmektedir.

Tablo 6: Türk Altın İNA Değerlemesi

USDm	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E
FAVÖK	105	268	337	479	537	649	648	608	684	611	411	275	198	193	121	69	69	68	27
Vergi (+)	-37	-55	-36	-53	-60	-74	-74	-69	-78	-69	-44	-27	-18	-17	-8	-2	-5	-6	-1
İşletme Sermayesi değişimi (-)	-28	37	17	28	1	34	4	8	22	-17	-61	-43	-16	1	-17	-10	-8	0	-32
Sermaye Maliyetleri (-)	159	360	83	54	100	52	15	35	10	10	11	32	10	11	10	10	10	10	60
FCF	-62	-185	201	344	375	489	555	496	574	549	417	259	186	164	120	68	61	52	-2
Risksiz getiri oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Hisse senedi risk primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Özsermaye maliyeti	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Borç maliyeti	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Vergi oranı	25.0%	25.0%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Borç / Özsermaye	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AOSM	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
İskonto oranı			1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5	2.8	3.1	3.5	3.9	4.3	4.9	5.4	6.1
Serbest nakit akışının bugünkü değeri			201	307	299	349	353	282	292	249	169	94	60	47	31	16	13	10	0
Bugünkü değer	2,771																		
Kaynak değeri	905																		
Firma değeri	3,676																		
Net nakit	201																		
Hedef piyasa değeri (USDm)	3,877																		
\$/TL	59.00																		
Hedef piyasa değeri (TLm)	228,769																		
Hedef fiyat	71.4																		
Mevcut hisse fiyatı	49.84																		
Getiri beklentisi	43%																		

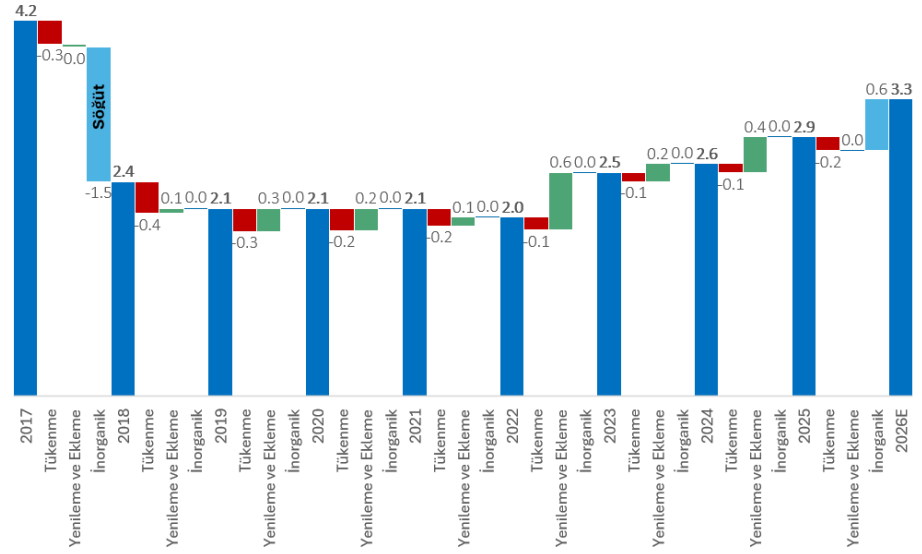
		Resource	Recovery %	Weighted %
Weighted %:	17.9%	Mollakara	4.0	20.0%
Effective %:	2.9%	Other	2.8	15.0%

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Rezerv ve kaynaklar sırasıyla 2,9m ons ve 9,7m ons seviyesine güncellendi

2025 UMREK uyumlu rezerv güncellemesiyle görünür ve muhtemel rezervler 2024 yılındaki 2,6 mn onstan 2,9 mn onsa yükselerek yaklaşık 335 bin ons net artış gösterdi. Manşet rezerv artışı olumlu görünmekle birlikte, ortalama rezerv tenörünün 2,26 g/t'den 2,13 g/t'ye gerilemesi daha yüksek altın fiyatı varsayımıyla uyumludur. Rezervler, 2024 raporundaki USD2.350/ons seviyesine kıyasla USD3.500/ons altın fiyatı varsayımı kullanılarak hesaplanmıştır. Bu varsayım, ekonomik açık ocak sınırlarını genişleterek ilave düşük tenörlü tonajın rezervlere dahil edilmesine yol açmıştır.

Tablo 7: Rezerv Değişimleri



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Varlık bazında rezerv artışları ağırlıklı olarak Çukuralan'da (+106 bin ons) ve Kaşköy'de (+109 bin ons) gerçekleşirken, operasyonların büyük bölümünde görülen tenör seyrelmesi bu artışı kısmen dengelemiştir. Özellikle Kaşköy, hem tonaj hem de tenör artışı sağlamasıyla öne çıkmaktadır. Ortalama tenör 6,12 g/t'den 7,66 g/t'ye yükselirken, rezervlerin önemli bir bölümü muhtemel rezerv kategorisinden görünür rezerv kategorisine yükseltilmiştir. Bu gelişme, ilave rezerv artışına orantısız derecede yüksek katkı sağlarken, rezerv güvenilirliğini de önemli ölçüde artırmaktadır.

Tablo 8: Rezerv değişimleri

	2024				2025				2025 vs 2024			
	Kt	g/t Au	kons Au	kons Ag	Kt	g/t Au	kons Au	kons Ag	Kt	g/t Au	kons Au	kons Ag
P&P	35,172	2.26	2,551	1,812	42,165	2.13	2,887	2,470	6,993	1.49	335	659
Ovacık Yeraltı	67	5.29	11	5	105	4.59	16	6	38	-0.70	4	1
Cukuralan	9,205	4.36	1,290	496	11,226	3.87	1,397	558	2,021	-0.49	106	62
Kaskoy	2,133	6.12	420	0	2,147	7.66	529	0	14	1.54	109	0
Karapınar	2,718	1.85	161	151	3,989	1.60	205	207	1,271	-0.25	44	57
Kaymaz	389	2.50	31	36	517	1.91	32	55	128	-0.59	0	18
Kubalar	1,690	1.90	103	746	3,460	1.35	150	1,281	1,770	-0.56	46	536
Mollakara	17,021	0.81	446	249	19,096	0.77	471	290	2,075	-0.05	26	41
Gelintepe	452	2.74	40	25	534	2.93	50	28	82	0.19	11	4
Ovacık RoM Stok	5	19.46	3	3	0	n.a	0	0	-5	n.a	-3	-3
Kaymaz RoM Stok	504	0.50	8	77	154	0.49	2	23	-350	-0.01	-6	-53
Mastra RoM Stok	11	4.08	1	0	0	n.a	0	0	-11	n.a	-1	0
Cukuralan RoM Stok	428	1.05	14	17	407	1.01	13	16	-21	-0.04	-1	-1
Mahmat RoM Stok	472	1.17	18	0	473	1.17	18	0	0	0.00	0	0
Ovacık Deg. Acil Durum Stok	21	3.84	3	1	26	3.71	3	2	5	-0.13	1	0
Kaymaz Deg. Acil Durum Stok	56	0.88	2	6	31	0.70	1	4	-25	-0.18	-1	-3
Mastra Deg. Acil Durum Stok	2	4.12	0	0	0	n.a	0	0	-2	n.a	0	0

Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co

Önemli olarak, güncelleme mevcut UMREK kapsamı dışında kalan ve ilave rezerv katkısı sağlayan Balıkesir İvrindi projesini içermemektedir. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) açıklamasına göre proje yaklaşık 500 bin ons rezerv ve 700 bin ons kaynak barındırmakta olup, üç taksitte ödenecek USD50 mn satın alma bedeli ve %2,5 net izabe getirisi karşılığında devralınmıştır. İvrindi'nin dahil edilmesi halinde toplam rezervler yaklaşık 3,4 mn onsa, kaynaklar ise 10,4 mn onsa yükselecektir. Dolayısıyla açıklanan artış, proforma rezerv tabanındaki büyümeyi olduğundan düşük yansıtmaktadır.

Gümüş ise yatırım tezimiz açısından büyük ölçüde önemsiz kalmaya devam etmektedir. Açıklanan gümüş rezervleri 659 bin ons artmış olmakla birlikte, bu artış ağırlıklı olarak üretime 2032 yılında başlaması planlanan Kubaşlar projesinde yoğunlaşmaktadır (2024 raporunda projenin başlangıç tarihi 2027 olarak öngörülmüyordu). Bu nedenle portföy genelinde gümüş tenörleri düşük kalmakta ve gelirler ağırlıklı olarak altın kaynaklı olmaya devam etmektedir. Gümüş yalnızca sınırlı bir yan ürün geliri sağlamaktadır. Öte yandan, KAP açıklamasına göre Zenit işlemi ilave 1,8 mn ons gümüş rezervi sağlayarak ileriye dönük gümüş maruziyetini artırabilir. Buna rağmen, gümüşün 2025 yılında toplam gelirlerin yalnızca yaklaşık %0,5'ini oluşturması, genel gelir karması üzerindeki etkisinin önemsiz kaldığını göstermektedir.

Tablo 9: Kaynak güncellemesi

	2024				2025				2025 vs 2024			
	Kt	g/t Au	kons Au	kons Ag	Kt	g/t Au	kons Au	kons Ag	Kt	g/t Au	kons Au	kons Ag
M&I*	42,390	2.69	3,662	3,039	49,482	2.50	3,985	3,266	7,578	1.39	339	688
Ovacık	764	5.44	134	90	1,010	4.64	151	103	246	-0.80	17	13
Cukuralan	10,670	6.16	2,113	847	13,057	5.31	2,228	939	2,387	-0.85	115	92
Narlica	207	2.92	19	93	376	2.63	32	139	169	-0.29	13	46
Gelintepe	554	2.70	48	29	633	2.72	55	31	79	0.02	7	2
Kaymaz (Damdamca Dogu)	488	2.39	38	43	711	1.96	45	68	223	-0.43	7	25
Mollakara	20,087	0.79	512	316	22,256	0.75	536	358	2,169	-0.04	24	42
Leach - Oxide	14,909	0.79	377	230	15,289	0.77	380	236	380	-0.02	3	6
Leach - transition	5,178	0.81	135	86	6,967	0.69	156	122	1,789	-0.12	21	36
Mill - sulfide	0	0.00	0	0	0	0.00	0	0	0	0.00	0	0
Karapınar	4,012	1.69	218	223	4,943	1.44	229		931	-0.25	11	-223
Mill - transition	3,052	1.76	173	168	4,425	1.44	205	207	1,373	-0.32	32	39
Mill - sulfide	960	1.45	45	55	518	1.45	24	32	-442	0.00	-21	-23
Kubaşlar	1,973	1.80	114	833	3,704	1.32	157	1,345	1,731	-0.48	43	512
Kaskoy	2,137	6.10	419	0	2,175	7.62	533	0	38	1.52	114	0
Mill - oxide	1,852	6.02	359	0	1,994	7.49	480	0	142	1.47	121	0
Mill - transmission	96	6.02	19	0	7	10.22	2	0	-89	4.20	-17	0
Mill - sulfide	189	6.70	41	0	174	9.06	51	0	-15	2.36	10	0
Ovacık RoM Stok	4	23.15	3	3	0	0.00	0	0	-4	-23.15	-3	-3
Cukuralan RoM Stok	7	11.98	3	1	25	3.47	3	1	18	-8.51	0	0
Kaymaz RoM Stok	124	0.89	4	15	39	0.86	1	4	-85	-0.03	-3	-11
Ovacık Mill	21	3.84	3	1	26	3.79	3	1	5	-0.05	0	0
Kaymaz Mill	56	0.88	2	6	31	0.74	1	4	-25	-0.14	-1	-2
Ovacık low grade	1	1.39	0	0	0	0.00	0	0	-1	-1.39	0	0
Cukuralan low grade	420	0.86	12	16	382	0.86	11	14	-38	0.00	-1	-2
Kaymaz low grade	380	0.37	5	62	115	0.36	1	20	-265	-0.01	-4	-42
Inferred	172,860	0.97	5,404	3,860	192,040	0.93	5,753	4,882	19,180	-0.04	349	1,022
Ovacık	635	5.03	103	58	850	4.32	118	70	215	-0.71	15	12
Cukuralan	2,820	5.31	481	203	2,975	4.98	476	215	155	-0.33	-5	12
Narlica	88	3.04	9	33	112	2.99	11	39	24	-0.05	2	6
Gelintepe	376	2.18	26	14	1,065	2.02	69	38	689	-0.16	43	24
Kaymaz (Damdamca Dogu)	7	1.57	0	0	3	1.71	0	0	-4	0.14	0	0
Mollakara	164,556	0.81	4290	1668	181,319	0.76	4448	1855	16,763	-0.05	158	187
Leach - Oxide	10,069	0.61	197	137	11,012	0.57	203	147	943	-0.04	6	10
Leach - transition	3,988	0.69	89	85	5,588	0.57	103	119	1,600	-0.12	14	34
Mill - sulfide	150,499	0.83	4004	1446	164,719	0.78	4142	1589	14,220	-0.05	138	143
Karapınar	712	1.57	36	42	819	1.37	36	44	107	-0.21	0	2
Mill - transition	549	1.65	29	33	814	1.36	36	44	265	-0.29	7	11
Mill - sulfide	163	1.37	7	9	5	0.73	0	0	-158	-0.64	-7	-9
Kubaşlar	48	1.75	3	24	389	1.49	19	135	341	-0.26	16	111
Kaskoy	2,142	4.86	335	0	2,416	5.63	437	0	274	0.76	102	0
Mill - oxide	1,648	4.72	250	0	1,735	5.47	305	0	87	0.75	55	0
Mill - transmission	31	3.71	4	0	40	5.62	7	0	9	1.91	3	0
Mill - sulfide	463	5.41	81	0	641	6.09	125	0	178	0.68	44	0
Kiratlı - Open pit	912	2.72	80	1020	2,020	2.06	134	2420	1,108	-0.66	54	1,400
Kiratlı - Underground	564	2.31	42	798	72	2.32	5	66	-492	0.01	-37	-732

Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co, *(B&Ö) Belirlenmiş ve Ölçülmüş, tükenmiş kalemleri hariç tutmakta ve yalnızca 2024 toplamlarına dahil etmektedir.

