

Her proje bir imza, her imza bir değer oluşturuyor...

- **Gülermak <GLRMK TI> için 12 aylık hedef fiyatımızı 263 TL/hisse olarak belirliyor, bu seviyenin mevcut fiyata göre yaklaşık %53 yükseliş potansiyeline işaret ettiğini değerlendiriyoruz.** Hisse için önerimizi “AL” olarak belirlerken, şirketi araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. “AL” önerimizin temel gerekçeleri; i) yüksek montanlı sözleşmeler ile bakiye siparişlerini artırması, ii) küresel boyutta ayak izini genişletmesi iii) çeşitlendirilmiş proje portföyü sebebiyle öne çıkmasını bekliyoruz. Şirket, 2025T göre 8.1x F/K ve 7,6x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.
- **Köklü mühendislik birikimiyle küresel ölçekte değer üretiyor...** Gülermak, uzun yıllardır hem Türkiye’de hem de yurt dışında raylı sistemlerden otoyollara uzanan büyük altyapı projelerinde imzası bulunan köklü bir mühendislik şirketi olarak öne çıkıyor. Metro, tünel, demiryolu ve karayolu alanlarında anahtar teslim EPC projeleriyle güçlü bir uzmanlık alanı oluşturan şirket, bugüne kadar 1.500 km’den fazla hat inşa etmiş ve 100’ün üzerinde projeyi başarıyla tamamlamış durumda. 3Ç25 itibarıyla yaklaşık 4,7 milyar EUR (229 milyar TL) büyüklüğünde bir bakiye sipariş (backlog) sahip olan Gülermak’ın iş hacminin %76,7’si metro ve hafif raylı sistem projelerinden oluşuyor. Bu projeleri %14,9 payla demiryolu ve %5,2 payla otoyol projeleri takip ediyor. Özellikle yılın geri kalanında alınan yeni iş sözleşmelerinin (Cluj metro hattı projesi) ticari nakit akışına dönerek hem hasılat hem de operasyonel kârlılık üzerinde pozitif etki oluşturmalarını bekliyoruz. 2025 yılında şirketin gelirlerinin %9,9 artışla 1,032 milyon EUR’a, 2026’da ise %14,3 yükselişle 1,180 milyon EUR’a ulaşmasını öngörüyoruz. Net kârın aynı dönemde 97 milyon EUR’dan 140 milyon EUR’a çıkacağını, güçlü operasyonel verimlilik ve dengeli proje yapısının bu artışı destekleyeceğini düşünüyoruz. Gülermak’ın güçlü mühendislik kapasitesi, geniş proje çeşitliliği ve disiplinli finansal yönetimi sayesinde önümüzdeki dönemde sürdürülebilir büyüme ivmesini koruyarak serbest nakit akışını pozitif çevirmesini, değerlendirme dönemimiz boyunca ise bu oranın ortalama %8,5–10 bant aralığında seyretmesini öngörüyoruz.
- **Operasyonel kârlılık, bakiye siparişlerin ciroya dönüşüm hızının artmasıyla ivme kazanıyor...** Şirketin backlog/revenue oranının (bakiye siparişlerin hasılat dönüşüm oranı) geçmiş yıllarda ortalama %21 seviyelerinde seyrettiğini görüyoruz. 2025–2034 dönemine ilişkin projeksiyonlarımızda ise bu oranın kademeli bir artışla 2033–2034 yıllarında %25 seviyelerine ulaşmasını bekliyoruz. Şirketin 2025 yılını ise yaklaşık 5,1 milyar EUR bakiye siparişi (backlog) ile tamamlamasını öngörüyoruz. Cari bakiye siparişlerinin dörtte üçünden fazlasını oluşturan metro ve hafif raylı sistem projelerinin, önümüzdeki dönemde de operasyonel kârlılık artışının ana taşıyıcısı olmasını bekliyoruz. Bu kapsamda FAVÖK’ün 2025 yılında 151 milyon EUR, 2026 yılında ise 171 milyon EUR seviyesine yükselmesini; FAVÖK marjının ise 2025’te %14,7, uzun vadede ise (2025–2034) ortalama %14’lü seviyelerde normalleşmesini öngörüyoruz.

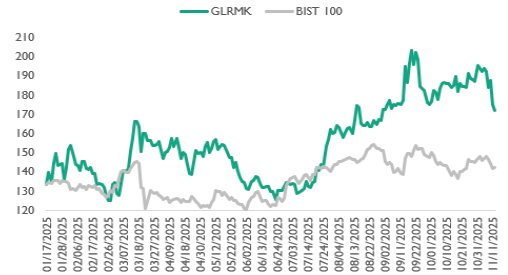
"AL"
Hedef Fiyat: 263 TL

12 Aylık Getiri Potansiyeli : 53%

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Kapanış (TL/hisse)	172,00
Piyasa Değeri (milyon TL)	55,487
Piyasa Değeri (milyon EUR)	1,137
Firma Değeri (milyon EUR)	1,150
Sermaye (milyon TL)	323
Halka Açıklık Oranı (%)	12,00

Tahminler, EURmn	2024	2025T	2026T
Net Satış Gelirleri	939	1,032	1,180
Büyüme (%)	45%	9.9%	14.3%
FAVÖK	121	151	171
Büyüme (%)	29%	25%	13%
Net Kar	97	140	150
Büyüme (%)	116%	44%	7%
Kârlılık (%)			
FAVÖK Marjı	12.9%	14.7%	14.5%
Net Kar Marjı	10.3%	13.6%	12.7%
Borçluluk			
Net Borç	-96	-92	-132
Net Borç /FAVÖK	-0.8	-0.6	-0.8
Değerleme Çarpanları			
F/K	11.7	8.1	7.6
FD/FAVÖK	9.5	7.6	6.7



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuveytturkiyatirim.com.tr



Finansal Görünüm – EUR

miljon EUR	2024	2025T	2026T
Gelir Tablosu			
Net Satış Gelirleri	940	1,032	1,180
Brüt Kar	109	143	162
Operasyonel Giderler	-13	-19	-19
Amortisman	26	27	28
FAVÖK*	121	151	171
Diğ. Gelir/Giderler (net)	4	9	11
Yat. Faal. Gel. (net)	1	7	8
Finansal Gelir/Gider (net)	17	24	13
Vergi Öncesi Kar/Zarar	119	165	176
Vergi (-)	-21	-25	-26
Net Kar	98	140	150
Bilanço			
Dönen Varlıklar	1,023	1,114	1,362
Nakit ve Nakit Benzerleri	212	278	328
Stoklar	6	15	17
Finansal Yatırımlar	10	10	10
Ticari Alacaklar	180	153	184
Diğer Dönen Varlıklar	615	658	822
Duran Varlıklar	50	56	59
Toplam Varlıklar	1,073	1,170	1,420
Kısa Vadeli Yük.	280	174	192
Finansal Borçlar	0	0	0
Ticari Borçlar	173	61	73
Diğer Kısa Vad. Yük.	107	114	119
Uzun Vadeli Yük.	582	643	728
Finansal Borçlar	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yük.	582	643	728
Azınlık Payları	0	0	0
Toplam Yük.	862	818	920
Özkaynaklar	212	352	501
Ödenmiş Sermaye	795	795	795
Toplam Kaynaklar	1,074	1,170	1,420
Nakit Akım Tablosu			
FAVÖK	121	151	171
Amortisman	26	27	28
İşletme Sermayesindeki Değişim	144	94	22
Vergi	-21	-25	-26
Yatırım Harcaması	-34	-21	-24
Yatırım Harcaması/ net satış geliri	-3.6%	-2.0%	-2.0%
Serbest Nakit Akışı	-77	12	99
Serbest Nakit Akışı/ net satış geliri	-8%	1%	8%
Büyüme			
Net Satış Geliri	30%	10%	14%
Brüt Kar	44%	32%	13%
FAVÖK	29%	25%	13%
Net Kar	87%	43%	7%
Marjlar			
Brüt Kar Marjı	12%	14%	14%
FAVÖK Marjı	13%	15%	15%
Net Kar Marjı	10%	14%	13%
Net Borç	-96	-92	-132
Net Borç/FAVÖK(X)	-0.8	-0.6	-0.8
Net Borç/Özsermaye(x)	-0.5	-0.3	-0.3
Değerleme Çarpanları			
F/K(x)	11.58	8.12	7.59
FD/FAVÖK(x)	9.53	7.64	6.76
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%

*FAVÖK= (Brüt Kar-Operasyonel Giderler+Amortisman)