Kaynak tarafındaki değişiklikler görece sınırlı ölçekte kalırken, rezerv tarafındaki dinamikleri genel olarak yansıtmaktadır. Ölçülmüş ve belirlenmiş kaynaklar yaklaşık

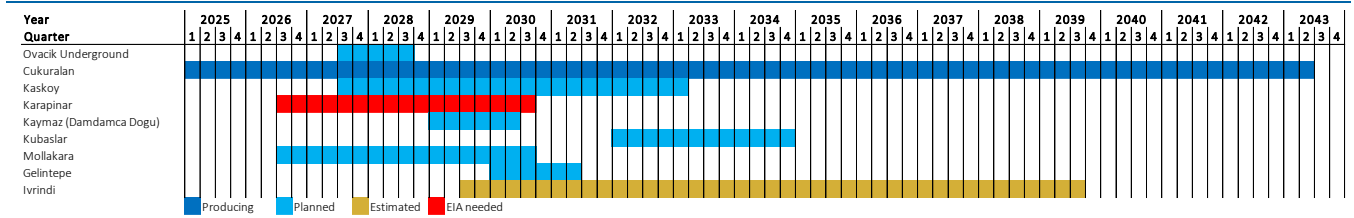
339 bin ons artarak 3,66 mn onstan 4,0 mn onsa yükselirken, ortalama tenör 2,69 g/t'den 2,50 g/t'ye gerilemiştir. Mümkün kaynaklar ise yaklaşık 349 bin ons artışla 5,40 mn onstan 5,75 mn onsa yükselmiş, ortalama tenör 0,97 g/t'den 0,93 g/t'ye düşmüştür. Artış ağırlıklı olarak Çukuralan, Kubaşlar ve Mollakara'daki tonaj ilavelerinden kaynaklanırken, hem tenörün hem de içerilen ons miktarının arttığı Kaşköy'deki büyüme de devam etmiştir.

Aynı zamanda, varlıkların büyük bölümünde daha düşük tenörlü varlıklara doğru bir kompozisyon değişimi görülmektedir. Bu durum, daha geniş ekonomik cevher sınırlarının modele dahil edilmesiyle uyumludur. Mümkün kaynaklar da oksit cevhere kıyasla giderek daha fazla sülfür cevher ağırlıklı hale gelmektedir. Bu kaynakların rezervlere dönüştürülmesi halinde, portföyün oksit ağırlıklı bölümlerine kıyasla daha yoğun işleme gerektirecektir. Kıratlı'da ise kaynakların yeraltı işletmeciliğinden açık ocak işletmeciliğine kaydırılması ve raporlanan gümüş miktarındaki belirgin artış dikkat çeken yapısal değişikliklerdir.

Üretim tahminlerimizi proje takvimlerini daha iyi yansıtacak şekilde güncelliyoruz

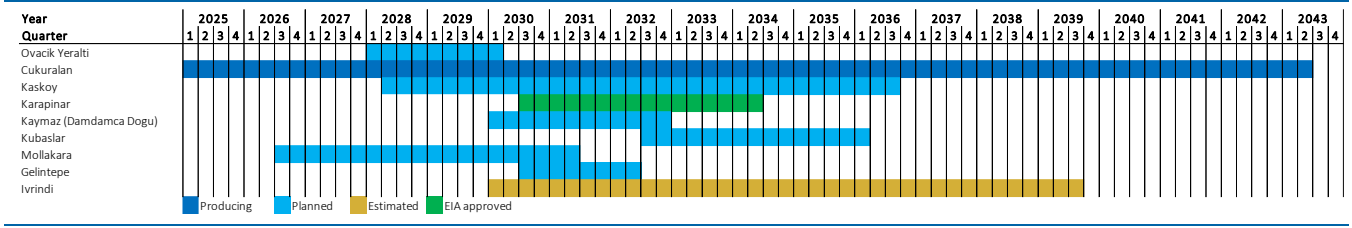
UMREK raporları, teknik ekonomik modellere dayalı olarak her bir varlık için madencilik ve işleme faaliyetlerinin zamanlamasını sistematik biçimde ortaya koymaktadır. Aşağıdaki tabloda, projelerin faaliyete geçmesinin beklendiği çeyrek bazlı UMREK takvimi sunulmaktadır. Takvimin en dikkat çekici özelliği, proje başlangıçlarının dar bir zaman aralığında kümelenmesi ve birden fazla varlığın 2026-2027 döneminde devreye alınmasının planlanmasıdır. Mollakara ile başlayan bu süreç, 2026 yılını daha yüksek üretim döngüsüne dönüş açısından kritik bir yıl haline getirmektedir.

Tablo 10: UMREK raporuna göre zaman çizelgesi*



Kaynak: Şirket raporları, UNLU & Co. * İvrindi projesinin takvimi 2025 raporunda yer almamakla birlikte, sunum amacıyla 2030'da başlayacak ve 10 yıllık bir üretim ömrüne (LoM) sahip bir proje varsayıyoruz. Kaynak düzeyindeki projeler kapsam dışı tutulmuştur. Ayrıca, Zenit anlaşması kapsamındaki 76 bin onsluk altın miktarını da İvrindi projesi dahilinde değerlendiriyoruz.

Bununla birlikte, rapor projelerin sıralanması açısından faydalı bir çerçeve sunsa da uygulama risklerini, izin süreçlerini veya geçmişte gözlenen olası gecikmeleri açık şekilde dikkate almamaktadır. Ayrıca ardışık UMREK raporları, proje başlangıç tarihlerinin sıklıkla revize edildiğini göstermektedir. Örneğin, Kubaşlar projesinin üretime başlangıç tarihi 2024 raporunda 2027 olarak öngörülmüştü. Bu durum, söz konusu takvimlerin doğasında bulunan belirsizliği ortaya koymaktadır. Tahminlerimizi yalnızca bu takvime dayandırmış olsaydık, üretim profili aşırı önden yüklemeli ve dengesiz bir görünüm sergileyecekti. Bu nedenle UMREK takvimini yapısal bir referans olarak kullanıyoruz. Bir sonraki bölümde, proje sıralamasını ve zamanlamasını daha dengeli bir operasyonel görünümü yansıtacak şekilde revize ettiğimiz takvimimizi sunuyoruz. Bu çerçevede kaynak geliştirme çalışmalarının, kesme tenörü (cut-off grade) optimizasyonunun veya maden ömrünün son dönemlerindeki üretimin etkisini açık şekilde modellemiyoruz. Bununla birlikte, bu unsurlar maden ömürlerini uzatabilir ve yukarıda ve aşağıda sunulan katı takvimleri değiştirebilir.

Tablo 11: Baz senaryomuzda zaman çizelgesi*


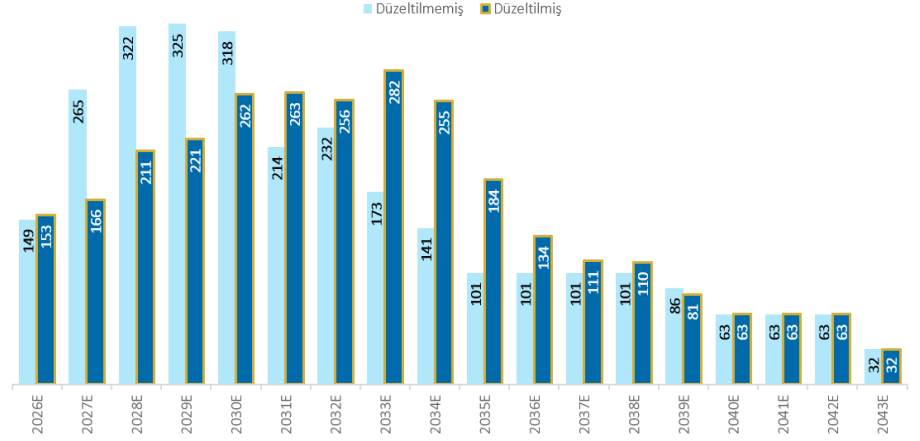
Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co. * İvrindi projesinin takvimi 2025 raporunda yer almamakla birlikte, sunum amacıyla 2030'da başlayacak ve 10 yıllık bir üretim ömrüne (LoM) sahip bir proje varsayıyoruz. Kaynak düzeyindeki projeler kapsam dışı tutulmuştur. Ayrıca, Zenit anlaşması kapsamındaki 76 bin onsluk altın miktarını da İvrindi projesi dahilinde değerlendiriyoruz.

Revize edilmiş üretim profilimizi her bir maden için ayrı ayrı oluşturuyor, projeye özgü başlangıç tarihlerini, kapasite artış eğrilerini ve risk düzeltmelerini dikkate alıyoruz. Çukuralan, tahmin dönemi boyunca yıllık yaklaşık 100 bin ons üretim sağlayarak ana varlık olmayı sürdürmektedir. Maden ömrünün sonlarına doğru ise tenör gerilemesini yansıtmak amacıyla üretimi kademeli olarak azaltıyoruz. Bu baz üretimin, başta Mollakara ve Karapınar olmak üzere taahhüt edilmiş projelerle desteklenmesi bekleniyordu. İlk üretim yıllarında sırasıyla yaklaşık 30 bin ons ve 25 bin ons katkı sağlamalarını, ardından tam kapasiteye ulaşmalarını varsaymıştık. Ancak Karapınar'da ÇED kararının iptal edilmesiyle faaliyetler şu aşamada durdurulmuştur. Bu nedenle, bu yıl için ilave üretim sağlayacak tek proje olarak Mollakara'yı dikkate alıyoruz. Karapınar'a ilişkin varsayım değişikliğimiz için bkz. Kutu 1.

Kutu.1 – Çanakkale-Karapınar: Türk Altın, Çanakkale Karapınar açık ocak altın-gümüş projesi için ilk ÇED Olumlu kararını Temmuz 2017'de aldı. Ancak karar daha sonra açılan davalar sonucunda iptal edildi ve Türkiye'nin en yüksek idari yargı mercii olan Danıştay, şirketin temyiz başvurusunu 2022 yılında reddetti. Şirket daha sonra, sahada siyanürlü işleme yapılmaması ve cevherin Kaymaz/Ovacık tesislerine taşınmasını içeren revize proje tasarımı ve daha kapsamlı teknik ÇED dosyasıyla süreci yeniden başlattı. Son alınan ÇED Olumlu kararı da yeniden yargıya taşındı. Davalardan birinde mahkeme, projenin meteorolojik açıdan olumsuz bir etkisinin bulunmadığını belirtmekle birlikte, meteoroloji dışındaki teknik ve bilimsel değerlendirmeleri yetersiz bularak ÇED kararını iptal etti. Belediye tarafından açılan paralel davada ise yürütmenin durdurulması talebi kabul edildi. Bu nedenle dava süreci devam ederken projedeki faaliyetler askıya alınmış durumdadır. Yenilenen dava sürecinin değerlendirme üzerinde derhal olumsuz etki yaratacağını varsaymak yerine, Karapınar'ın üretime katkısını baz senaryomuzda 2030 yılına erteliyoruz.

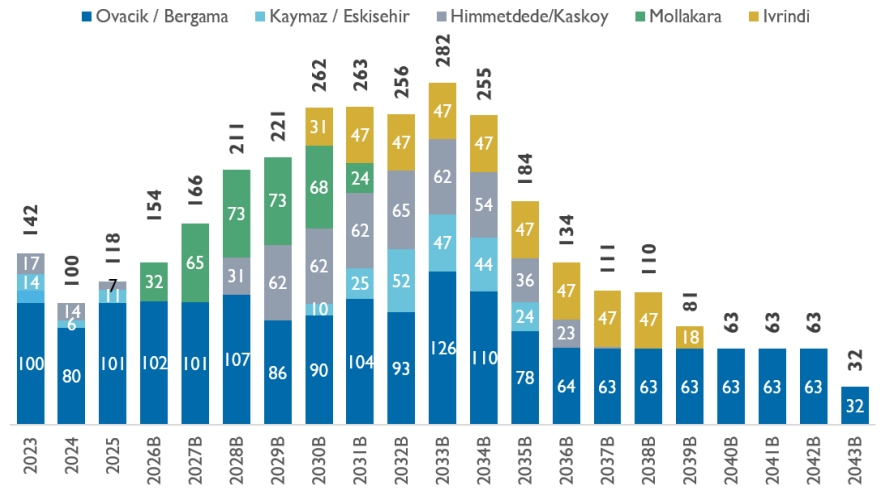
Senaryo	Zamanlama	Etki
Hızlı temyiz sonucu	2027'de yeniden başlangıç mümkün	Mevcut ÇED kararı yeniden yürürlüğe girer.
Kısmi düzeltme / teknik ek çalışma	2028-2029	Mahkeme itirazları giderilebilir eksiklikler olarak değerlendirilir, şirket süreci tamamen yeniden başlatmadan dosyayı teknik eklerle tamamlar.
Tamamen revize edilmiş ÇED süreci	2030-2031	Baz senaryomuz. Yeni veya önemli ölçüde revize edilmiş ÇED dosyası hazırlanır, kurum görüşleri güncellenir ve muhtemelen yeniden halkın katılımı süreci yürütülür.
Uzayan izin süreci	2032 ve sonrası	Atıkhisar Barajı, su yönetimi veya asit kaya drenajına ilişkin endişeler projenin önemli ölçüde yeniden tasarlanmasına veya uzun süre atıl kalmasına neden olur.

Kaynak: Karapınar Projesi'nin son ÇED raporu, Eylül 2025, ÜNLÜ & Co

Tablo 12: Düzeltilmiş üretim beklentisi


Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co. *Düzeltilmemiş rakamlar, başlangıç ve bitişte yarım kapasiteli birer çeyrek dönemin yer aldığı doğrusal bir üretim seyrini varsayar.

Kaşköy, UMREK raporlarında daha erken bir başlangıç öngörülmesine rağmen, izin ve geliştirme süreçlerinde görülen tipik gecikmeleri yansıtmak amacıyla modelimizde 2028 yılının ortasına ertelenmiştir. Benzer şekilde Ovacık yeraltı, Damdamca Doğu, Gelintep ve Kubaşlar'ı da zamanlaması esnek üretim kaynakları olarak değerlendiriyoruz. Bu varlıkları, uygulama belirsizliğini ve operasyonel esnekliği yansıtmak şeklinde daha geç başlangıç tarihleri ve uzatılmış maden ömrü profilleriyle modelimize dahil ediyoruz. İvrindi ise orta vadede ilave yukarı yönlü potansiyel sunmaktadır. Mevcut gelişim aşaması dikkate alındığında üretime 2028 gibi erken bir tarihte başlayabilecek olsa da, ihtiyatlı yaklaşımımız doğrultusunda 10 yıllık işletme ömrüyle 2030 yılında üretime başlamasını varsayıyoruz.

Tablo 13: Üretim dağılımı


Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co. *Düzeltilmemiş rakamlar, başlangıç ve bitişte yarım kapasiteli birer çeyrek dönemin yer aldığı doğrusal bir üretim seyrini varsayar.

Ortaya çıkan üretim profili, özellikle ilk yıllarda UMREK takviminin ima ettiğinden belirgin şekilde daha dengelidir. Proje başlangıçlarının ötelenmesi nedeniyle erken dönem üretim daha düşük gerçekleşirken, orta dönemde ana projelerin kapasite artışı ve opsiyonel varlıkların kademeli olarak devreye alınması üretimi desteklemektedir. Böylece, projelerin aynı dönemde devreye girmesinin yaratacağı keskin üretim zirvesi

önlenmekte, zaman içinde daha dengeli bir üretim eğrisi oluşmakta ve sürdürülebilir üretim seviyelerine ilişkin görünürlük artmaktadır. 2030 sonrasında ise özellikle Batı Türkiye odaklı arama projelerinin de kaynak ve rezerv tabanına katkı sağlamasını bekliyoruz (Tablo 14). Bununla birlikte, söz konusu projeler mevcut üretim tahminlerimize hiçbir şekilde dahil edilmemiştir.

Tablo 14: MAPEG ihalesi - 2026

Date	City	Bid (TLm)
3/25/2026	Afyon Karahisar	0.2
3/26/2026	Artvin	3.5
3/26/2026	Balikesir	101.5
3/27/2026	Balikesir	7.5
3/28/2026	Bilecik	103.4
3/30/2026	Canakkale	5.0
3/31/2026	Canakkale	2.7
4/2/2026	Igdir	5.8
4/2/2026	Izmir	139.7
4/8/2026	Nigde	58.8
4/9/2026	Ordu	30.0
4/10/2026	Uşak	24.2
4/10/2026	Van	0.5
		482.7

Kaynak: Şirket raporları, ÜNLÜ & Co. * MAPEG'in 317. Grup ihale süreci, 25 Mart 2026 ile 10 Nisan 2026 tarihleri arasında gerçekleştirildi.

Gerçekleşecek üretimin, yukarıda belirtilen uygulama riskleri, izin ve hukuki süreçler ile devam eden sondaj ve kaynak geliştirme programları nedeniyle burada sunulan profilden farklı olması neredeyse kesindir. Buna ek olarak şirket, operasyonel ve piyasa koşullarındaki gelişmelere bağlı olarak maden planlarını ve proje sıralamasını aktif şekilde güncellemektedir. Bu nedenle üretim profili doğası gereği dinamik bir yapı göstermektedir.

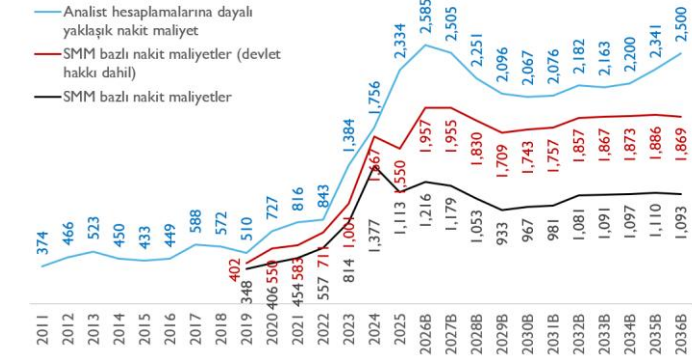
Uzun vadeli altın fiyatı varsayımları

Uzun vadeli altın fiyatı varsayımımız olarak USD4.500/ons kullanıyoruz. Kurum içi makroekonomik tahminimiz bulunmadığından, varsayımımız kamuya açık ve resmi kurum kaynaklarına dayanmaktadır. Temel referans noktamız, Dünya Bankası'nın Nisan 2026 tarihli Emtia Piyasaları Görünümü raporudur. Raporda altın fiyatının 2026 yılında USD4.700/ons, 2027 yılında ise USD4.300/ons olacağı öngörülmekte olup, bu iki yılın ortalaması USD4.500/ons seviyesine işaret etmektedir. Talep tarafındaki desteği değerlendirmek için Dünya Altın Konseyi'nin 2026 Merkez Bankaları Altın Rezervleri Anketi'ni kullanıyoruz. Ankete göre katılımcıların %89'u önümüzdeki 12 ay içinde küresel merkez bankalarının altın rezervlerinin artmasını beklerken, rekor seviyedeki %45'lik kesim kendi kurumlarının altın rezervlerini artıracığını öngörmektedir. Resmi Para ve Finansal Kurumlar Forumu'nun (OMFIF) 2026 Küresel Kamu Yatırımcıları Anketi de fiyat görünümü açısından bir çapraz kontrol sunmaktadır. Ankete katılan merkez bankalarının %61'i, Haziran 2027 itibarıyla altın fiyatının USD5.000-6.000/ons aralığında dengeleneceğini beklemektedir.

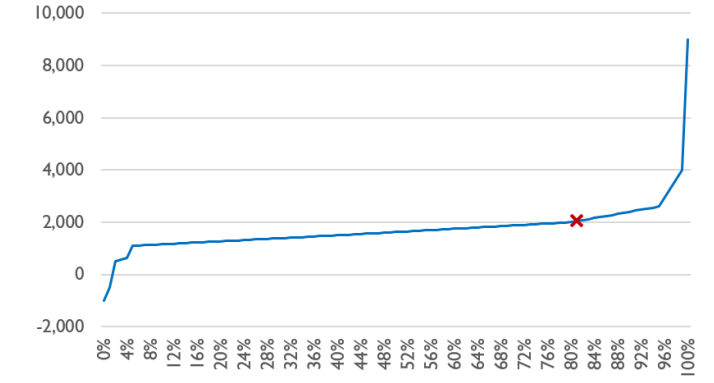
Maliyet yapısı

Türk Altın'ın maliyet göstergeleri normalizasyon gerektirmektedir. Bunun nedeni, şirketin açıkladığı birim maliyet, bizim hesapladığımız maden sahası nakit maliyeti ve emsallerle karşılaştırılabilir her şey dahil sürdürme maliyeti göstergesinin farklı kavramları ifade etmesidir. Küresel ölçekte kabul gören yaklaşım, Dünya Altın Konseyi'nin (WGC) metodolojisidir. Bu metodoloji maliyetleri satılan altın onsu başına ABD doları bazında raporlamakta, düzeltilmiş faaliyet giderleriyle başlamakta ve ardından şirket merkezi genel yönetim giderleri, sürdürülebilir arama harcamaları, sürdürülebilir dekapaj ve yeraltı geliştirme giderleri, sürdürülebilir yatırım harcamaları ile rehabilitasyonla ilgili kalemleri ekleyerek her şey dahil sürdürme maliyetine ulaşmaktadır. WGC metodolojisi ayrıca yan ürün gelirlerini maliyetlerden düşmekte ve hesaplamaların açıklanan finansal tablolarla mutabakatının yapılmasını açık şekilde teşvik etmektedir.

Türk Altın ise her şey dahil sürdürme maliyeti açıklamamaktadır. Şirket birim nakit maliyet açıklasa da raporlanan gösterge, maden sahası nakit maliyetinden ziyade satılan ons başına şirket düzeyinde nakit maliyete daha yakındır. Pratikte bu gösterge, şirketin faiz, amortisman ve vergi öncesi kar (FAVÖK) yaratabilmesi için katlandığı nakit faaliyet giderlerinin satılan altın onslarına dağıtılmış hali olarak değerlendirilebilir. Dolayısıyla yalnızca satılan malın maliyetinde yer alan madencilik ve cevher işleme giderlerini değil, aynı zamanda genel yönetim, araştırma ve geliştirme ile satış giderleri gibi şirket merkezi faaliyet giderlerini de kapsarken, amortisman ve itfa giderlerini, finansman giderlerini, vergileri ve sürdürülebilir yatırım harcamalarını kapsamamaktadır. Bu nedenle söz konusu gösterge, yatırım harcamaları öncesi şirket düzeyindeki nakit maliyetleri izlemek açısından faydalı olmakla birlikte, küresel emsallerin açıkladığı maden sahası nakit maliyetleriyle doğrudan karşılaştırılabilir bir gösterge değildir.

Tablo 15: Ons başına nakit maliyetler


Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 16: Küresel AISC vs Türk Altın*


Kaynak: WGC, Şirket verileri, ÜNLÜ & Co * Türk Altın her şey dahil sürdürme maliyeti (AISC) açıklamamaktadır. Teknik ekonomik modelde yer alan USD1.065/ons işletme maliyeti ve USD232/ons yatırım harcamasına, uzun vadeli altın fiyatı varsayımımız üzerinden hesaplanan yaklaşık USD750/ons devlet hakkı eklendiğinde, gösterge niteliğindeki toplam maliyet yaklaşık USD2.047/ons seviyesine ulaşmaktadır. Bu seviye, her durumda küresel maliyet eğrisinde yaklaşık %80'lik dilime işaret etmektedir.

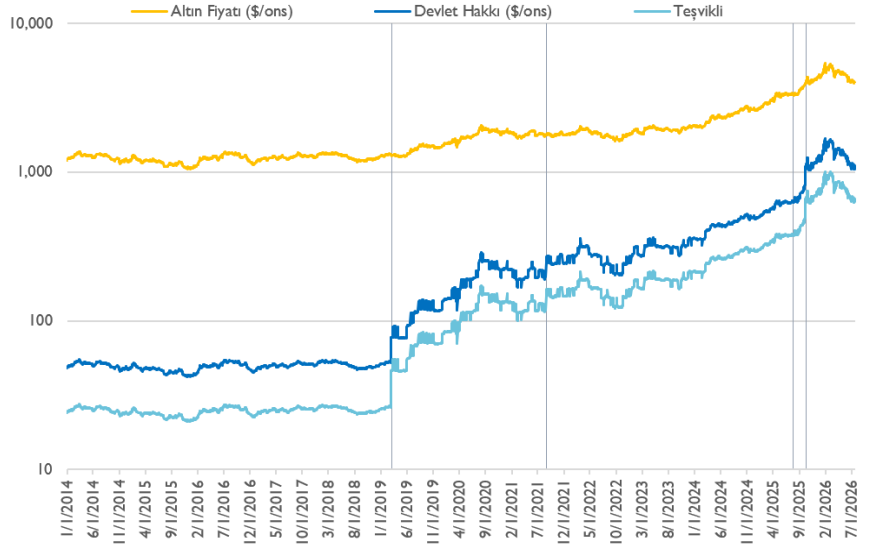
Bu ayırım, üretimdeki gerilemeyle birlikte daha da önemli hale gelmiştir. Şirketin yıllık 200-300 bin ons üretim yaptığı dönemde, şirket merkezi ve diğer yarı sabit faaliyet giderleri geniş bir ons tabanına yayıldığından, maden sahası nakit maliyeti ile şirketin açıkladığı birim maliyet arasındaki fark daha az görünürdü. Üretimin bugün 100-120 bin ons seviyelerine gerilemesiyle birlikte aynı teknik, idari, izin, çevre ve proje geliştirme altyapısı çok daha düşük üretim hacmine dağıtılmakta, bu da şirketin açıkladığı birim maliyetin sert şekilde yükselmesine neden olmaktadır. Ancak bu durum, her bir onsun çıkarılma maliyetinin aynı ölçüde arttığı anlamına gelmemektedir. Bununla birlikte, kırılma 2019 sonrasında belirginleşmektedir. Maliyetler önce yükseliş eğilimine girmiş, son yıllarda ise sert şekilde hızlanarak 2025 itibarıyla USD2.000/ons seviyesini aşmıştır. Böylece Türk Altın, tarihsel olarak düşük maliyetli üretici konumundan belirgin şekilde daha yüksek maliyet profiline sahip bir üreticiye dönüşmüştür. Bu görünüm, sürdürülebilir yatırım harcamaları, devlet hakkı ve diğer her şey dahil sürdürme maliyeti (AISC) bileşenleri dahil edilmeden önce dahi maden ömrü işletme maliyetlerinin USD1.000/ons seviyesini aştığını gösteren şirketin teknik açıklamalarıyla da uyumludur.

Bu değişimin temel belirleyicisi Türkiye'deki devlet hakkı sisteminin evrimi olmuştur. 2019 öncesinde sistem fiilen sabit nitelikteydi ve altın fiyatı seviyesinden bağımsız olarak %4 devlet hakkı uygulanıyordu. Bu yapı, istikrarlı ve öngörülebilir bir mali yük sağlıyordu. 2019 sonrasında ise sistem altın fiyatına bağlı kademeli bir yapıya dönüştürüldü ve oranlar başlangıçta altın fiyatına bağlı olarak yaklaşık %1 ile %15 arasında değişmeye başladı. Sistem daha sonra sıkılaştırıldı. 2020 yılında uygulanan %25 artışla oran aralığı yaklaşık %1,25-%18,75 seviyesine yükselirken, 2025 yılındaki ilave artışlar yüksek altın fiyatlarında üst oranı %30'un üzerine taşıdı. Yurt içi rafinaj indirimi, manşet devlet hakkı yükünü %40 azaltarak işletmecilerin ilan edilen oranın fiilen %60'ını ödemesini sağlasa da, efektif devlet hakkı oranları önemini korumakta ve altın fiyatı ortamına giderek daha duyarlı hale gelmektedir.