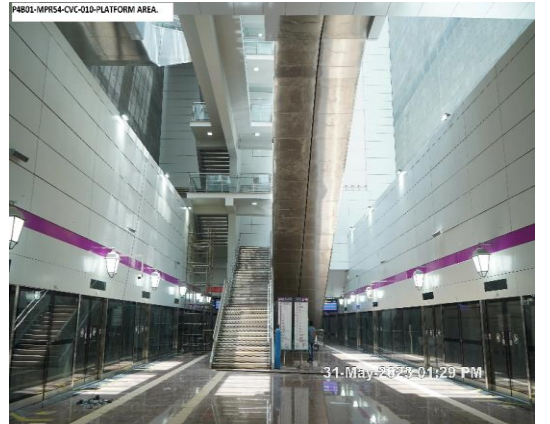
**Net Borç=Toplam Borç- (Nakit ve Nakit Benzerleri+Finansal Yatırımlar)

***Net Borç KÖİ Kredisi hariç değerlendirilmiştir.



Gülermak Faaliyet Alanları

- **Ulaşım ve Altyapı Projeleri...** Gülermak'ın ana uzmanlık alanı ulaşım altyapısıdır. Şirket, özellikle metro, hafif raylı sistem, tramvay, demiryolu, otoyol ve köprü projelerinde faaliyet göstermektedir. 1958'den bu yana Türkiye'de Ankara, İstanbul ve İzmir metroları gibi büyük ölçekli kent içi ulaşım yatırımlarında yer alan Gülermak, son 20 yılda bu deneyimini yurt dışına da taşımıştır. Polonya, Romanya, Hindistan, Filipinler, Kuzey Makedonya ve BAE gibi pazarlarda metro ve tünel projeleriyle öne çıkmaktadır. Ek olarak şirket, Sırbistan'da Belgrad-Niș hattının Stalaç-Đunis kesiminin yeniden inşası ve modernizasyonu ile ikinci hattın yapımını kapsayan ihalede birinci olduğunu duyurmuştu. Yaklaşık 349 milyon EUR tutarındaki sözleşmede Gülermak'ın %50 payı bulunuyor ve bu proje şirketin Sırbistan pazarına ilk girişini temsil ediyor. 2024 sonu itibarıyla Gülermak'ın toplam gelirlerinin yaklaşık %63'ü metro ve hafif raylı sistem projelerinden, %26'sı otoyol ve köprü projelerinden oluşmaktadır. Bu segmentler, şirketin backlog'unun da ana kısmını teşkil etmektedir.
- **Tünelcilik ve Yeraltı İnşaatı...** Gülermak, özellikle tünelcilik alanında Türkiye'nin ve Avrupa'nın önde gelen müteahhitlerinden biridir. Şirket, hem konvansiyonel yöntemlerle hem de TBM (Tünel Delme Makinesi) teknolojisiyle çalışabilmektedir. Bu alanda sahip olduğu makine parkı, mühendislik kabiliyeti ve proje yönetim tecrübesiyle metro tünelleri, karayolu tünelleri ve su tünellerinde yüksek başarı oranı elde etmiştir. Özellikle Hindistan Pune Metro, Dubai Metro Route 2020 ve Polonya Warsaw Metro gibi uluslararası referans projeler, Gülermak'ın TBM ve karmaşık yeraltı mühendisliği konularındaki güçlü konumunu kanıtlamaktadır. Şirket, aynı zamanda tünel güvenlik sistemleri, havalandırma altyapısı ve elektromekanik entegrasyon hizmetlerini de kendi bünyesinde yürütmektedir.
- **Endüstriyel Tesisler ve Enerji Altyapısı...** Şirketin bir diğer faaliyet alanı endüstriyel tesis ve enerji altyapısı projeleridir. Gülermak bugüne kadar Türkiye ve yurt dışında çok sayıda çimento, cam, şeker, kimya ve enerji santrali inşaatını üstlenmiştir. Bu projelerde genellikle EPC (Engineering-Procurement-Construction) modeliyle, tasarım, tedarik ve inşaat süreçlerinin tamamını kendi bünyesinde yönetmektedir. Enerji alanında özellikle hidroelektrik santralleri (HES), doğalgaz çevrim santralleri (CCPP) ve enerji iletim hatları gibi altyapı projeleri yer alıyor. Şirket, bu alandaki faaliyetlerini güçlendirerek yenilenebilir enerji yatırımlarında EPC yüklenici olarak büyümeyi planlamaktadır.
- **Çevre ve Altyapı Projeleri...** Gülermak, çevresel sürdürülebilirlik alanında da faaliyet göstermekte olup **atık su arıtma tesisleri, kanalizasyon altyapısı, boru hatları ve tarama (dredging)** işleri yürütmektedir. Bu projelerde özellikle yerel yönetimler ve kamu kurumlarıyla iş birliği yaparak çevresel altyapının modernizasyonuna katkıda bulunmaktadır. Şirketin mühendislik kabiliyeti, hem büyük ölçekli altyapı projelerinde hem de şehir altyapısına yönelik orta ölçekli işlerde etkin rol almasını sağlamaktadır.



Yatırım Teması

Şirket, sürdürülebilir karlılık ve kontrollü büyüme hedefiyle yeni bir ölçek dönemine giriyor... Şirketin büyüme stratejisi yatırımcı perspektifinden değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemde operasyonel ölçek ve karlılık açısından güçlü katalizörler barındırıyor. Mevcut pazarlarda backlog'un sürdürülebilirliği ve marj disiplininin korunması, şirketin kısa vadeli nakit akışını güvence altına alırken, artan maliyet ortamında kârlılığı koruyabilen ender oyuncuların biri olmasını sağlıyor. Raylı sistemler alanında planlanan yüksek hızlı tren, metro ve yeraltı/yerüstü hat projeleri ise hem proje büyüklüğü hem de teknik zorluk açısından şirketin uzmanlık alanına uygun, yüksek katma değerli işler olarak öne çıkıyor. Bu segmentteki büyüme, hem gelirlerin ölçeğini hem de proje başına brüt kâr marjını yukarı taşıyabilecek potansiyele sahip.

Coğrafi genişleme tarafında şirketin Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Orta Asya gibi büyüme odaklı pazarlara yönelmesi, hem döviz bazlı gelir çeşitliliğini artırarak bilanço riskini dengeleyecek hem de altyapı ve ulaşım yatırımlarına yönelik yüksek talep sayesinde ihalelerde daha fazla fırsat oluşturabileceğini düşünüyoruz. Bu bölgelerdeki kamu ve çok uluslu finansmanlı projelerde yer almak, backlog görünürlüğünü güçlendirerek gelir büyümesini orta vadede destekleyecek.

Global sektör liderleriyle kurulacak stratejik iş birlikleri, şirketin daha büyük ölçekli ve teknoloji yoğun projelere erişimini mümkün kılacak. Bu sayede şirket, EPC (anahtar teslim) projelerde rekabet avantajı elde ederken, finansman, mühendislik ve tedarik süreçlerinde know-how transferiyle verimliliğini artıracaktır. Böylece hem proje portföyü hem de teknik kabiliyeti ile küresel standartlara yaklaşarak, uzun vadede değerlendirme çarpanlarında yukarı yönlü bir potansiyel oluşturacağını düşünüyoruz.

Şirket, geçtiğimiz haftalarda Polonya Devlet Demiryolları tarafından yürütülen "Podleże-Szczyrzyc-Tymbark-Mszana Dolna ile Chabówka-Nowy Sącz demiryolu hatlarının modernizasyonu" ihalesine, Polonya'da yerleşik %100 bağlı ortaklığı Gülermak S.A. aracılığıyla, "Gülermak S.A.-INTOP Warszawa Sp. z o.o." konsorsiyumu altında katılmış ve altı rakip arasında birinci sırada yer almıştır. İdare tarafından ihale sonuç bildirimi şirkete tebliğ edilmiştir. Toplam sözleşme bedeli yaklaşık 1,64 milyar PLN olup (yaklaşık TL 18,8 milyar, 1 PLN ortalama 11,5 TL), bu tutarın **%35,33'**ü, 31.12.2024 itibarıyla kamuya açıklanan 12 aylık net hasılat üzerinden değerlendirildiğinde şirketin brüt satış hasılatına karşılık geliyor. Son yıllarda Avrupa'da katıldığı büyük ölçekli demiryolu ihalelerinin önemli bir kısmını kazanarak bölgesel ölçekte "altyapı müteahhitliği alanında söz sahibi oyuncu" konumuna gelen Gülermak, bu proje ile hem teknik kapasitesini hem de sürdürülebilir büyüme kabiliyetini pekiştirirken, önümüzdeki dönemde döviz bazlı gelir artışı kadar kur ve maliyet yönetiminin de stratejik önemde olacağını bir kez daha ortaya koyduğu kanaatindeyiz.