Tablo 17: Devlet hakkı değişimi (%)

Altın Fiyatı	Eylül 14	Şubat 19	Ağustos 20	Temmuz 25	Ekim 25
≥5,101	4.00	15.00	18.75	25.00	31.25
4,801-5,100	4.00	15.00	18.75	24.00	30.00
4,501-4,800	4.00	15.00	18.75	23.00	28.75
4,201-4,500	4.00	15.00	18.75	22.00	27.50
3,901-4,200	4.00	15.00	18.75	21.00	26.25
3,601-3,900	4.00	15.00	18.75	20.00	25.00
3,301-3,600	4.00	15.00	18.75	19.00	23.75
3,001-3,300	4.00	15.00	18.75	18.00	22.50
2,701-3,000	4.00	15.00	18.75	17.00	21.25
2,401-2,700	4.00	15.00	18.75	16.00	20.00
2,101-2,400	4.00	15.00	18.75	15.00	18.75
2,001-2,100	4.00	14.00	17.50	14.00	17.50
1,901-2,000	4.00	13.00	16.25	13.00	16.25
1,801-1,900	4.00	12.00	15.00	12.00	15.00
1,701-1,800	4.00	11.00	13.75	11.00	13.75
1,601-1,700	4.00	10.00	12.50	10.00	12.50
1,501-1,600	4.00	9.00	11.25	9.00	11.25
1,401-1,500	4.00	8.00	10.00	8.00	10.00
1,301-1,400	4.00	7.00	8.75	7.00	8.75
1,201-1,300	4.00	6.00	7.50	6.00	7.50
1,101-1,200	4.00	5.00	6.25	5.00	6.25
1,001-1,100	4.00	4.00	5.00	4.00	5.00
901-1,000	4.00	3.00	3.75	3.00	3.75
801-900	4.00	2.00	2.50	2.00	2.50
<800	4.00	1.00	1.25	1.00	1.25

Kaynak: Mevzuat, Resmi Gazete: [1][2][3][4][5], ÜNLÜ & Co

Tablo 18: Altın fiyatı ve devlet hakkı (Log ölçek)


Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Önemli olarak, yükselen altın fiyatları ile Türkiye'deki mali rejimin etkileşimi asimetrik bir yapı oluşturmaktadır. Normal koşullarda altın fiyatlarındaki artış marjları genişletirken, Türkiye'de altın fiyatına endeksli yapı nedeniyle devlet hakkı oranlarını da yükseltmektedir. Sonuç olarak, yukarı yönlü potansiyelin bir bölümü yapısal olarak devlete aktarılmakta ve sabit devlet hakkı uygulayan ülkelere kıyasla marj genişlemesi sınırlandırılmaktadır. Bu yaklaşım küresel ölçekte alışılmış değildir. Çoğu ülkede düşük tek haneli devlet hakkı oranları uygulanmakta, fiyat artışlarından doğan ilave kamu geliri ise kâra dayalı vergiler yoluyla tahsil edilmektedir. Türkiye'de ise buna ek olarak, yüksek oranda progresif devlet hakkı sistemiyle gelir seviyesinde de ilave pay alınmaktadır. Bu durum, mali yükü yapısal olarak daha yüksek ve daha az esnek hale getirirken, yüksek altın fiyatlarında operasyonel kaldıraç da baskılamaktadır.

İşgücü maliyetlerindeki enflasyon da merkezi bir rol oynamıştır. Türkiye'de nominal ücretler son birkaç yılda keskin şekilde yükselmiş, asgari ücret 2018'den bu yana ABD doları bazında %50'nin üzerinde artmıştır. Madencilik sektöründeki ücretler yasal asgari ücretin üzerinde olmakla birlikte, genel ücret enflasyonu yüklenici maliyetlerine, hizmet giderlerine ve saha bazlı faaliyet harcamalarına doğrudan yansımaktadır. Buna ek olarak, sarf malzemeleri, enerji ve lojistik maliyetlerindeki genel enflasyonist baskılar da maliyet artışını güçlendirmiştir.

Bir diğer yapısal unsur ise proje karmaşındaki değişimdir. Üretim, yapısal olarak daha yüksek maliyetli olan Çukuralan yeraltı işletmesine kaymıştır. Mollakara ve Kaşkoy'un daha düşük maliyetli operasyonlar olması beklenmekle birlikte henüz üretime anlamlı katkı sağlamamaktadır. Mollakara üretime yeni başlamıştır. Bu nedenle mevcut üretim karması yüksek maliyetli onslara eğilimlidir.

Nakit maliyet tahminlerimizi oluştururken temel referans olarak UMREK raporlarında açıklanan proje bazlı birim işletme maliyetleri, cevher işleme giderleri ve saha düzeyindeki faaliyet harcamalarını kullanıyor, ardından gerçekleşen ons başına maliyete ulaşmak için gerekli ilave maliyet bileşenlerini ekliyoruz. UMREK işletme maliyetleri genellikle ton başına raporlanmakta olup, konsolide bazda yaklaşık USD 1.000-1.100/ons seviyesine karşılık gelmektedir. Ancak bu rakamlar devlet hakkı ödemelerini, şirket merkezi giderlerini ve bazı dolaylı maliyetleri içermemektedir. Bu nedenle modelimize, %40 yatırım teşvikiyle düzeltilmiş progresif devlet hakkı sistemini gerçekleştiren ve tahmin edilen altın fiyatlarının doğrudan bir fonksiyonu olarak dahil

ediyor, ayrıca finansal tablolarda yer almakla birlikte saha bazlı raporlamada bulunmayan şirket merkezi ve diğer nakit giderlerini de ekliyor.

Bir ulusal şampiyonunun oluşumu

Bize göre Türk Altın, giderek maden bazlı geleneksel bir üretim hikayesinden devlet destekli bir doğal kaynaklar platformuna dönüşmektedir. Bu dönüşümün en önemli göstergesi, TVF politika açıklamaları, bunları izleyen varlık devirleri, üçüncü taraf cevher tedarik anlaşmaları, işleme kapasitesi satın alımları, kurumsal yeniden yapılandırma adımları ve uluslararası temaslarda ortaya çıkan ortak eğilimdir. Bu gelişmeler birlikte değerlendirildiğinde yatırım tezi mevcut rezerv takviminin önemli ölçüde ötesine taşınmaktadır. Şirketin, TVF'nin yurt içindeki madencilik varlıklarını konsolide edebileceği, işleme altyapısını optimize edebileceği ve zaman içinde dışa dönük bir doğal kaynaklar platformu oluşturabileceği borsaya açık araç haline geldiği görülmektedir. Ekim 2025'te gerçekleştirilen TVF 10.yıl toplantısına ilişkin dönemin basın haberlerinde, Türkiye Maden'in geliştirilmek üzere dört madencilik projesini önceliklendirdiği belirtilirken, yönetim de seçili TVF madencilik varlıklarının Türk Altın üzerinden ticarileştirilebileceğini ifade etmiştir. Yurt içi konsolidasyon tezi işlem akışıyla da desteklenmektedir. Balıkesir İvrindi projesinin devri, TVF bünyesindeki madencilik varlıklarının Türk Altın çatısı altına aktarılabilirliğini gösteren ilk somut örnek olmuştur.

Haziran 2026'da önerilen ve Genel Kurul onayı bekleyen esas sözleşme değişikliklerinin de bu stratejik yorumu desteklediğini düşünüyoruz. Değişiklikler şirketin stratejik hareket alanını önemli ölçüde genişletmektedir. Kayıtlı sermaye tavanı artışının yanı sıra şirket; tahvil, dönüştürülebilir ve değiştirilebilir tahvil, kira sertifikası, varlığa dayalı menkul kıymet ve teminatlı menkul kıymet dahil olmak üzere geniş bir yelpazede sermaye piyasası aracı ihraç etme yetkisi elde etmiştir. Bu değişikliklerin, yalnızca mevcut proje portföyünü desteklemekten ziyade, Türk Altın'ı daha büyük ölçekli satın almalar, proje finansmanı, varlık devirleri ve daha kapsamlı kurumsal yeniden yapılandırmalar için hazırlayan bir çerçeveye uyumlu olduğunu düşünüyoruz.

En dikkat çekici ilave, elektrik faaliyetlerine yönelik genişlemedir. Türk Altın'ın faaliyet kapsamı elektrik üretimi, toptan ve perakende elektrik ticareti, organize piyasalara katılım, agregasyon, enerji depolama, yan hizmetler ve elektrik dağıtımını da içerecek şekilde genişletilmiştir. Elektrik lisansı sahipleri için ortaklık yapısı değişiklikleri, birleşme, bölünme ve esas sözleşme değişikliklerini düzenleyen Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) hükümleriyle birlikte değerlendirildiğinde, bu değişiklikler şirketi madencilik ve enerji varlıklarının gelecekte aynı borsaya açık platform altında bir arada bulunabileceği olası bir yapıya hazırlıyor görünmektedir. Böyle bir işlem henüz açıklanmamış olmakla birlikte, yapılan ilavelerin kapsamı geleneksel bir altın üreticisinin ihtiyaçlarının oldukça ötesine geçmektedir.

Esas sözleşme değişiklikleri aynı zamanda Türk Altın'ın teknik ve ticari madencilik yetkinliklerini de önemli ölçüde genişletmektedir. Şirkete cevher ve maden ticareti, üçüncü taraf cevher işleme, uzaktan algılama, insansız hava aracı ve hiperspektral ölçümler, jeofizik ölçümler, Avustralasya Ortak Cevher Rezervleri Komitesi (JORC) ve Ulusal Maden Kaynak ve Rezerv Raporlama Komisyonu (UMREK) uyumlu kaynak tahmini, teknik raporlama ve değerlendirme konularında açık yetkiler verilmiştir. Bu ilaveler daha aktif bir satın alma ve varlık değerlendirme stratejisini desteklerken, mevcut işleme altyapısının grup içi veya üçüncü taraf cevherlerle daha esnek kullanılmasına da imkan sağlamaktadır.

Esas sözleşme değişiklikleri Türk Altın'ın uzun vadeli stratejik esnekliğini artırırken, son dönemde alınan operasyonel kararlar mevcut altyapıdan elde edilen getiriyi maksimize etmeye yönelik paralel bir yaklaşımı ortaya koymaktadır. Yönetim yalnızca

yeni maden geliştirmelerine dayanmak yerine, üçüncü taraf cevheri temin ederek ve bölgesel işleme kapasitesini genişleterek merkez-uydu işleme modeline giderek daha fazla yönelmektedir. Taşzemin protokolü bunun en somut örneğidir. Anlaşma kapsamında Kaymaz tesisinde işlenmek üzere yaklaşık 8,1 mn ton üçüncü taraf cevheri sağlanmış olup, bu miktar mevcut kapasitesine göre sekiz yıldan uzun süreli işleme hacmine karşılık gelmektedir. Karapınar cevherinin planlanan işlenmesi ve Mastra'dan devredilen malzemenin kullanımıyla birlikte değerlendirildiğinde, anlaşma Kaymaz tesisinin işletme ömrünü önemli ölçüde uzatmakta ve kapasite kullanımını artırmaktadır. Zenit'in Sındırgı işleme tesisinin satın alınması önerisinin de aynı stratejinin bir devamı olduğunu düşünüyöruz. Satın alınacak rezervler Türk Altın'ın toplam kaynak tabanına kıyasla sınırlı olsa da işleme tesisi, Batı Türkiye'de ÇED onaylı yeni bir bölgesel merkez oluşturacaktır. Bu yapı İvrindi, Karapınar, çevredeki diğer sahalar ve üçüncü taraf cevherleri açısından operasyonel esnekliği artıracaktır. İşlemin tamamlanması halinde, rezerv tabanını genişletmenin yanı sıra tesis kullanım oranlarını azami seviyeye çıkarmaya yönelik yönetim stratejisi daha da güçlenecektir.

Varsayımlarımıza dahil etmemekle birlikte, uluslararası büyüme opsiyonunun da artık gündemde olduğunu düşünüyöruz. Ekim 2025 tarihli TVF toplantısına ilişkin dönemin haberleri arasında yalnızca [Bloomberg HT](#), yönetimin Afrika'daki olası madencilik yatırımlarına ve Türk Altın'ın gelecekte uluslararası bir piyasada halka arz edilmesine ilişkin değerlendirmelerine yer vermiştir. Bununla birlikte, röportajdan Türk Altın'ın bu yapının operasyonel kolu olup olmayacağı net olarak anlaşılmamaktadır. Haberde, uluslararası yatırımcılardan sağlanacak sermayenin Türk finans kuruluşları ve Türk müteahhitleriyle birlikte yurt dışındaki madencilik projelerine yönlendirilebileceği bir modelden bahsedilmektedir. Bu açıklamalar henüz kavramsal düzeyde kalsa da Ocak 2026'da Türk Altın ile Azerbaycan'ın kamuya ait madencilik şirketi AzerGold arasında imzalanan iş birliği anlaşması uluslararası açılım yönünde atılmış ilk somut adımı temsil etmektedir. AzerGold'un önceki açıklamaları da [Ocak 2025](#) itibarıyla Afrika ve Orta Asya'daki fırsatlar konusunda Türk kamu kurumlarıyla görüşmeler yapıldığını ve arama, çıkarma, işleme ve rafinaj alanlarında teknik iş birliği ziyaretleri gerçekleştirildiğini göstermektedir.

Genel olarak, mevcut proje portföyünün hayata geçirilmesinin ötesindeki stratejik yol haritasının üç katmanlı bir platform yaklaşımı olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyöruz. İlk katman, TVF bağlantılı altın ve muhtemelen diğer madencilik varlıklarının Türk Altın çatısı altında toplanmasını öngören yurt içi varlık konsolidasyonudur. İkinci katman, Kaymaz, Ovacık ve potansiyel olarak Zenit'in Sındırgı tesislerinin şirketin kendi cevherini, devralınan varlıkları, grup içi cevheri ve üçüncü taraf cevherlerini işleyeceği işleme verimliliği stratejisidir. Üçüncü katman ise büyük olasılıkla ortaklıklar ve finansman yapıları aracılığıyla gerçekleştirilecek uluslararası büyüme opsiyonudur.

Grup yapısının sadeleştirilmesi orta vadede güvenilir bir stratejik yol haritası unsuru olmaya devam etmektedir. Türk Altın'ın 2023 yılında hem kendi paylarını hem de borsada işlem gören grup şirketlerinin paylarını kapsayan geri alım programını başlatmasının ardından, yaklaşık bir yıl sonra Türk Altın, TR Anadolu Metal ve TR Doğal Enerji arasında resmi birleşme süreci başlatılmıştır. Süreç daha sonra ileride yeniden değerlendirilme olasılığı korunarak sonlandırılmıştır. Birleşmenin gündemde olduğu dönemdeki [bir köşe yazısı](#), işlemin defter değeri üzerinden gerçekleştirilmeyeceği ve Türk Altın'ın madencilik ruhsatlarının ayrı ayrı değerleneceği belirtilmiştir. Bu durum, sürecin yalnızca borsada işlem gören üç şirketin birleştirilmesinden ziyade stratejik platform değerini ortaya koymayı amaçladığına işaret etmektedir. Aynı köşe yazısında olası bir yurt dışı halka arzına da kısaca değinilmiştir. Bize göre, o dönemde yapılan birleşik değerleme çalışması yönetimin Türk Altın etrafında oluşturmayı beklediği değer için yetersiz bulunmuş olabilir. Özellikle sonrasında gerçekleşen varlık devirleri, yeni proje portföyü, işleme anlaşmaları ve genişleyen doğal kaynaklar yol haritası bu görüşü desteklemektedir.