Özetle, backlog'un kârlı büyüme ile korunması, raylı sistemlerde yüksek katma değerli projelere odaklanılması, yeni coğrafyalarda agresif fakat kontrollü genişleme ve global ortaklıklarla teknoloji tabanlı ölçek büyümesi; şirketin önümüzdeki dönemde gelir kalitesi, FAVÖK marjı ve serbest nakit akışı açısından sürdürülebilir bir ivme yakalamasını sağlayacak ana katalizörler olarak öne çıkıyor. Şirket'in FAVÖK marjının 2025 yılında %14,7 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Tablo 1: Gülermak'ın 2025 Yılı İmzaladığı Sözleşmeler

Sözleşmelerin Gülermak'a Düşen Tutar Dağılımı (2025) ('000)					Açıklama
Tarih	TL	Euro	Pln (Polonya Zlotisi)	2024 Hasılatına Oranı	
25.07.2025	1,875,000			%5,4	İmzaya davet bekleniyor.
10.07.2025	11,484,391		1,041,413	%33,27	
13.05.2025	14,084,200			%40,81	
25.04.2025	7,573,542	174,453		%21,94	
30.10.2025	12,192,113		1.063.884	%35,33	
Toplam	35,017,133	174,453	1,041,413		

Kaynak: Şirket Verisi , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

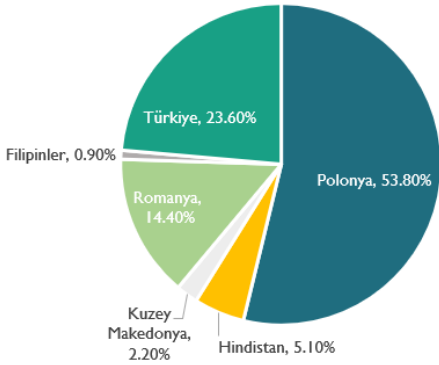


Yatırım Teması

Gelirlerin coğrafi dağılımında denge güç kazanıyor... Gülermak'ın coğrafi gelir yapısında Batı (özellikle Polonya) payı 2025'in ilk dokuz ayında %53,8'e yükselirken; Türkiye %23,6, Doğu blok ülkeleri (Romanya, Kuzey Makedonya, BAE, Hindistan, Filipinler vb.) %21,2'lik pay alıyor. Bu kompozisyon şirketin yalnızca bölgesel çeşitliliği değil, tahsilat kalitesini ve görünürlüğü de güçlendiriyor. AB fonlu kentsel raylı sistem ve demiryolu modernizasyon ihaleleri (sıkı standartlar, düzenli hakediş akışı, fiyat farkı/eskalasyon maddeleri) nakit döngüsünü öngörülebilir kılarken, EUR ağırlıklı sözleşme yapısı kur riskini doğal yoldan dengeler nitelikte. 2025'te üstlenilen Ankara metro hatları, Gebze-Köseköy sinyalizasyon ve Belgrad-Niş demiryolu gibi işler, Batı'da ölçeği büyütürken Doğu/Balkan ekseninde ayak izini derinleştiriyor. Sırbistan'da Belgrad-Niş hattının Stalaç-Đunis kesiminin modernizasyonu ve ikinci hat yapımını kapsayan, yaklaşık 349 milyon EUR tutarındaki sözleşme, şirketin ülkeye ilk girişini temsil ediyor. Gülermak, bu projenin mühendislik, altyapı, elektrifikasyon ve sinyalizasyon paketlerini üstlendiğini bildirmişti. Söz konusu proje, şirketin uluslararası portföyünde yüksek katma değerli demiryolu projelerinin payını artırması açısından stratejik önem taşıyor. Böylece proje karmasında yüksek katma değerli metro/LRT segmentinin ağırlığını artırıyor. Sonuç olarak Polonya merkezli Batı payındaki artış, Balkan/Doğu'da seçici büyüme ve döviz bazlı kontratlar bir araya gelince daha düzenli avans-hakediş akışı, olgunlaşan işlerde claim/variation potansiyeli ve operasyonel verimlilik kanalıyla FAVÖK üzerinde çoklu kaldıraç oluşturduğunu söyleyebiliriz. Risk tarafında ise; yerel bütçe döngüleri, tedarik enflasyonu ve teslimat takvimlerinde olası sapmalar izlenmeli; ancak mevcut backlog'un bölgesel dağılımı ve sözleşme şartları, yılın geri kalanı ve 2026 görünümü için gelir büyümesi ve marj istikrarı kombinasyonunu olarak öne çıkıyor.

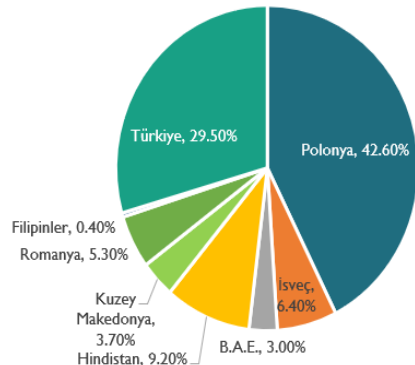
Batı odaklı gelir yapısı, kur riskini sınırlayıp nakit döngüsünü güçlendiriyor... Gülermak'ın yılın ilk dokuz ayında finansal görünümü, gelir akışında Batı (özellikle Polonya) projelerinin ağırlığını koruduğunu, buna karşın backlog tarafında Türkiye ve Doğu Avrupa merkezli bir yapının öne çıktığını gösteriyor. Yılın ilk dokuz ayında backlog'un %13,3'ü Batı/Polonya, %25,3'ü Türkiye ve %51,4'ü Doğu (Romanya, Kuzey Makedonya, BAE, Hindistan vb.) kaynaklı gerçekleşti. Bu kompozisyon, PLN/RON/EUR tabanlı AB projeleri sayesinde kur riskini doğal olarak sınırlandırırken, AB-EBRD standartlı hakediş ve avans mekanizmalarıyla nakit döngüsünü daha öngörülebilir hale getiriyor. 2025'te kazanılan Ankara Natoyolu-Dikimevi Metro, Gebze-Köseköy sinyalizasyon ve Belgrad-Niş demiryolu projeleri ise, AB fonlu ve uluslararası standartlı sözleşme yapıları sayesinde tahsilat görünürlüğüne artırarak nakit döngüsünü güçlendiren kritik kaldıraç unsurları olarak öne çıkıyor.

Grafik 1: Gelirlerin Coğrafi Dağılımı (9A25)



Kaynak: Şirket Verisi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 2: Gelirlerin Coğrafi Dağılımı (9A24)



Kaynak: Şirket Verisi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

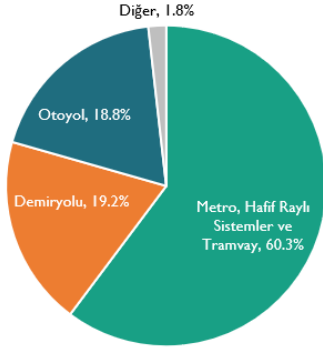


Yatırım Teması

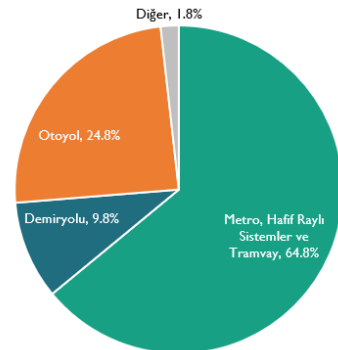
Kamu projeleri merkezli müşteri portföyü... Gülermak'ın müşteri portföyünün büyük ölçüde kamu kurumlarından oluşması, şirketin iş modeli açısından hem stratejik bir avantaj hem de güçlü bir büyüme katalizörü niteliği taşıyor. Özellikle şehir içi raylı sistem, tünel ve büyük ölçekli altyapı projelerinde kamu tarafında artan yatırım iştahı ve hızlanan ihale süreçleri, şirketin backlog görünürlüğüne güçlendirerek yıl içi hasılataya dönüş oranını destekliyor. Kamu kurumlarıyla yapılan çok yıllık sözleşmeler, güçlü hakediş disiplini ve özellikle **düşük temerrüt riski** sayesinde nakit akışı öngörülebilirliğini artırırken, marj oynaklığını da sınırlamaktadır. AB ve uluslararası finans kuruluşları kaynaklı projelerin artışı, hem finansman maliyetlerinin azalmasına hem de GLRMK'nin teknik yeterliliğinin uluslararası düzeyde referans niteliği kazanmasına katkı sağlıyor. Kamu projelerinin sağladığı ölçek ekonomisi, fiyat farkı mekanizmaları ve tedarik yönetimindeki pazarlık gücü, şirketin marj korunumu açısından pozitif bir zemin oluşturuyor. Ayrıca avans tahsilatlarındaki hızlanma ve mobilizasyon süreçlerinin öne çekilmesi, çalışma sermayesi verimliliğini artıran unsurlar olarak öne çıkıyor. Mevcut makroekonomik ortamda kamu yatırımlarının yeniden ivme kazanması ve altyapı projelerine öncelik verilmesi, Gülermak'ın teknik kapasitesi, saha tecrübesi ve güçlü referans setiyle birleştiğinde, şirketin yeni proje kazanım oranını artırabilecek yapısal bir destek sunacağını düşünüyoruz. Bu nedenle, kamu ağırlıklı müşteri yapısının şirket açısından yalnızca gelir görünürlüğü değil, aynı zamanda büyüme ve değerlendirme açısından önemli bir katalizör oluşturduğu kanaatindeyiz.