Grup yapısının sadeleştirilmesine yönelik gerekçe, döngüsel ortaklık sorunu nedeniyle de güçlenmektedir. TR Anadolu Metal ve TR Doğal Enerji ekonomik değerlerinin büyük bölümünü Türk Altın'a doğrudan ve dolaylı maruziyetlerinden elde ederken, Türk Altın'ın TR Anadolu Metal ve TR Doğal Enerji paylarını satın alması holding yapısına ters yönde bir ortaklık katmanı eklemektedir. Bu durum, her bir halka açık şirketin değerinin giderek diğer şirketlere olan maruziyeti yansıtmaması nedeniyle grubun şeffaf değerlendirilmesinde analiz edilmesini zorlaştırmaktadır. Sonuç olarak net aktif değer (NAD) hesaplamalarında döngüsellik, potansiyel çifte sayım, sermaye tahsisine ilişkin daha düşük şeffaflık ve yapısal holding iskontosu ortaya çıkmaktadır. Bir birleşme tek başına operasyonel değer yaratmayacaktır. Ancak bu döngüsellik ortadan kaldırarak, yatırım hikayesini sadeleştirecek ve birleşik platformun değerlendirilmesini, finansman sağlamasını veya stratejik ve uluslararası yatırımcılara sunulmasını kolaylaştıracaktır.

Finansal Genel Bakış ve Görünüm

Türk Altın'ın üretim ve gelir profilinin, olgunlaşmış mevcut operasyonlardan rezervlerle desteklenen yeni projelere geçiş sayesinde 2025 yılındaki dip seviyeden belirgin şekilde toparlanmasını bekliyoruz. Toplam altın dökümü 2025 yılında 118 bin ons olarak gerçekleşirken, üretim büyük ölçüde Ovacık tarafından desteklenmiştir. Kaymaz tesisi 11 bin ons katkı sağlarken, Himmetdede açık ocak madenciliklerinin tamamlanmasının ardından kalan yığın lici döngüsünden 7 bin ons üretim gerçekleştirmiştir.

Toplam altın dökümünün 2030 yılında 262 bin onsa ulaşmasını ve 2033 yılında 282 bin ons ile zirve yapmasını bekliyoruz. Bu görünüm, 2025 ile zirve yıl olan 2033 arasında %12 bileşik yıllık büyüme oranına işaret etmektedir. Net gelirlerin ise 2025 yılındaki USD381 mn seviyesinden 2033 yılında USD1,3 mlr ile zirve yapacağını öngörüyoruz. Bu da 2025-2033 döneminde %17 bileşik yıllık gelir büyümesine karşılık gelmektedir.

En güçlü büyüme dönemi, Mollakara ve Kaşköy'ün üretim tabanına dahil olmasıyla 2026-2030 yılları arasında gerçekleşecektir. Bu projeler, üretimin 2026 yılındaki 154 bin ons seviyesinden 2030 yılında 262 bin onsa yükselmesini sağlayan temel unsurlar olacaktır. 2030 sonrasındaki büyüme ise daha karma bir görünüm sergilemekte olup, 2033 yılındaki zirve üretim seviyesi orta ömürlü projelerin yanı sıra Gelintepe ve Kubaşlar dahil daha geç aşamada devreye girecek uydu projelerin katkısıyla desteklenmektedir.

Tablo 19: Satışlar ve maliyetler*

USDm	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Toplam Altın Üretimi (ons)	118,356	163,741	166,172	210,665	221,073	261,737	262,625	256,168	282,425	255,326	184,214	133,649	110,979	109,683	81,119	63,048	63,048	63,048	31,524
growth %	18%	30%	8%	27%	5%	18%	0%	-2%	10%	-10%	-28%	-27%	-17%	-1%	-26%	0%	0%	0%	-50%
Ortalama Altın Fiyatı (USD/oz)	3,223	4,300	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
Net Gelirler	381	665	753	954	1,000	1,190	1,193	1,167	1,295	1,173	842	609	507	501	373	285	285	285	143
yılı değişim	63.5%	74.4%	13.2%	26.7%	4.9%	19.0%	0.3%	-2.2%	11.0%	-9.5%	-28.2%	-27.7%	-16.8%	-1.2%	-25.5%	-23.5%	0.0%	0.0%	-50.0%
Altın	0.0%	661	748	948	995	1,178	1,182	1,153	1,271	1,149	829	601	499	494	365	284	284	284	142
Gümüş	0.0%	4	5	6	5	12	11	14	24	24	13	8	8	8	8	1	1	1	1
Nakit Maliyetler (USDm)	276	397	416	474	463	541	545	559	611	562	431	334	309	309	251	216	216	217	116
yılı değişim	57.0%	43.9%	4.7%	13.9%	-2.3%	16.8%	0.8%	2.5%	9.3%	-8.0%	-23.2%	-22.5%	-7.4%	-0.2%	-18.5%	-14.3%	0.4%	0.4%	-46.8%
Nakit Maliyetler (USD/oz)	2,334	2,585	2,505	2,251	2,096	2,067	2,076	2,182	2,163	2,200	2,341	2,500	2,787	2,814	3,099	3,418	3,432	3,446	3,666
Devlet Hakkı (USD/oz)	436	742	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776	776
Devlet Hakkı (40% teşvikle)	13.5%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%	17.25%

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co, *Devlet hakkı varsayımları, maliyet köprüsünü raporlanan konsolide nakit maliyetlerle uyumlu hale getirmek amacıyla, mekanik olarak uygulanabilir oranın bir fiyat kademesi üzerinde olacak şekilde ihtiyatlı bir biçimde belirlenmektedir.

Toplam nakit maliyetler, üretim artışına paralel olarak 2025 yılındaki USD276 mn seviyesinden 2033 yılındaki üretim zirvesinde USD611 mn seviyesine yükselmektedir. Buna karşın, üretim hacmindeki artış sayesinde birim nakit maliyetler başlangıçta gerilemektedir. Ons başına nakit maliyetler 2025 yılındaki USD2.334/ons seviyesinden 2030 yılında USD2.067/ons seviyesine düşerken, nakit maliyetlerin altın fiyatına oranı da %72'den %46'ya gerilemektedir. Bu iyileşme, daha yüksek üretim hacminin sağladığı operasyonel kaldıraç ve daha avantajlı maden karmasından kaynaklanmaktadır. Ancak üretim zirvesinin ardından, Mollakara ve Kaşköy'ün olgunlaşması ve toplam üretimin gerilemesiyle maliyet profili yeniden bozulmaktadır. Muhafazakar bir yaklaşımla, USD4.500/ons altın fiyatı için mekanik olarak uygulanması gereken oranın bir kademe üzerindeki %17,25 etkin devlet hakkı oranını varsayıyoruz. Bu varsayım, maliyet köprümüzü şirketin raporladığı konsolide nakit maliyetlerle uyumlu hale getirmek amacıyla kullanılmaktadır.

Tablo 20: FAVÖK

USDm	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
FAVÖK (USDm)	105	268	337	479	537	649	648	608	624	611	411	275	198	193	121	69	69	68	27
yılı değişim	83.5%	154.4%	25.8%	42.4%	11.9%	20.9%	-0.1%	-6.2%	12.6%	-10.7%	-32.7%	-33.0%	-28.1%	-2.8%	-37.0%	-42.7%	-1.2%	-1.3%	-60.2%
Marj	27.6%	40.2%	44.7%	50.3%	53.7%	54.5%	54.3%	52.1%	52.8%	52.1%	48.8%	45.2%	39.0%	38.4%	32.5%	24.4%	24.1%	23.6%	18.9%
öz başına FAVÖK	889	1,715	1,995	2,249	2,404	2,433	2,424	2,318	2,337	2,300	2,159	2,000	1,713	1,686	1,401	1,082	1,068	1,054	634
Amortisman	24	46	50	52	57	59	58	59	58	57	57	57	56	56	55	55	26	24	18
EBIT	82	222	287	427	480	590	589	549	626	554	354	218	142	137	66	15	42	44	9
yılı değişim	749.7%	171.6%	29.4%	49.1%	12.2%	23.0%	-0.1%	-6.9%	14.1%	-11.6%	-36.0%	-38.5%	-35.1%	-3.5%	-51.8%	-77.7%	188.0%	4.0%	-79.7%
Marj	21.4%	33.3%	38.1%	44.8%	48.0%	49.6%	49.4%	47.0%	48.3%	47.2%	42.1%	35.8%	27.9%	27.3%	17.7%	5.2%	14.9%	15.5%	6.3%

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

FAVÖK'ün 2025 yılındaki USD105 mn seviyesinden 2030 yılında USD649 mn seviyesine yükselmesini ve mevcut proje portföyüyle 2035 yılına kadar yüksek seviyelerini korumasını bekliyoruz. Bu, 2025-2030 tahmin döneminde %44 bileşik yıllık

büyüme oranına işaret etmekte olup, gelir büyümesinin belirgin şekilde üzerindedir. İyileşmenin temel nedeni, yeni projelerin üretime katılmasıyla birlikte birim nakit maliyetlerin düşmesi ve sabit faaliyet giderlerinin daha yüksek üretim hacmine yayılmasıdır. Amortisman giderlerini 2025 yılı için USD24 mn olarak modelliyor, 2026 tahminimizde USD46 mn seviyesine yükselmesini ve yeni proje tabanının amortisman döngüsüne girmesiyle 2029-2040 döneminde genel olarak USD55-60 mn bandında yatay seyretmesini bekliyoruz.

Faaliyet kârı'nın aşağısındaki kalemlerde ise diğer gelirler, yatırım gelirleri veya net finansman gelir/giderleri için yapısal olarak öngörülebilir bir profil varsaymıyoruz. Diğer gelir ve gider kalemleri tarihsel olarak istikrarlı bir eğilim göstermediğinden, yakın dönem geçiş yıllarının ardından net diğer gelirleri tahmin dönemi boyunca yaklaşık USD1 mn seviyesinde normalize ediyoruz. 2023 yılından bu yana Türk Altın'ın çeyreklik yatırım gelirleri ile parasal kayıpları birbirine yakın hareket etmektedir. 2024 yılının ilk çeyreğinden itibaren yatırım gelirleri çeyrek başına USD15-50 mn arasında değişirken, parasal kayıplar eksi USD4 mn ile eksi USD52 mn arasında gerçekleşmiştir. Bu nedenle faaliyet dışı net katkı büyük ölçüde nakit pozisyonuna, enflasyon muhasebesine, faiz oranlarına ve piyasa getirilerine bağlıdır.

Yatırım gelirlerini tahmin ederken net nakit pozisyonunu karma bir getiri varsayımıyla büyütüyoruz. Buna göre nakit bakiyesinin %30'unun risksiz faiz oranı kadar getiri sağladığını, kalan %70'inin ise betası 0,9 olan bir piyasa portföyü gibi değerlendiğini varsayıyoruz. Net finansman gelir/gideri tarafında ise ağırlıklı olarak Türk Altın'ın yüksek net parasal varlık pozisyonundan kaynaklanan parasal kaybı modelliyoruz. 2026-2027 döneminde önceki yıl sonu net nakit bakiyesine enflasyon oranının tamamını, sonraki yıllarda ise yarısını uyguluyoruz. Bu yaklaşım, yatırım gelirlerine ve nakit varlıkların enflasyon nedeniyle uğradığı reel değer kaybına karşı basitleştirilmiş ve ihtiyatlı bir dengeleme sağlamaktadır.

Tablo 21: Net kar

USDm	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Net diğer gelir/gider	-3	-9	-5	-4	-2	-1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Net yatırım geliri	129	43	20	34	50	59	74	88	96	114	125	127	128	131	138	142	145	151	155
Net finansal gelir/gider	-83	-106	-19	-17	-30	-47	-68	-89	-105	-123	-137	-143	-140	-134	-128	-120	-112	-104	-98
Vergi Öncesi Kar	124	149	281	441	497	600	595	547	617	545	343	203	130	135	77	37	76	92	67
Vergi gelir/gideri (net)	-37	-37	-35	-55	-62	-75	-74	-68	-77	-68	-43	-25	-16	-17	-10	-5	-10	-12	-8
Effektif vergi oranı	-30%	-25%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%
Net kar	88	112	246	386	435	525	521	479	540	477	300	178	114	118	68	32	67	81	59
yılı değişim	605.8%	27.5%	120.4%	56.7%	12.9%	20.7%	-0.9%	-8.0%	12.7%	-11.6%	-37.2%	-40.8%	-35.9%	3.6%	-42.6%	-52.3%	107.3%	20.4%	-26.8%
Marj	23.0%	16.8%	32.7%	40.4%	43.5%	44.2%	43.7%	41.0%	41.7%	40.7%	35.6%	29.1%	22.5%	23.5%	18.1%	11.3%	23.5%	28.3%	41.4%

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co

Türk Altın, yoğun proje yatırım harcamaları dönemine rağmen yapısal olarak net nakit pozisyonunu korumaktadır. Net nakdin, ağırlıklı olarak USD360 mn yatırım harcaması nedeniyle 2025 yılındaki USD432 mn seviyesinden 2026 yılında USD201 mn seviyesine gerilemesini, ardından 2030 yılında USD742 mn ve 2034 yılında USD1,25 mlr seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2026 yılından itibaren modellediğimiz temettü ödemelerine rağmen net nakit, 2043 yılı sonunda USD1,5 mlr seviyesine ulaşmaktadır. Bu görünüm, 2027-2034 dönemindeki güçlü serbest nakit yaratımını ve ana kapasite artışı sonrasında sürdürülebilir yatırım harcamalarının sınırlı kalmasını yansıtmaktadır.

İşletme sermayesi modelimizde önemli bir dalgalanma unsuru değildir. Altın satışlarının niteliği nedeniyle ticari alacakların sınırlı kalacağını, stok gün sayısının 104 gün, ticari borç gün sayısının 14 gün seviyesinde istikrarlı seyredeceğini ve avans ödemelerinin ilerleyen yıllarda 50 günden 20 güne normalleşeceğini varsayıyoruz. Sonuç olarak işletme sermayesinin ana tahmin dönemi boyunca gelirlerin yaklaşık %17-20'si seviyesinde kalmasını, yalnızca gelirlerin 2040'a doğru gerilemesiyle %20'nin üzerine çıkmasını bekliyoruz.