İskoçya'da 3,5 Milyon Sterlin'lik Enerji Depolama Yatırımı... Gülermak, Ekim 2025'te bağlı ortaklığı Gülermak Renewables aracılığıyla İngiltere merkezli RES UK & Ireland Limited'den Corshellach Energy Storage Ltd.'nin %100 hissesini 3,49 milyon sterlin (yaklaşık 194 milyon TL) karşılığında satın aldığını bildirmişti. İskoçya'nın Moray bölgesinde yer alan ve 49,9 MW kapasiteli enerji depolama tesisi kurulmasını kapsayan proje, bölgesel otoritelerden gerekli izinleri almış durumda. Tesis devreye girdiğinde, yenilenebilir kaynaklardan üretilen ancak anlık olarak tüketilemeyen elektriği depolayarak talebin yüksek olduğu zamanlarda şebekeye geri verecek; bu da İngiltere'nin enerji arz güvenliğini ve şebeke istikrarını destekleyecek. Bu satın alımın, Gülermak'ın mevcut 104,4 MW'lık güneş enerjisi portföyüne ek olarak 300 MW kurulu güç hedefine ulaşma yolunda stratejik bir dönüm noktası olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, projenin Avrupa'da sürdürülebilir enerji geçişine doğrudan katkı sağlayacak bir platform oluşturması, şirketin uzun vadeli gelir görünümünü güçlendireceği kanaatindeyiz.

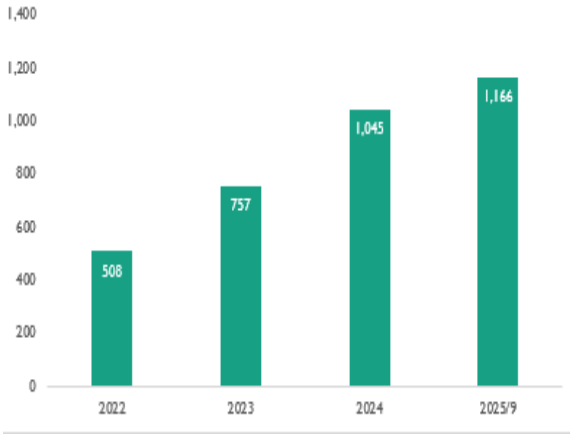


Grafik 3: Net Satışlar ve Satışların Kırılımı (9A25)


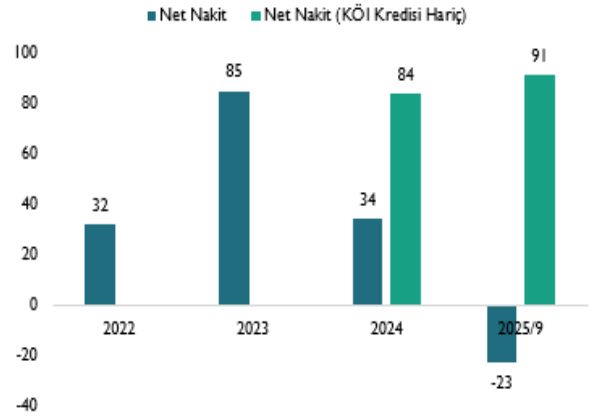
Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 4: Net Satışlar ve Satışların Kırılımı (9A24)


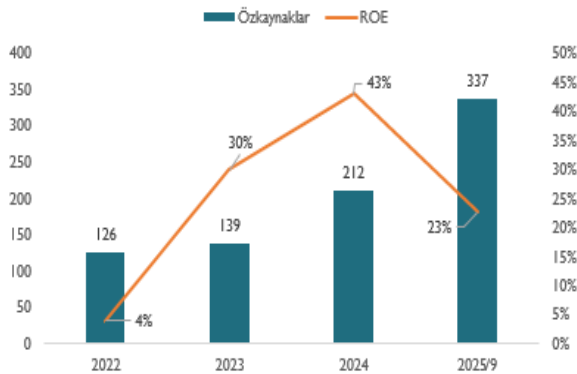
Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 5: Aktif Büyüklüğü (milyon Euro)


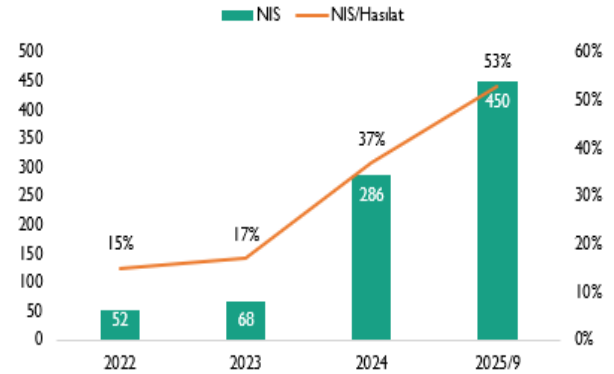
Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 6: Net Nakit Durumu (milyon Euro)


Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 7: Özkaynak Karlılığı (Milyon Euro)


Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 8: Net İşletme Sermayesi (Milyon Euro)


Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Riskler...

- ✓ Teklif ve ön yeterlilik aşamalarında gecikme veya düşük kazanım oranı, backlog'un hasıllata dönüş hızını yavaşlatarak gelir ve kârlılık tahminlerini aşağı çekebilir.
- ✓ Şirketin iş portföyünün büyük kısmı kamu kurumlarından oluştuğu için bütçe kısıtları, ihale rekabeti ve politik takvim değerlendirme üzerinde risk oluşturuyor.
- ✓ TL bazlı kontratların payındaki artış, yüksek girdi maliyetleriyle birleştiğinde marjlar üzerinde baskı yaratabilir; ancak fiyat farkı mekanizması bu riski sınırılıyor.
- ✓ Gelirlerin önemli kısmının döviz cinsinden olması, özellikle son dönemde paritenin dolar tarafında iyileşme sağlaması EUR/USD paritesindeki değişimlere ve avans tahsilat hızına bağlı olarak hasılat projeksiyonlarını etkileyebilir.
- ✓ Proje sahalarında yaşanabilecek jeoteknik, izin veya tedarik kaynaklı gecikmeler maliyet artışı ve termin riskleri oluşturabilir.
- ✓ Şirketin müşteri portföyünün tamamının devlet-kamu kurumlarından oluşması, faaliyetlerin kamu harcama politikaları, bütçe limitleri ve ihale süreçlerine bağımlılığını artırmaktadır. Bu durum, yeni projelerin kazanımında yaşanabilecek olası gecikme veya rekabet baskısı yoluyla finansallar üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabilir.

Küresel Sektör Görünümü

- **Dünya genelinde raylı sistem yatırımları hız kesmeden büyüyor...** Küresel ölçekte altyapı yatırımlarının odağında artık raylı sistemler ve tünel projeleri bulunuyor. Bu eğilimin temel nedenleri; hızla artan şehirleşme, ulaşım altyapısının eskimesi, iklim değişikliğine karşı dayanıklılık ihtiyacı ve sürdürülebilir ulaşım politikalarının güçlenmesi. Şehirler büyüdükçe, yer üstü trafiği giderek daha fazla tıkanıyor ve bu da kent içi taşımacılığın büyük ölçüde yer altına taşınmasını zorunlu kılıyor. Sonuç olarak metro, banliyö ve hafif raylı sistem yatırımları hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde altyapı politikalarının merkezine yerleşmiş durumda. Uluslararası Toplu Taşıma Birliği (UITP)'nin 2024 verilerine göre, küresel metro hatlarının toplam uzunluğu son beş yılda %12 artış gösterdi. Yolcu sayıları ise pandemi öncesi seviyelerin üzerine çıktı. 2025–2026 döneminde Asya, Körfez ülkeleri ve Avrupa başta olmak üzere yeni hat projelerinin hız kesmeden devam etmesi bekleniyor. Avrupa Birliği'nin TEN-T (Trans-European Transport Network) planı kapsamında, kıta genelinde demiryolu ağlarının modernizasyonu, elektrifikasyonu ve sinyalizasyon altyapısının yenilenmesi 2030'a kadar öncelikli yatırım alanı olarak öne çıkıyor.
- **Tünelticilik sektörü hem kapasite ihtiyacı hem de iklim hedefleriyle büyüyor...** Tünel inşaatı, ulaşım, su yönetimi ve enerji iletiminde stratejik bir rol oynuyor. Yer altı altyapısının geliştirilmesi; sel riskine karşı drenaj tünelleri, enerji kablolarının yer altına alınması ve kent içi ulaşımın kesintisiz hale getirilmesi açısından önem kazanıyor. Uluslararası Tünelticilik Birliği (ITA-AITES) 2024 raporunda küresel tünel pazarının önümüzdeki beş yılda yıllık ortalama %6 büyümesini öngörüyor. Ancak bu büyüme yüksek teknik zorlukları da beraberinde getiriyor. TBM (Tünel Açma Makinesi) tedarik sürelerinin uzaması, jeolojik risklerin maliyetleri artırması ve malzeme fiyatlarındaki oynaklık, sözleşme yönetiminde dikkatli olunmasını gerektiriyor. Özellikle yüksek çaplı veya özel segmentli tüneller için kullanılan TBM'lerin üretimi 12–18 ay bulabildiğini belirtelim. Bu durum da proje takvimlerinin uzamasına ve finansman maliyetlerinin yükselmesine neden oluyor. Bu nedenle birçok ülkede yeni ihalelerde fiyat farkı ve maliyet endeksleme mekanizmaları standart hale getiriliyor.
- **Küresel altyapı yatırımları büyüdükçe Finansman yapısı da dönüşüyor...** Dünya Bankası'nın Infrastructure Monitor 2024 raporuna göre, 2040 yılına kadar dünya genelinde yaklaşık 94 trilyon dolar tutarında altyapı yatırımına ihtiyaç duyulması bekleniyor. Ulaşım ve kentsel altyapı projeleri bu yatırım açığının en büyük payını oluşturuyor. Avrupa Yatırım Bankası (EIB) ve Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) gibi kurumlar, düşük karbonlu ulaşım projelerine uzun vadeli finansman sağlamayı sürdürüyor. Bu destek sayesinde raylı sistem projeleri “yeşil yatırım” kategorisinde değerlendiriliyor ve özel sermaye fonlarının ilgisini çekiyor. Ancak yatırımcılar artık projelerin çevresel ve finansal sürdürülebilirliğine daha fazla önem veriyor. ESG (Çevresel, Sosyal, Yönetişim) kriterlerine uymayan veya gelir modeli zayıf projelerin fon bulma olasılığı azalıyor.
- **Sektörün geleceğini sürdürülebilirlik, dijitalleşme ve risk yönetimi şekillendiriyor...** Raylı sistemler ve tünelticilik sektörü, önümüzdeki dönemde üç ana eksenle dönüşüm geçiriyor: **sürdürülebilirlik**, **dijitalleşme** ve **finansal istikrar**. Karbon emisyonlarını azaltan teknolojiler, enerji verimliliği sağlayan ekipmanlar ve çevre dostu inşaat yöntemleri artık her projenin temel koşulu haline geliyor. Bunun yanında BIM (Building Information Modeling – Yapı Bilgi Modellemesi) ve dijital ikiz teknolojileri, proje planlamasında hata payını azaltmakla beraber süreçleri daha şeffaf hale getiriyor. Finansman tarafında ise faiz dalgalanmaları, tedarik zinciri baskıları ve döviz hareketleri projelerin maliyet yapısını doğrudan etkiliyor. Bu nedenle güçlü finansal planlama, esnek bütçe yönetimi ve yerel ortaklıklarla işbirliği, proje başarısının unsurları arasında yer alıyor.

Görsel 1: Bükreş Metro Hattı



Görsel 2: Cluj-Napoca Metro Hattı Projesi



Doğu Avrupa Görünümü

- **Finansman kapıları Polonya’da yeniden açıldı, projeler hızlanıyor...** Polonya, Brüksel ile yaşanan hukuki-gerilim sürecinden sonra yaklaşık 76 milyar euro tutarındaki AB uyum ve bölgesel kalkınma fonlarını kullanmaya başladı. Bu fonlar ulaştırma, şehir altyapısı, enerji verimliliği gibi öncelikli alanlara yönlendiriliyor. Avrupa Yatırım Bankası (EIB), Polonya’daki raylı sistem projelerine 2024’te büyük miktarda finansman sağladı. Ayrıca Brüksel, 2025 yılında 94 ulaştırma projesine 2,8 milyar euro hibe ayırdı. Raylı sistem projeleri, bu hibe paketinden %77 pay alacak şekilde öne çıktı. Bu bakımdan, 2025–2026’da Polonya’da hem şehir içi raylı sistemler hem de ana hat modernizasyonu projeleri için tutarlı bir finansman temini görünümünün varlığını söylenebiliriz.
- **Varşova metrosu genişlemeye devam ediyor...** Varşova’da mevcut M2 metro hattının uzatmaları 2025 sonuna kadar kademeli olarak devreye alınması planlanırken, belediye aynı zamanda M3 ve M4 hatları için 2030’lara uzanan kapsamlı bir genişleme programı yürütüyor. Gülermak, daha önce M2 hattının farklı kesimlerinde yüklenici olarak görev almış olması sayesinde yerel tedarik zincirine, idari süreçlere ve sözleşme kültürüne hâkim bir konuma sahip. Bu saha deneyimi, şirketin yeni ihalelerde teknik ve operasyonel açıdan belirgin bir “öğrenme eğrisi” avantajı elde etmesini sağlıyor. Ek olarak, Yeni dönemde Polonya’da açılan raylı sistem ihalelerinde EPC+F (inşaat + finansman) modelinin ağırlık kazanması dikkat çekiyor. Avrupa Birliği hibeleriyle uyumlu bu yaklaşım, yüklenicilere finansman kabiliyeti açısından ek puan sağlıyor. Gülermak’ın güçlü mühendislik altyapısını finansal esneklikle birleştirebilmesi, özellikle büyükşehir ulaşım projelerinde adını öne çıkarıyor.
- 2025–2026 döneminde yalnızca Varşova değil, Kraków, Wrocław ve Poznań gibi diğer büyük şehirlerde de tramvay ve banliyö hatlarının modernizasyon projeleri hız kesmeden devam ediyor. EIB ve Avrupa Komisyonu’nun raylı sistem yatırımlarına “yeşil öncelik” vermeye devam etmesi, bu kentlerdeki proje akışının sürdürülebilir olacağına işaret ediyor. Bu çerçevede Gülermak, Polonya’da hem yüksek teknik içerikli metro ihalelerinde hem de şehir içi raylı sistem modernizasyonlarında istikrarlı bir iş hacmini koruyabilecek güçlü bir pozisyonda bulunuyor. Polonya’nın 2021–2030 planları çerçevesinde demiryolu altyapısına yaklaşık 75 milyar dolar yatırım hedefi bulunuyor. PKP PLK projeleri arasında hat kapasitesi iyileştirme, elektrifikasyon, sinyalizasyon (ERTMS) ve bölgesel hat yenilemeleri öncelikli. Bu kapsamda, özellikle tünel/viadük/istasyon altyapı paketleri EPC yüklenicileri için kritik alan haline geliyor.
- **Romanya’da metro projeleri hızla ilerliyor; Cluj ve Bükreş sahnede...** Romanya’da son iki yılda şehir içi ulaşım altyapısı, AB fonları ve uluslararası finansman kuruluşlarının desteğiyle hız kazandı. Ülkenin amiral gemisi projesi olan Bükreş M6 metro hattı, Otopeni Havalimanı bağlantısını sağlayacak şekilde kademeli olarak ilerliyor. Gülermak-Somet konsorsiyumu, 7,6 km uzunluğundaki “I Mai – Tokyo” kesimini kapsayan Lot 1.2 için inşaat ruhsatını aldı ve 2025 Nisanı itibarıyla TBM kazılarını resmen başlattı. Bu aşamada ilk tünel segmentlerinin tamamlandığı ve elektromekanik altyapıya geçiş hazırlıklarının sürdüğü bildiriliyor.
- Bükreş’in ardından, Cluj-Napoca metrosu da ülke çapında bir dönüm noktası niteliğinde. 21 kilometrelik, tamamen yeraltında inşa edilen bu hat, Romanya’nın başkent dışındaki ilk tam otomatik (sürücüsüz) metro sistemi olacak. TBM fırlatma şaftı kazıları 2025 Ağustos’unda resmen başladı ve projenin ilk fazı için temel tünel kazı çalışmaları yürütülüyor.
- Bu iki projeye bakıldığında, Romanya’nın 2021–2027 AB Ulaşım Programı (PoT) kapsamında “yeşil mobilite” yatırımlarının öncelikli bileşenlerini oluşturuyor. JICA finansmanı, AB hibeleri ve devlet katkılarından oluşan karma model, hem Bükreş M6 hem de Cluj metrosuna güçlü finansal zemin sağladığını düşünüyoruz. **Gülermak**, bu iki sahada aktif rol alarak yalnızca inşaat yüklenicisi değil, aynı zamanda bölgedeki yüksek mühendislik kapasitesi ve proje yönetimi tecrübesiyle öne çıkan bir referans marka konumuna geliyor. Romanya’daki bu ilerleme, şirketin Doğu Avrupa portföyünü çeşitlendirirken, uzun vadeli EPC+F kabiliyetlerini pekiştiren bir stratejik ayak olarak önem taşıyor.
- **Doğu Avrupa ihalelerinde artık “en düşük fiyat” değil, “en iyi değer” kazandırıyor.** Bölgedeki yeni nesil altyapı ihalelerinde, fiyat tek başına belirleyici olmaktan çıkırken, devletler giderek daha fazla “en iyi değer (best value)” prensibiyle hareket ediyor. Bu yaklaşımda yükleniciler yalnızca teklif tutarına göre değil, maliyet kontrolü, iş programının uygulanabilirliği, tedarik zinciri planlaması, finansman yapısının sağlamlığı ve ESG (çevresel-sosyal-yönetişim) kriterlerine uyum gibi çok boyutlu performans göstergeleriyle değerlendiriliyor. Bu ortamda Gülermak, hem teknik derinliği yüksek metro ve tünel projelerindeki geçmiş başarıları hem de yerel pazar bilgisi ve operasyonel disiplini sayesinde öne çıktığını düşünüyoruz. Şirketin Polonya ve Romanya’daki tamamlanmış ve devam eden projeleri, idareler nezdinde güçlü bir güven ve referans zemini oluşturuyor. Önümüzdeki dönemde Gülermak’ın finansman kapasitesini çeşitlendirerek ve yerel ortaklarla stratejik konsorsiyumlar kurarak ihalelere katılması, yalnızca fiyat rekabetinde değil, teknik kalite ve finansal sürdürülebilirlik açısından da belirgin bir avantaj oluşturacağı kanaatindeyiz.