Tablo 22: Net nakit, işletme sermayesi & Yatırım harcamaları

USDm	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Net nakit (USDm)	432	201	344	506	591	742	882	960	1,143	1,252	1,276	1,281	1,314	1,384	1,419	1,451	1,515	1,554	1,538
yılı change	37.0%	-53.4%	70.9%	47.3%	16.7%	25.6%	18.9%	8.9%	19.0%	9.5%	1.9%	0.4%	2.6%	5.3%	2.5%	2.3%	4.4%	2.6%	-1.1%
Kar payı			60	197	309	348	420	417	383	432	382	240	142	91	94	54	26	54	64
İşletme Sermayesi (USDm)	86	124	141	169	170	204	209	217	239	222	160	118	101	102	85	75	68	68	36
Değişim	-26	37	17	28	1	34	4	8	22	-17	-51	-43	-16	1	-17	-10	-8	0	-32
vs. hasılat	22.7%	18.6%	18.7%	17.7%	17.0%	17.2%	17.5%	18.6%	18.4%	18.9%	19.1%	19.3%	20.0%	20.4%	22.9%	26.4%	23.7%	23.7%	25.0%
Ticari Alacak günleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Peşin ödenmiş giderler	52	50	50	50	50	50	50	50	50	50	40	30	20	20	20	20	20	20	20
Stoklar	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104
Ticari borçlar	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Sermaye yatırımları	159	360	83	54	100	52	15	35	10	10	11	32	10	11	10	10	10	10	60
yılı değişim	429.0%	127.0%	-77.1%	-35.1%	86.3%	-48.0%	-71.2%	133.3%	-71.4%	0.0%	10.0%	190.9%	-68.8%	10.0%	-9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	500.0%
vs. hasılat	42%	54%	11%	6%	10%	4%	1%	3%	1%	1%	1%	5%	2%	2%	3%	4%	4%	4%	42%

Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co

Yatırım harcamaları önden yüklemeli bir profil sergilemektedir. Toplam yatırım harcamalarının 2025 yılında USD159 mn, 2026 yılında ise ağırlıklı olarak Mollakara ve Kaşköy projelerinin geliştirilmesine bağlı olarak USD360 mn seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. 2026 yılı tahminimiz ayrıca İvrindi satın alımına ilişkin USD16,7 mn tutarındaki yıllık taksidi, Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü (MAPEG) ihalelerine ilişkin USD10,8 mn ödemeyi ve Zenit işlemi kapsamında USD70 mn tutarındaki harcamayı içermektedir. Yatırım harcamalarının daha sonra 2027 yılında USD83 mn seviyesine gerilemesini ve 2029, 2036 ve 2043 yıllarındaki belirli proje bazlı harcamalar dışında ağırlıklı olarak düşük sürdürülebilir yatırım seviyelerinde normalleşmesini bekliyoruz. Bu yapı, Mollakara, Karapınar ve Kaşköy'ün yatırım aşamasından nakit yaratma dönemine geçmesiyle birlikte nakit birikimini desteklemektedir. Tahmin dönemimizin sonuna doğru ise madenlerin ekonomik ömürlerinin sonuna ulaşmasıyla rehabilitasyon maliyetlerini modelimize dahil ediyoruz.

Değerleme

Değerleme çalışmamızda indirgenmiş nakit akımı (İNA) yöntemini kullandık. ABD doları bazlı İNA modelimiz, mevcut rezervlerin ömrünü kapsayan 17 yıllık tahmin dönemi ile risk ayarlı kaynak değerlemesine dayanmaktadır. %12 seviyesindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) varsayımımız, %7,0 risksiz faiz oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 0,9 beta girdilerine dayanmaktadır. Rezerv dışındaki kaynaklar için ağırlıklandırılmış olasılık yaklaşımı kullanıyor, Mollakara sülfür kaynağına %20, diğer kaynaklara ise %15 olasılık atıyoruz. Bugünkü değere indirgediğimizde, USD4.500/ons altın fiyatı varsayımıyla toplam 6,8 mn ons kaynağı etkin olarak yaklaşık %2,9 oranında değerliyoruz. İNA analizimiz USD3.877 mn özsermaye değerine işaret etmekte olup, buna göre **TRALT** için **TL71,4/hisse** hedef fiyat hesaplıyoruz. Bu değerlendirme, **TRMET** için en az **TL282,2/hisse**, **TRENJ** için ise **TL218,7/hisse** değerine işaret etmektedir. Ek olarak uzun vadeli altın fiyatlarının hedef fiyatlarımıza etkisini aşağıda sunmaktayız.

Tablo 23: Türk Altın İNA Değerlemesi

USDm	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E
FAVÖK	105	268	337	479	537	649	648	608	684	611	411	275	198	193	121	69	69	68	27
Vergi (+)	-37	-55	-36	-53	-60	-74	-74	-69	-78	-69	-44	-27	-18	-17	-8	-2	-5	-6	-1
İşletme Sermayesi değişimi (-)	-28	37	17	28	1	34	4	8	22	-17	-61	-43	-16	1	-17	-10	-8	0	-32
Sermaye Maliyetleri (-)	159	360	83	54	100	52	15	35	10	10	11	32	10	11	10	10	10	10	60
FCF	-62	-185	201	344	375	489	555	496	574	549	417	259	186	164	120	68	61	52	-2
Risksiz getiri oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Hisse senedi risk primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Özsermaye maliyeti	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Borç maliyeti	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Vergi oranı	25.0%	25.0%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Borç / Özsermaye	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AOSM	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
İskonto oranı			1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.5	2.8	3.1	3.5	3.9	4.3	4.9	5.4	6.1
Serbest nakit akışının bugünkü değeri			201	307	299	349	353	282	292	249	169	94	60	47	31	16	13	10	0
Bugünkü değer	2,771																		
Kaynak değeri	905																		
Firma değeri	3,676																		
Net nakit	201																		
Hedef piyasa değeri (USDm)	3,877																		
\$/TL	59.00																		
Hedef piyasa değeri (TLm)	228,769																		
Hedef fiyat	71.4																		
Mevcut hisse fiyatı	49.84																		
Getiri beklentisi	43%																		

Weighted %:	17.9%	Mollakara	Resource	Recovery %	Weighted %
Effective %:	2.9%	Other	4.0	20.0%	0.801
			2.8	15.0%	0.424

Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 24: Benzer şirket karşılaştırması

Şirket	Piy. Değ. USDm	F/K 2026B 2027B	FD/FAVÖK 2026B 2027B	FD/Rezerv 2026B	FD/Kaynak 2026B
Artemis Gold	5,791	12.3 9.4	7.7 5.8	1070.7	732.1
Alamos Gold	12,791	13.0 9.2	7.0 4.4	773.9	575.6
Eldorado Gold	8,377	8.7 5.7	5.5 2.9	718.1	300.7
SSR Mining	5,829	6.6 5.8	3.6 2.4	568.8	307.9
Centerra Gold	3,304	10.2 8.3	4.2 3.4	503.0	255.1
Harmony Gold	10,278	6.2 4.2	3.5 2.5	6484.6	1687.1
Iamgold	8,741	6.9 6.4	3.6 3.1	905.5	218.7
Buenaventura	9,470	7.6 8.0	5.3 5.2	5344.7	1924.1
Ariana Resources	60	n.a n.a	n.a n.a	35.2	24.9
Dpm Metals	8,001	10.2 8.6	7.2 5.5	2392.6	1624.7
G Mining Venture	7,461	21.4 16.2	13.9 9.7	1106.3	786.6
Perseus Mining	4,595	9.7 7.7	4.8 3.8	828.9	324.6
Westgold	3,205	8.1 6.9	3.3 2.6	1206.6	259.1
Gold Fields	30,216	6.3 6.0	3.5 3.1	660.3	386.8
Medyan (Benzer Şirket)		9.2 7.9	5.1 3.6	867.2	355.7
				95%	55%
Anglogold Ashanti	41,038	8.5 8.1	4.7 4.2	980.2	392.5
Newmont	102,218	9.9 8.8	5.4 4.6	838.8	669.9
Barrick Mining	62,394	9.9 8.3	4.7 3.9	816.7	613.9
Agnico Eagle	74,884	11.8 11.3	6.1 5.5	1300.4	703.3
Medyan (Büyük ölçekliler)		9.9 8.6	5.1 4.4	909.5	641.9
Türk Altın		30.3 13.8	11.9 9.0	1151.1	713.6

Kaynak: Şirket verileri, Bloomberg, ÜNLÜ & Co, FD/Kaynak B&O miktarını kullanmaktadır.

Hedef fiyatımızı benzer şirket çarpanlarına dayandırmıyoruz. Emsal şirket tablosunu yalnızca bilgilendirici bir çapraz kontrol amacıyla sunuyoruz. Bunun nedeni, altın madenciliği sektöründe çarpanların sektör genelinde istikrarlı bir değerlendirme ölçütü

sunmamasıdır. Firma değeri/FAVÖK, fiyat/kazanç, firma değeri/rezerv ve firma değeri/kaynak çarpanları; rezerv ömrü, tenör, metalurji, her şey dahil sürdürme maliyeti, sürdürülebilir yatırım harcamaları, projenin gelişim aşaması, izin süreçleri, devlet hakkı ve vergi yapısı, bilanço pozisyonu ve faaliyet gösterilen ülke gibi varlığa özgü birçok değişkenden önemli ölçüde etkilenmektedir.

Türk Altın açısından ileriye dönük çarpanlar ayrıca mevcut üretim dip seviyesinden de etkilenmektedir. 2026 ve 2027 FAVÖK tahminleri, yeni projelerin daha yüksek katkı sağlamasından önceki geçiş dönemini yansıttığı için kârlılık bazlı çarpanlar mekanik olarak yüksek görünmektedir. Buna göre Türk Altın, 2026T firma değeri/FAVÖK bazında 11,8x, 2027T firma değeri/FAVÖK bazında ise 9,0x çarpanla işlem görürken, emsal şirket medyanları sırasıyla 4,9x ve 3,4x seviyesindedir. Firma değeri/rezerv ve firma değeri/kaynak çarpanları da emsal medyanlarının üzerinde bulunmaktadır.

Bu nedenle şirketi indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerliyoruz. Bu yaklaşım proje zamanlamasını, yatırım harcamalarının dönemsel dağılımını, rezerv ömrünü ve uzun vadeli üretim normalleşmesini daha sağlıklı yansıtırken, benzer şirket çarpanlarını yalnızca referans amaçlı kullanıyoruz.

Tablo 25: Duyarlılık Analizi 1 - TRALT

		Uzun Vadeli Altın Fiyatı													
TRALT	71.4	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	4,750	5,000	5,250	5,500	5,750	6,000	6,250	6,500	
	10.00%	41.6	46.8	50.7	55.9	60.3	64.6	68.8	73.8	78.9	83.9	89.0	94.1	99.1	
	9.00%	43.9	49.4	53.5	59.0	63.6	68.1	72.6	77.9	83.2	88.5	93.8	99.1	104.5	
	8.00%	46.5	52.3	56.7	62.4	67.3	72.1	76.8	82.4	88.0	93.6	99.2	104.8	110.4	
Risksiz g.o.	7.00%	49.4	55.6	60.2	66.3	71.4	76.5	81.5	87.4	93.3	99.2	105.2	111.1	117.0	
	6.00%	52.7	59.3	64.2	70.6	76.1	81.5	86.8	93.0	99.3	105.6	111.9	118.1	124.4	
	5.00%	56.5	63.4	68.6	75.4	81.3	87.1	92.7	99.4	106.0	112.7	119.3	126.0	132.7	
	4.00%	60.7	68.1	73.7	80.9	87.2	93.3	99.4	106.5	113.6	120.7	127.8	134.9	142.0	
	3.00%	65.5	73.3	79.4	87.1	93.8	100.5	106.9	114.5	122.1	129.7	137.3	144.9	152.5	

Kaynak: ÜNLÜ & Co

Tablo 26: Duyarlılık Analizi 2 – TRMET

		Uzun Vadeli Altın Fiyatı													
TRMET	282.2	3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	4,750	5,000	5,250	5,500	5,750	6,000	6,250	6,500	
İskonto	45.00%	108.6	121.9	131.8	144.9	156.1	167.0	177.8	190.6	203.3	216.1	228.9	241.7	254.4	
	40.00%	118.3	132.8	143.6	157.9	170.1	182.1	193.8	207.7	221.7	235.6	249.5	263.5	277.4	
	35.00%	128.0	143.7	155.4	170.9	184.1	197.1	209.8	224.9	240.0	255.1	270.2	285.3	300.3	
	30.00%	137.7	154.7	167.2	183.9	198.1	212.1	225.8	242.0	258.3	274.5	290.8	307.0	323.3	
	25.00%	147.4	165.6	179.1	196.9	212.1	227.1	241.7	259.2	276.6	294.0	311.4	328.8	346.3	
	20.00%	157.1	176.5	190.9	209.9	226.2	242.1	257.7	276.3	294.9	313.5	332.1	350.6	369.2	
	15.00%	166.8	187.4	202.7	222.9	240.2	257.1	273.7	293.5	313.2	332.9	352.7	372.4	392.2	
	10.00%	176.5	198.3	214.5	235.9	254.2	272.1	289.7	310.6	331.5	352.4	373.3	394.2	415.1	
	5.00%	186.2	209.2	226.3	248.9	268.2	287.1	305.7	327.8	349.8	371.9	394.0	416.0	438.1	
	0.00%	195.9	220.1	238.1	261.9	282.2	302.1	321.7	344.9	368.1	391.4	414.6	437.8	461.0	

Kaynak: ÜNLÜ & Co

Tablo 27: Duyarlılık Analizi 3 - TRENJ

TRENJ	218.7	Uzun Vadeli Altın Fiyatı												
		3,500	3,750	4,000	4,250	4,500	4,750	5,000	5,250	5,500	5,750	6,000	6,250	6,500
	45.00%	83.2	92.4	101.3	110.2	120.3	128.8	137.2	147.2	157.2	167.1	177.1	187.1	197.1
	40.00%	90.8	100.8	110.6	120.2	131.2	140.6	149.7	160.6	171.5	182.3	193.2	204.1	215.0
	35.00%	98.4	109.2	119.8	130.2	142.2	152.3	162.2	174.0	185.7	197.5	209.3	221.1	232.9
İskonto	30.00%	105.9	117.6	129.0	140.2	153.1	164.0	174.7	187.3	200.0	212.7	225.4	238.1	250.8
	25.00%	113.5	126.0	138.2	150.2	164.0	175.7	187.1	200.7	214.3	227.9	241.5	255.1	268.7
	20.00%	121.1	134.4	147.4	160.2	175.0	187.4	199.6	214.1	228.6	243.1	257.6	272.1	286.6
	15.00%	128.6	142.8	156.6	170.2	185.9	199.1	212.1	227.5	242.9	258.3	273.7	289.1	304.5
	10.00%	136.2	151.2	165.8	180.2	196.8	210.8	224.6	240.9	257.2	273.5	289.8	306.1	322.4
	5.00%	143.8	159.6	175.1	190.3	207.8	222.5	237.0	254.3	271.5	288.7	305.9	323.1	340.4
	0.00%	151.3	168.0	184.3	200.3	218.7	234.3	249.5	267.6	285.8	303.9	322.0	340.1	358.3

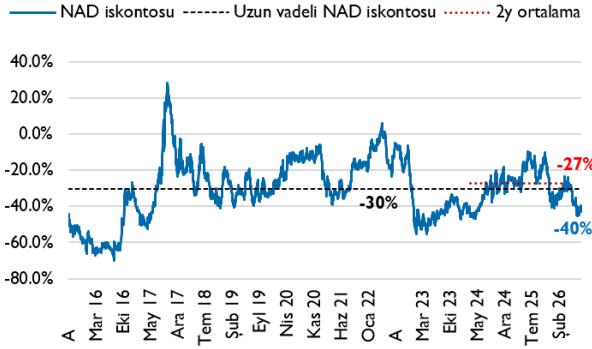
Kaynak: ÜNLÜ & Co

Duyarlılık analizimiz, TRALT için risksiz faiz oranı ve uzun vadeli altın fiyatındaki değişimlere, TRMET ve TRENJ için ise NAD iskontosundaki farklılaşmalara dayanmaktadır. TRMET ve TRENJ analizlerinde baz senaryo olarak, TRALT'ın %7 risksiz faiz oranı varsayımı altında hesaplanan değerlemesini esas alıyoruz.