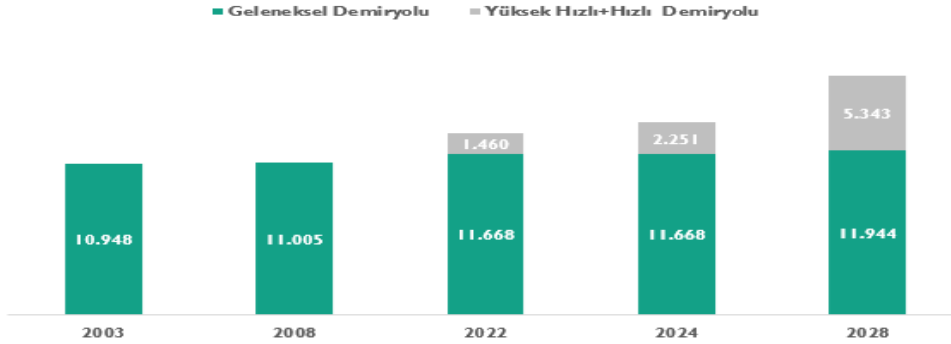


Türkiye Altyapı ve Taahhüt Sektörü Görünümü

Türkiye altyapı ve taahhüt sektörü 2025 itibarıyla yeniden ivme kazanmış durumda ve bu ivme, Gülermak'ın ana faaliyet alanlarıyla büyük ölçüde örtüşüyor. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı'nın 2024 Yılı Yatırım Programı'na göre ulaştırma ve haberleşme sektörü tüm yatırımlar arasında 5. sırada yer alıyor ve 773 projeye toplam yatırım portföyünün önemli bir kısmını oluşturuyor. 2003–2024 döneminde ulaştırma ve haberleşme yatırımları içinde karayolu projeleri 168,8 milyar USD, demiryolu projeleri ise 60,2 milyar USD tutarına ulaşarak en büyük iki kalemi oluşturdu. Bu tablo, Gülermak'ın faaliyet gösterdiği raylı sistemler, metro, tünel ve demiryolu altyapısının devlet yatırım öncelikleriyle doğrudan örtüştüğünü gösteriyor. Şirket, hem yurtiçi hem de uluslararası projelerde (Polonya, Hindistan, İsveç vb.) üstlendiği anahtar teslim metro ve tünel projeleriyle bu büyüyen yatırım ekseninin merkezinde konumlanıyor. Demiryolu ve şehir içi raylı sistem hatlarına yönelik kamu yatırımlarının artması, Gülermak'ın teknik uzmanlığı (TBM tünelleri, sistem entegrasyonu, betonarme yapı imalatı) ile doğrudan uyumlu bir pazar genişlemesi oluşturuyor.

Önümüzdeki dönemde ise Türkiye'nin ulaştırma vizyonu, sektörün uzun vadeli büyüme yönünü açık biçimde tanımlıyor. **2028 yılına kadar demiryolu ağının 17.000 km'nin üzerine çıkarılması, 2053'te ise 28.600 km'ye ulaşması hedefleniyor.** Bu hedef, raylı sistem yatırımlarının altyapı içindeki payının belirgin biçimde artacağını ve Gülermak gibi mühendislik-yoğun firmalar için istikrarlı bir talep tabanı oluşacağını ortaya koyuyor. Bu ortamda, EBRD ve AIIB gibi çok taraflı finansman kuruluşlarının Türkiye'deki ulaştırma ve enerji altyapılarına sağladığı uzun vadeli fon akışı, şirketler için finansman erişimini kolaylaştırırken, kârlılığı belirleyen temel fark artık proje seçimi, maliyet disiplini ve sözleşme yönetimi üzerinde şekilleniyor. Dolayısıyla sektör, yüksek yatırım temposunu korurken, önümüzdeki iki yıl boyunca "hacimsel büyüme"den "verimlilik ve sürdürülebilirlik odaklı büyüme"ye evrilmesini ve bu geçişi en sağlıklı yönetebilecek firmalar arasında Gülermak'ın da iş modeli ile öne çıkmasını bekliyoruz.

Grafik 9: Türkiye Demiryolu Uzunlukları (KM)



Kaynak: GLRMK Yatırımcı Sunumu, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Tablo 2: Şehir Bazlı Raylı Sistem Uzunluğu (KM)

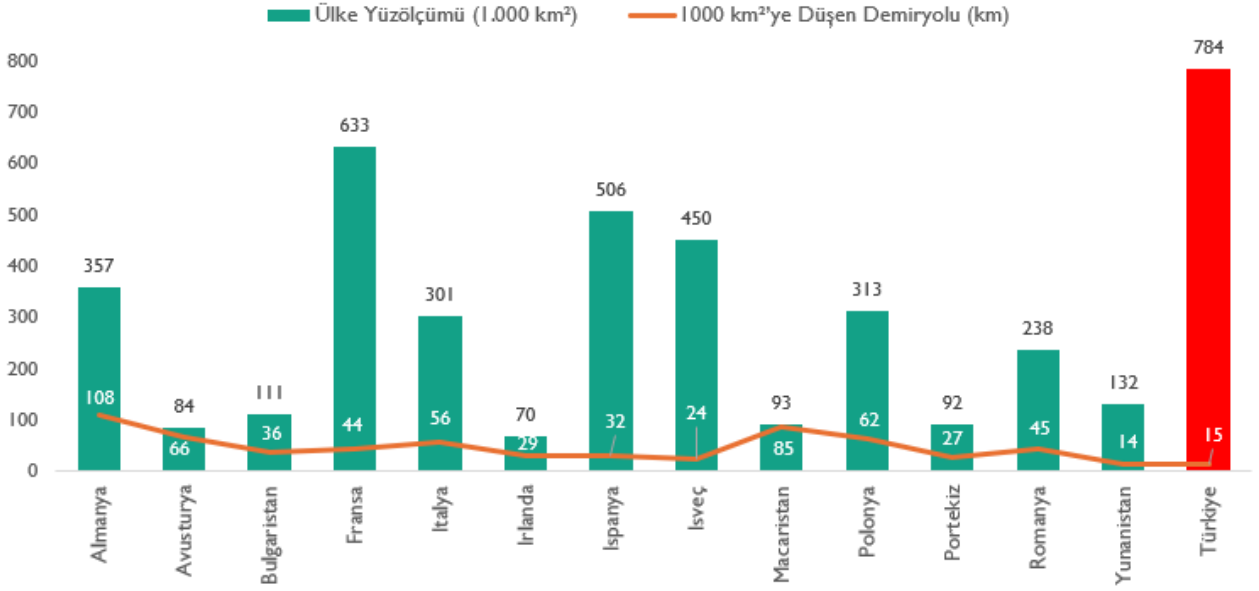
Şehir	Toplam Raylı Sistem Hattı Uzunluğu (km) ve türleri	1000 kişi başına düşen raylı sistem hattı uzunluğu (m/1000)
İstanbul	283 km - Metro, Hafif metro, Tramvay, Banliyö	17.9
Ankara	103 km - Metro, Hafif metro, Banliyö	17.6
İzmir	177 km - Metro, Tramvay, Banliyö	40
Bursa	55 km - Hafif metro, Tramvay	17.5
Antalya	53 km - Hafif metro, Tramvay	20.2
Konya	26,5 km - Tramvay	11.6
Adana	14 km - Hafif metro	6.2
Gaziantep	47 km - Tramvay, Banliyö	22.1
Kocaeli	10 km - Tramvay, Banliyö	4.9
Kayseri	34 km - Tramvay	23.7
Samsun	35 km - Tramvay	25.5
Eskişehir	55 km - Tramvay	61.2