İskontoların kalıcı olmasını haklı gösterecek bir neden görmüyoruz

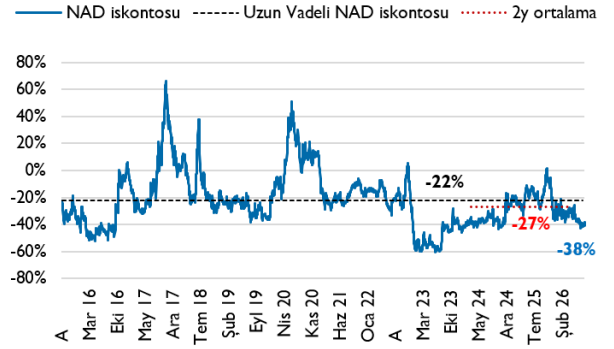
Tarihsel iskontolar sabit ve yapısal bir değerlendirme kesintisi olarak değerlendirilmemelidir. Son on yılda TRMET ve TRENJ'in net aktif değer (NAD) iskintoları önemli ölçüde dalgalanmış ve çeşitli dönemlerde hızla daralmıştır. İskonto 2017 yılında keskin şekilde gerilemiş, 2020 yılında hisselerin kısa süreliğine NAD primine geçmesiyle yeniden kapanmış ve 2025 yılında birleşme sürecine bağlı yeniden fiyatlamada yaklaşık %12 seviyesine kadar düşmüştür. Bu tarihsel görünüm dikkate alındığında, son dönemde iskontonun yaklaşık %40 seviyesine genişlemesini kalıcı bir denge değerlemesi olarak temel gerekçelerle açıklamak güçtür. Özellikle uzun dönem ortalamasının TRMET için yaklaşık %30, TRENJ için yaklaşık %22, son iki yıllık ortalamanın ise her iki şirket için yaklaşık %27 olduğu dikkate alındığında, mevcut iskonto seviyesi tarihsel ortalamaların belirgin şekilde üzerindedir.

Tablo 28: TRMET NAD İskontosu*



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co, *Sadece TRALT sahipliği ve solo net nakdi içerir.

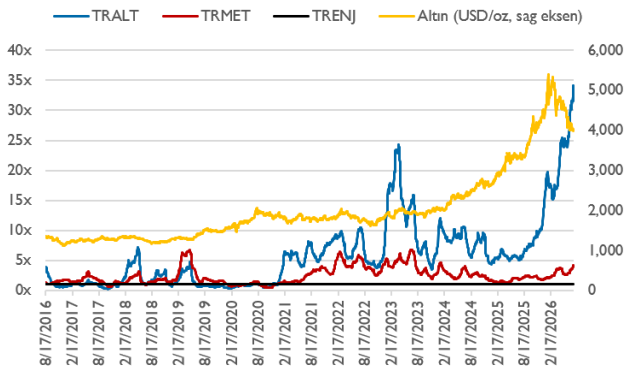
Tablo 29: TRENJ NAD İskontosu*



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co *Sadece TRALT sahipliği ve solo net nakdi içerir.

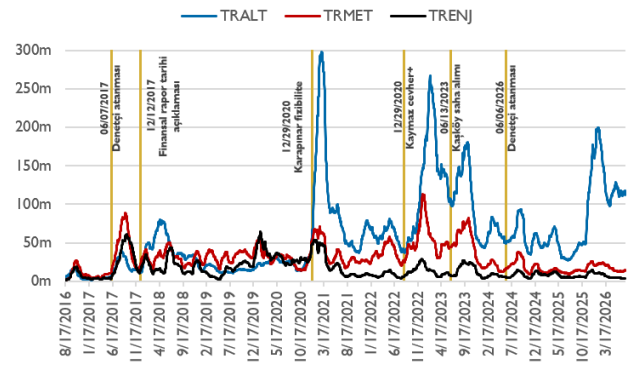
Son dönemdeki işlem dinamikleri, iskintodaki genişlemenin temel göstergelerden ziyade işlem akımlarından kaynaklandığına işaret etmektedir. Ağustos 2025'te birleşme kararının iptal edilmesinin ardından, altın fiyatlarındaki yükselişe eş zamanlı olarak TRALT'ın günlük işlem hacmi TRMET ve TRENJ'e kıyasla belirgin şekilde artmıştır. Grafikler tek başına nedensellik ortaya koymasa da, zamanlama likiditenin TRALT'ta yoğunlaşmasının ve yatırımcıların doğrudan altın maruziyetine yönelik talebinin TRALT'ın göreceli performansına katkıda bulunmuş olabileceğini düşündürmektedir.

Tablo 30: Görece hacim (TRENJ = 1x)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

Tablo 31: Hacim (USDm)



Kaynak: Şirket verileri, ÜNLÜ & Co

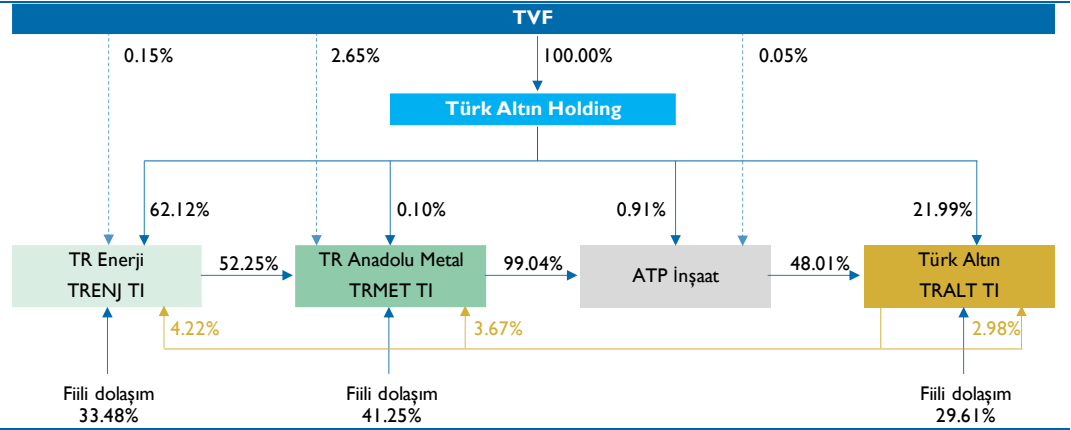
İskontonun kapanması için iki temel neden görüyoruz. İlk olarak, geçmişte bir NAD iskontosunun var olmuş olmasının tek başına bu iskontonun kalıcı olması için yeterli bir gerekçe oluşturmadığını düşünüyoruz. İskonto ile likidite farkının kısmen refleksif bir ilişki içinde olduğunu değerlendiriyoruz. NAD iskontosu daraldıkça TRMET ve TRENJ'in likiditesinin artmasını, likidite arttıkça ise yatırımcıların, dolaylı

değerlemelerinde yer alan iskontonun sağladığı ilave değerlendirme marjı nedeniyle TRALT yerine bu hisseleri tercih etmeleri için daha güçlü bir teşvik oluşmasını bekliyoruz. İkinci olarak, yatırımcı farkındalığındaki iyileşme ve göreceli değerlendirme pozisyonlanması tek başına yeterli katalizör oluşturmazsa, grup şirketlerinin birleşmesini orta vadede en olası sonuç olarak görüyoruz.

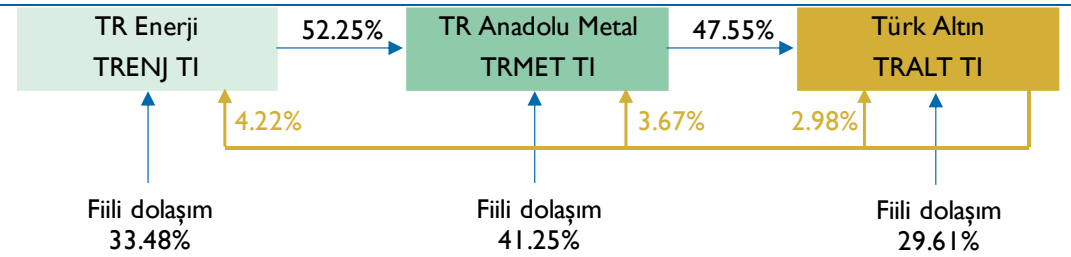
Birleşme rasyonel çözüm

Mevcut üç halka açık şirketten oluşan grup yapısı, eski Koza İpek Grubu'nun matbaa ve davetiye üreticisinden doğal kaynaklar işletmecisine dönüşüm sürecinin bir mirasıdır. İlk stratejinin, birbirini tamamlayan üç doğal kaynak platformu oluşturmak olduğu anlaşılmaktadır. Bunlar enerji şirketi olan bugünkü TRENJ, çeşitlendirilmiş metal ve madencilik şirketi olan bugünkü TRMET ile altın üretimine odaklanan bugünkü TRALT'tan oluşuyordu. Ancak bu dönüşüm, 2015 yılında kayyum atanması ve ardından grubun 2016 yılında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmesiyle kesintiye uğramıştır. Sonuç olarak yalnızca altın faaliyetleri anlamlı bir operasyonel ölçeğe ulaşırken, üst holding şirketleri büyük ölçüde yatırım holdingi niteliğinde kalmıştır.

Tablo 32a: Sahiplik yapısı



Tablo 32b: Sadeleştirilmiş Sahiplik Yapısı



Bugün, erken aşama arama varlıkları ve küçük ölçekli faaliyetler dışında, grubun üretimde olan madenleri, cevher işleme tesisleri, geliştirme projeleri, teknik uzmanlığı ve nakit yaratma kapasitesi dahil olmak üzere faaliyet gösteren varlıklarının neredeyse tamamı TRALT bünyesinde bulunmaktadır. Buna karşılık TRENJ ve TRMET yalnızca sınırlı düzeyde bağımsız operasyonel faaliyet yürütmekte, varlık değerleri ile kârlılıklarının büyük bölümü Türk Altın'daki paylarından kaynaklanmaktadır. TRALT, TRMET'in konsolide gelirlerinin yaklaşık %95'ini oluşturmaktadır. Bize göre bu durum, grup yapısının sadeleştirilmesine yönelik stratejik gerekçeyi ortaya koymaktadır.

Halka açık iki holding katmanının ekonomik açıdan büyük ölçüde mükerrer olması nedeniyle, grup yapısının sadeleştirilmesini uzun vadede ekonomik açıdan en rasyonel sonuç olarak görüyoruz. Bu nedenle, özellikle daha güçlü bir altın fiyatı ve değerlendirme

ortamında piyasa koşullarının daha destekleyici hale gelmesiyle birleşme girişiminin yeniden gündeme gelmesini olası buluyoruz.

Birleşme değişim oranı hesaplaması

Halka açık grup şirketlerinin birleşmesinde kullanılacak tek bir zorunlu değerlendirme yöntemi bulunmamaktadır. Mevzuat, birleşme değişim oranının birden fazla değerlendirme yaklaşımıyla desteklenmesini ve adillik açısından değerlendirilmesini öngörmektedir; oranın tek bir yöntem mekanik olarak dayanarak belirlenmesini gerektirmemektedir. Uygulamada ise en uygun yaklaşımın, her bir şirketin temel varlıklarının ayrı ayrı değerlendirilmesi olduğunu düşünüyoruz. Zira yalnızca piyasa değerine dayalı bir yöntem, birleşmenin ortadan kaldırmayı amaçladığı holding iskontolarını da hesaplama dahil etmiş olacaktır.

Tablo 33: Değişim oranları

Değerleme Yöntemleri (TLm)	Ağırlık	TRENJ	TRMET	TRALT
Solo değer (solo net nakit, diğer varlıklar)	100%	81	1,570	0
İNA değeri (Unlu&Co)	100%	56,836	108,778	228,769
Benzer şirket karşılaştırması (Unlu&Co and Bloomberg)	0%	19,438	37,202	78,240
Piyasa değeri (6M ort. piyasa değeri)	0%	25,310	50,171	155,559
TRALT alımları		4.22%	3.67%	2.98%
Ağırlıklandırılmış değer		59,394	113,518	235,436
Ana şirket sahipliği			52.3%	47.5%
Birleşme değeri		56,890	50,041	123,488
Kombine değer		230,420		
Birleşme oranı		24.7%	21.7%	53.6%
Ödenmiş sermaye (birleşme öncesi)		260	388	3,203
Ödenmiş sermaye (hisse alımları sonrası)		260	388	3,107
Azınlık paylarına düşen ödenmiş sermaye			171	1,630
Ödenmiş sermaye (birleşme sonrası)		1,008		
Sermaye değişimi		748		
Yeni sermaye dağılımı		249	219	540
Değişim oranı			1.28	0.33
Hisse başı fiyat		TRENJ	TRMET	TRALT
Mevcut fiyat (TL)		95	122	50
Düzeltilmiş değişim oranı (TL)		229	292.5	75.8
Değişim sonrası fiyat primi/(iskonto)		142%	140%	52%

Kaynak: Şirket verileri, Bloomberg, ÜNLÜ & Co, Değişim oranı hisse sahipliklerine göre düzeltilmiştir

TRMET'in TRALT dışındaki varlık tabanı ağırlıklı olarak Konak, Özdemir Antimuan ve düşük gelir üreten çeşitli çekirdek dışı varlıklardan oluşmaktadır. Opsiyonel değer açısından en önemli varlık Konak projesidir. Konak, Konaklı Metal bünyesinde geliştirilen büyük ölçekli bir bakır-molibden-altın-gümüş arama projesi olup, TRMET projede yaklaşık %72 (TRALT %1,21) ve Teck Resources yaklaşık %28 paya sahiptir. Güncel kaynak tablosuna göre proje toplam 734,6 mn ton kaynak içermekte olup bunun içinde 1,84 mn ton bakır, 36 bin ton molibden, 3,18 mn ons altın ve 10,36 mn ons gümüş bulunmaktadır. Ancak proje henüz geliştirme öncesi aşamada olup, ilave sondaj sonuçları beklenmektedir.

Özdemir Antimuan, antimuan konsantresi üretmekte ve 2025 yılında TL532 mn gelir elde etmiş olmakla birlikte, FAVÖK ve net kâr rakamları ayrı olarak açıklanmamaktadır.

Koza Ltd, Birleşik Krallık'taki bağlı ortaklık üzerindeki kontrolün kaybedilmesinin ardından Türk Altın tarafından duran finansal yatırım olarak muhasebeleştirilmektedir. Şirketle ilgili hukuki süreçler devam etmekte ve varlığın geri kazanımı belirsizliğini korumaktadır. Buna rağmen, Türk Altın'ın son finansal tablolarında yatırımın kayıtlı değeri TL3,23 mlr seviyesindedir.

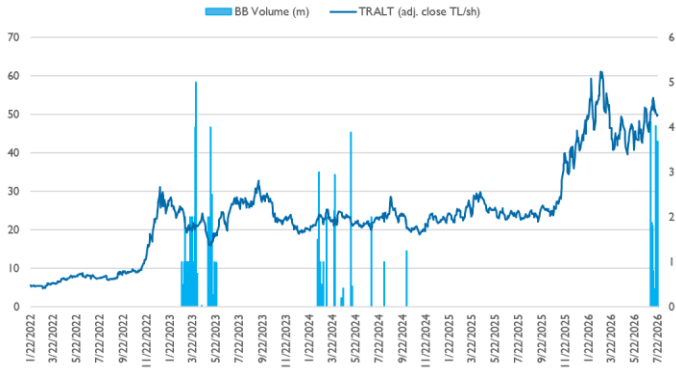
Yakın zamanda satın alınan MAPEG arama sahaları için yaklaşık USD 10,8 mn ödeme yapılmıştır (Tablo 14). Bununla birlikte, arama sondajları ticari açıdan anlamlı kaynaklar ortaya koyana kadar bu sahaların önemli bir değer katkısı sağlaması beklenmemektedir.

Ek I – Pay geri alımları

TRALT, Şubat 2023'te kendi payları ile TRMET ve TRENJ paylarını satın almaya başladı. TRALT, 2 Ekim 2024 itibarıyla geri alınan pay sayısını 75 mn adede ulaştırdı. Bu tutar, toplam çıkarılmış payların %2,34'üne karşılık gelmektedir. TRMET için başlangıçta belirlenen TL200 mn ve TRENJ için belirlenen TL100 mn tutarındaki kaynakların hızla kullanılması üzerine, alım limitleri Nisan 2023'te TRMET için TL300 mn'ye, TRENJ için TL150 mn'ye yükseltildi ve Şubat 2024'te TRMET için TL600 mn'ye, TRENJ için TL350 mn'ye çıkarıldı. Program sonunda TRALT, TRMET'in 13,9 mn adet payını, toplam payların %3,57'sini, TRENJ'in ise 10,6 mn adet payını, toplam payların %4,09'unu satın aldı. Şubat 2024'teki genişlemeyi, bir yıldan kısa süre sonra 20 Kasım 2024 tarihindeki birleşme açıklaması izledi.

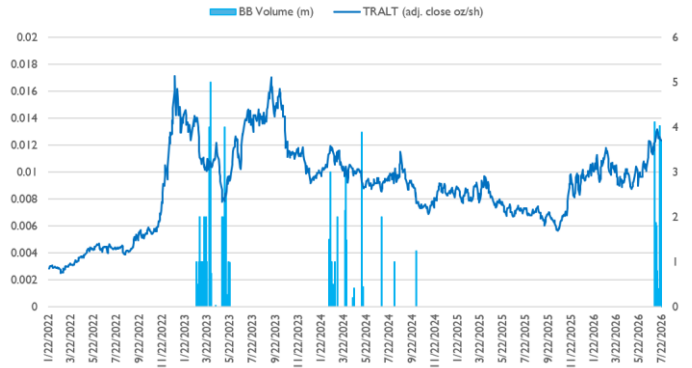
TRALT, TRMET ve TRENJ'i kapsayan yeni bir pay alım programı 29 Haziran 2026'da başlatıldı. Üç yıl süreli program kapsamında TRALT için 85,125 mn adede ve TL5 mlr'ye kadar, TRMET için TL700 mn ve TRENJ için TL300 mn tutarında limit belirlendi. Bu tarihten bu yana TRALT, kendi paylarındaki geri alım miktarını 95,4 mn adede, toplam payların %2,98'ine, TRMET'teki sahipliğini 14,2 mn paya, %3,67'ye, TRENJ'deki sahipliğini ise 11,0 mn paya, %4,22'ye yükseltti.

Tablo 34: TRALT geri alımları (m) vs hisse fiyatı (TL)



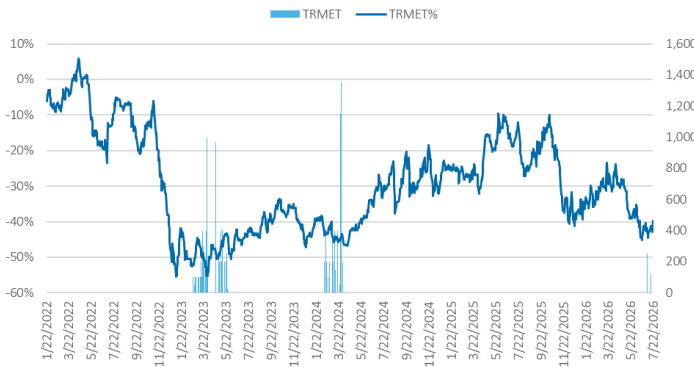
Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co

Tablo 35: TRALT geri alımları (m) vs hisse fiyatı (ons)



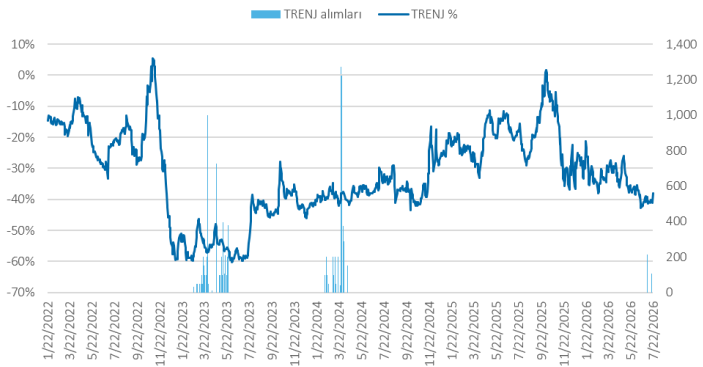
Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co

Tablo 36: TRMET alımları ve NAD iskontosu



Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co

Tablo 37: TRENJ alımları ve NAD iskontosu



Kaynak: Şirket verileri, UNLU & Co

Ek II – Kurumsal Yönetim

Grubun mevcut ortaklık yapısı, on yılı aşkın süren devlet kontrolü sürecinin nihai sonucudur. Koza İpek şirketlerine Ekim 2015'te kayyum atanmış, kayyumların yetkileri Eylül 2016'da Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilmiştir. Belirleyici hukuki adım Nisan 2023'te atılmış, Yargıtay 3. Ceza Dairesi'nin kesin müsadere kararının ardından ilgili paylar Hazine adına tescil edilmiştir. Daha sonra 8857 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile Hazine'ye ait paylar, halka açık şirketlerin ortaklık zinciri ve halka açık pay sahiplerinin hakları korunarak Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiştir.

Devlet, bu tarihten itibaren varlıkları muhafaza eden konumdan kurumsal normalleşme sürecine geçmiştir. Türk Altın, Ekim 2025'te 2016-2024 dönemini kapsayan uzun süredir ertelenmiş genel kurul toplantılarını tamamlamış, geçmiş dönemlere ait bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları ve kurumsal yönetim politikalarını onaylamış ve üç yıl görev yapmak üzere altı üyeli bir yönetim kurulu seçmiştir. İsmail Güler Yönetim Kurulu Başkanı, Enis Güçlü Şirin ise Yönetim Kurulu Başkan Vekili olarak belirlenmiştir. Genel Kurul ayrıca resmi Bağış ve Yardım Politikası'nı onaylamış ve 2025 yılı için TL350 mn üst sınır belirlemiştir. Koza Altın, Koza Anadolu Metal ve İpek Doğal Enerji'nin unvanları daha sonra sırasıyla Türk Altın, TR Anadolu Metal ve TR Doğal Enerji olarak değiştirilmiştir.

Ortaklık yapısının kesin olarak çözüme kavuşması, geçmiş genel kurul birikiminin temizlenmesi, kurumsal yönetimin yenilenmesi ve marka yapısının bütünleştirilmesi birlikte değerlendirildiğinde kapsamlı bir kurumsal yeniden başlangıca işaret etmektedir. Bize göre bu gelişmeler, olası bir grup birleşmesi açısından mülkiyet, denetim, kurumsal yönetim ve uygulama risklerini azaltırken, ileride gerçekleştirilebilecek uluslararası halka arz, stratejik ortaklık veya varlık satışı için daha güvenilir bir platform oluşturmaktadır.

Bahsi geçen şirketler:

Türk Altın <TRAL TI, AI>

TR Anadolu Metal Madencilik <TRMET TI, AI>

TR Doğal Enerji <TRENJ TI, AI>

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

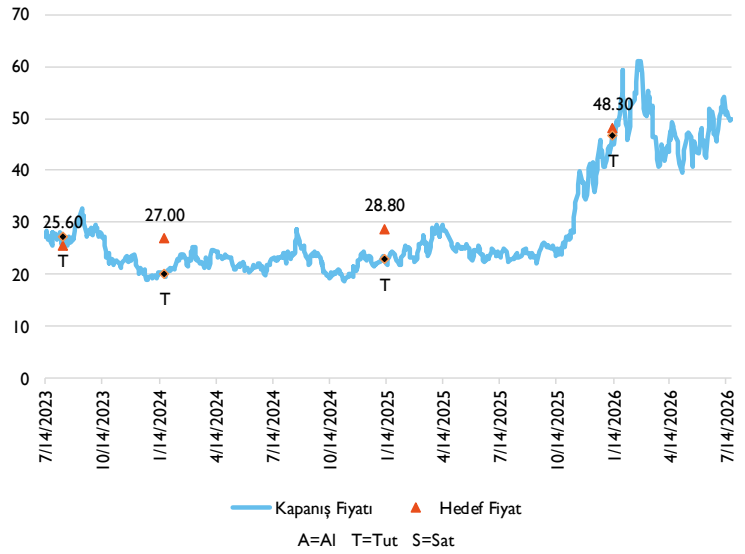
Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Ünlü Araştırma işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

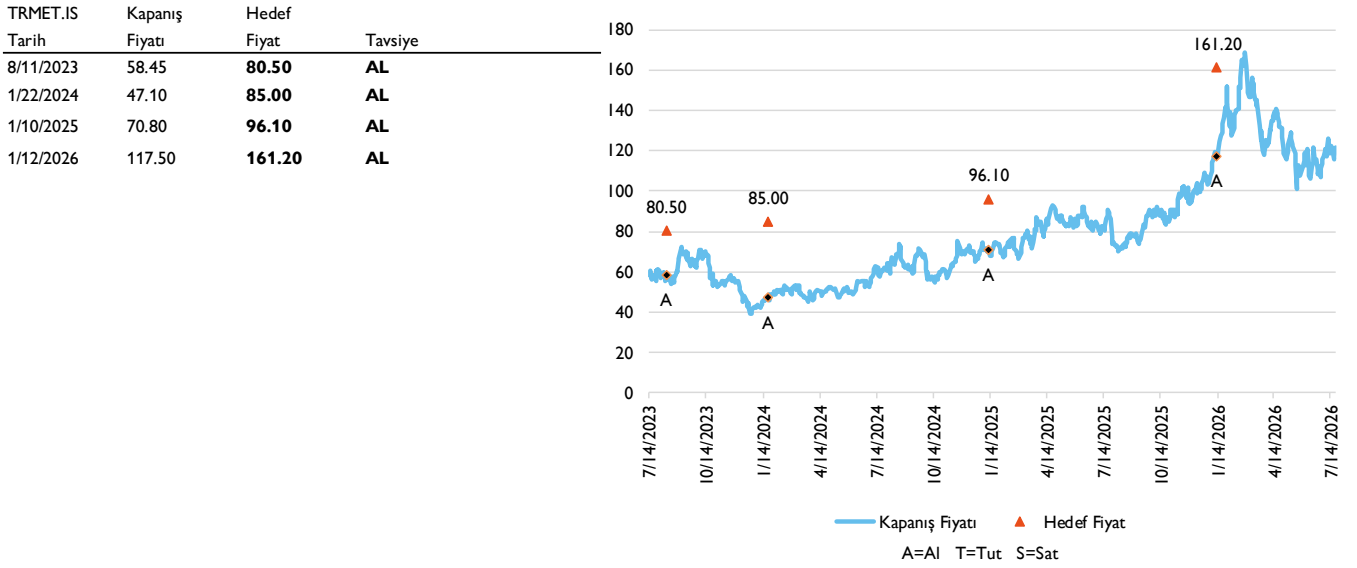
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TRALT.IS

TRALT.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
8/11/2023	27.46	25.60	TUT
1/22/2024	20.10	27.00	TUT
1/10/2025	22.90	28.80	TUT
1/12/2026	46.68	48.30	TUT



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TRMET.IS



ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	73	25	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

AI (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihracçıyı kapsamamakta veya ihracçı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

Hedef fiyat: TL71.4/hisse (12 aylık dönem sonu)

Değerleme metodu: TRALT'ı %7 risksiz getiri oranı ve %5,5 hisse risk primi ve 0.9 beta varsayımları ile İNA yöntemiyle değerliyoruz. TRMET ve TRENJ için net varlık değeri yöntemini kullanıyoruz

Riskler: Makroekonomik risk, rekabet riski, uygulama ve genişleme riski ile tedarik zinciri riskini temel riskler olarak görüyoruz.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BİST") endeksine ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
TRALT, TRMET, TRENJ	Yoktur

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurmanız tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğü kaynaklardan elde edilmiş veya alınmış olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağrısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımni hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdiği bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değeri veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iş birimleri ve onların hissedarlarının iş birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değildir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iş alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.