Kaynak: 2023 Strateji , Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



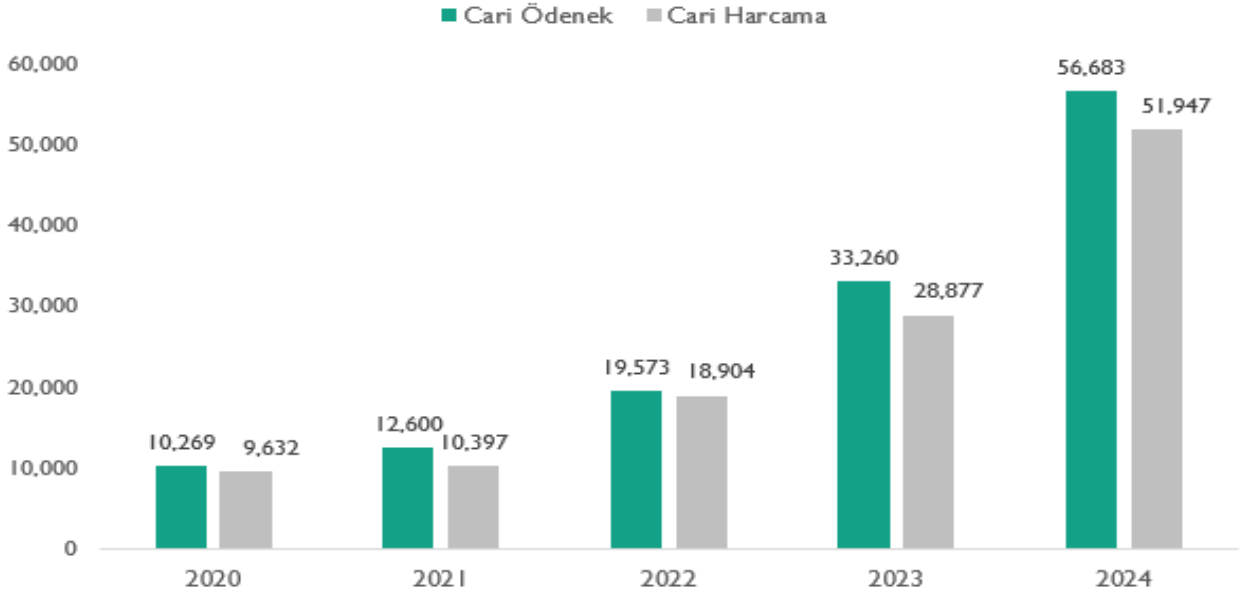
Grafikler

Grafik 10: 1000 KM²'ye Düşen Hat Uzunluğunun Avrupa Karşılaştırması



Kaynak: TCDD İstatistik Yıllığı, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 11: Yıllara Göre Yatırım Gerçekleştirme Oranı (Milyon TL)

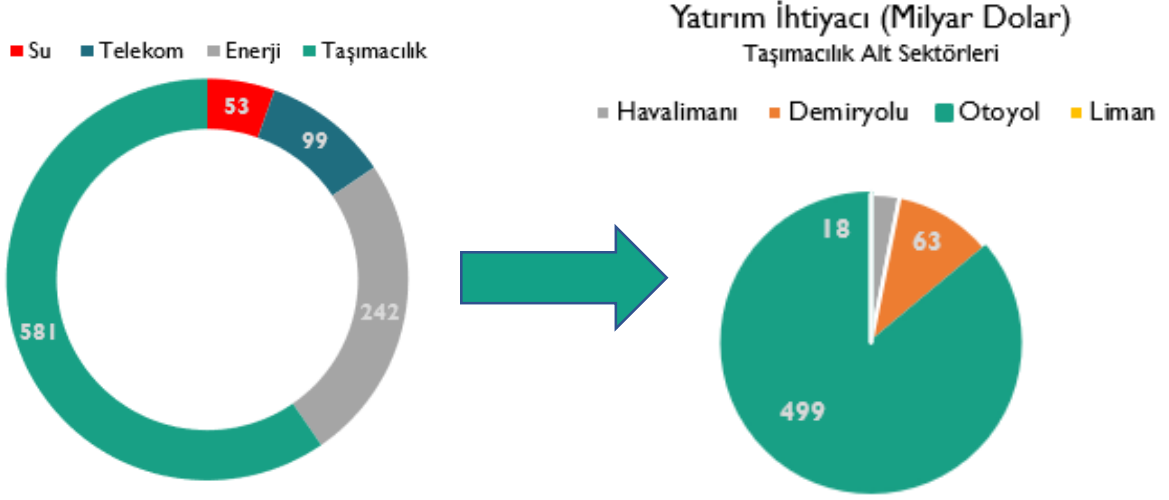


Kaynak: TCDD İstatistik Yıllığı, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



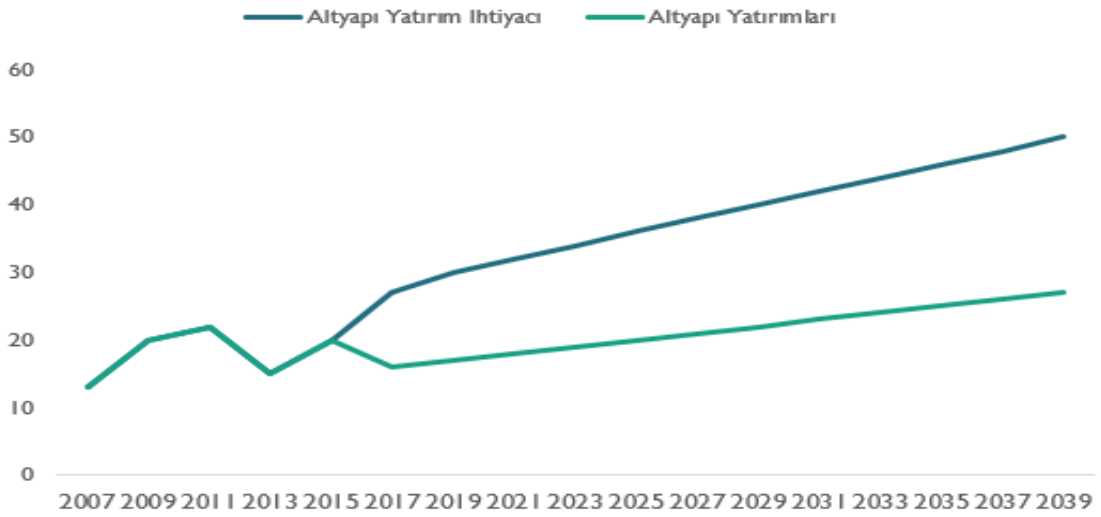
Grafikler

Grafik 12: Sektörlere Göre Yatırım İhtiyaçları (Milyar USD)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Yatırım Ofisi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma

Grafik 13: Alt Yapı Yatırımları ve Yatırım İhtiyaçları (Milyar USD)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Yatırım Ofisi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Devam Eden Projeler		
Proje Adı	Lokasyon	Kategori
Fahrettin Altay Narlıdere Metro	İzmir	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Buca Metro	İzmir	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Ümraniye - Ataşehir - Göztepe Metro	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Mezitli - 3 Ocak Metro	Mersin	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Halkalı - İspartakule Trenyolu	İstanbul	Demiryolu Projeleri
Çerezköy - İspartakule Trenyolu	Tekirdağ - İstanbul	Demiryolu Projeleri
Ankara Natoyolu - Dikimevi Hattı Metrosu	Ankara	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Gebze – Köseköy Demiryolu Hat Kesimi	Gebze	Demiryolu Projeleri
İzmir HRS Araç Depo İnşaatı	İzmir	Diğer
Alaşehir Sulaması Yenilemesi İkmal	Manisa	Diğer
Hamzadere Barajı Sulaması	Edirne	Diğer
Bükreş Metro M6 Lot 2	Romanya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Cluj Metro	Romanya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Cluj Lot 3 Trenyolu	Romanya	Demiryolu Projeleri
Varşova Metro Mory	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Krakow S7 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi (KÖİ*)	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Limanowa – Klęczany Demiryolu	Polonya	Demiryolu Projeleri
Krakow S52 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
S19 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
Beljakovce – Kriva Palanka Trenyolu	Kuzey Makedonya	Demiryolu Projeleri
Paket S-07 Trenyolu	Filipinler	Demiryolu Projeleri
Surat Metro 1 – 2	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Pune Metro – 1	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Pune Metro – 2	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Kanpur Metro 1 – 2	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler

Kaynak: Şirket Verisi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



Tamamlanmış Projeler		
Proje Adı	Lokasyon	Kategori
Kayseri Tramvayı	Kayseri	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Sabiha Gökçen Metro	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Sincan – Ankara – Kayaş Trenyolu	Ankara	Demiryolu Projeleri
Samsun Kalın Trenyolu	Samsun	Demiryolu Projeleri
Kadıköy – Kartal Metrosu	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Tandoğan – Keçiören (M4) Metrosu	Ankara	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
İstanbul Otogar – Bağcılar Raylı Toplu Taşıma Sistemi	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Sekapark – Otogar Arası Tramvay	Kocaeli	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Ankara Yüksek Hızlı Tren Gar Kompleksi	Ankara	Demiryolu Projeleri
Konak ve Karşıyaka Tramvayları	İzmir	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Atatürk Havaalanı – Yenibosna Hafif Raylı Sistemi	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Haliç Metro Geçiş Köprüsü	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Konya – Karaman Hızlı Tren Demiryolu	Konya	Demiryolu Projeleri
Gaziray Trenyolu	Gaziantep	Demiryolu Projeleri
Eskişehir Hızlı Tren Demiryolu Geçiş İstasyonu	Eskişehir	Demiryolu Projeleri
Mecidiyeköy – Mahmutbey Metro	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Eskişehir Tramvayı Uzatma Hatları	Eskişehir	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Kargı HES	Çorum	Diğer
Haliç İslah Projesi	İstanbul	Diğer
Temelli Doğal Gaz Kombine Çevirim Santrali	Ankara	Diğer
Nuh Çimento Fabrikası Üretim Hattı – 3	İzmit	Diğer
Çumra Şeker Fabrikası	Konya	Diğer
Aksaray Şeker Fabrikası	Aksaray	Diğer
Polatlı Şişecam Fabrikası	Ankara	Diğer
Trakya Cam Fabrikası	Mersin	Diğer
Swinoujście Tüneli	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Poznan Tramvayı	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Varşova Metro Bemowo	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Varşova Wola Metrosu	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Varşova Metro Hattı 2	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Varşova Metro Brodno	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Varşova S2 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
Dubai Expolink 2020 Metro	B.A.E.	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeler
Kvarnberget Demiryolu	İsveç	Demiryolu Projeleri
Manama Bahreyn ALBA Kok Kalsinasyon ve Deniz Suyu Tuzsuzlaştırma	Bahreyn	Diğer

Kaynak: Şirket Verisi, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma



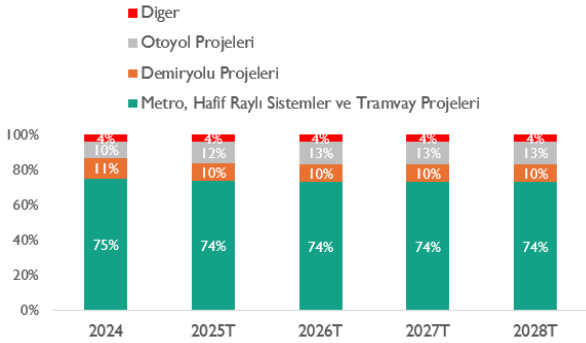
Finansal performans ve büyüme beklentileri

Gülermak, 3Ç25'te 9,034 milyon TL hasılat (y/y +%5), TL 1,862 mn FAVÖK (y/y +%376, FAVÖK marjı %20,6) ve 1,324 milyon TL net kâr (y/y +%164, net kâr marjı %22) açıkladı. Aynı dönemde brüt kâr etkin maliyet yönetimi sayesinde %13 azalış kaydederek 7.143 milyon TL elde edildi. 2025 yılının ilk dokuz ayında şirketin gelirlerinin coğrafi kırılımına bakıldığında, Batı %53,8, Türkiye %23,6 ve Doğu %22,6 payla öne çıkıyor. Faaliyet bazında değerlendirildiğinde ise gelirlerin %60,3'ü metro/şehir içi raylı sistemler, %18,8'i otoyol, %19,2'si demiryolu ve %1,8'i diğer projelerden elde edildi. Dönem sonunda şirketin bakiye sipariş büyüklüğü geçen yıla paralel 4,75 milyar EUR seviyesinde gerçekleşirken, net nakit pozisyonu PPP (Kamu Özel Fonu) hariç 84 milyon EUR'dan 91 milyon EUR seviyesine yükseldi. Ayrıca, net kar üzerinde enflasyon muhasebesine bağlı net parasal pozisyon kayıp kalemi (317 milyon TL) ve 182 milyon TL tutarındaki finansman giderleri net kar üzerinde baskı oluşturdu

Açıklanan finansallar, şirketin özellikle raylı sistemler alanında uluslararası düzeyde ihale kazanımıyla büyüme dinamiğini sağlam bir şekilde koruduğunu gösteriyor olurken, aynı zamanda işletme sermayesi yükünün artıyor olması ve döviz kuru volatilitesi nedeniyle nakit döngüsünde riskler bulunduğu da göz ardı edilmemelidir.

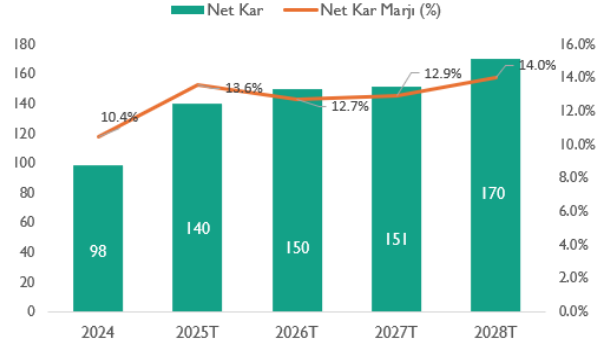
Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak GLRMK'nın 2025T'de 1,032 milyon EUR net satış geliri (y/y +%9,9), 151 milyon EUR FAVÖK (y/y +%25) ve 140 milyon EUR net kar (y/y +%43) açıklamasını bekliyoruz.

Grafik 14: Yapılan İşlere Göre Hasılat Kırılımı (%)



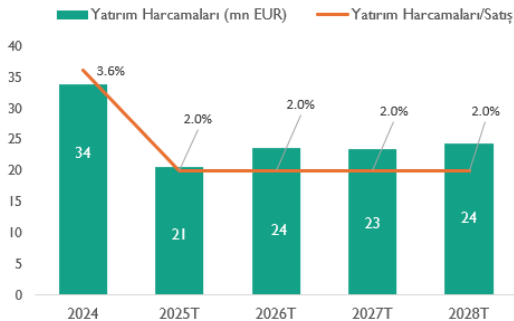
Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 15: Net Kar ve Net Kar Marjı (%)



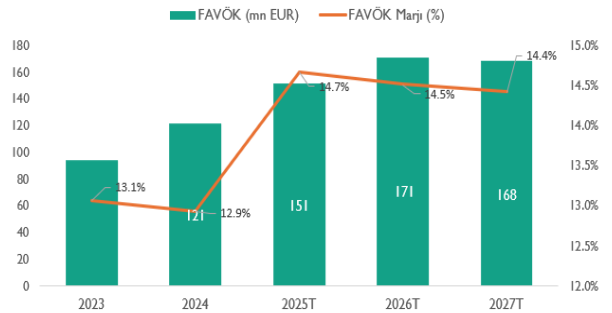
Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 16: Yatırım Harcamaları ve Yatırım/Net Satış (%)



Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 17: FAVÖK ve FAVÖK Marjı (%)



Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Değerleme Özeti

GLRMK'in değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi kullandık.

- 2025–2034 dönemi için oluşturduğumuz projeksiyonumuzda, net satış gelirlerinin dönem boyunca ortalama yaklaşık %6,2 oranında artış göstereceğini öngörüyoruz.
- 2024'te %13,0 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının gelir büyümesine paralel maliyetler kalemindeki azalış sebebiyle 2025 yılında 14,7% seviyesinde gerçekleşmesini, gelecek yıllarda bu artışın projelere bağlı kalmakla birlikte benzer seviyelerde devam etmesini ve operasyonel karlılığının %14 bandında normalleşmesini bekliyoruz.

Gülmek için 12 ay ileri hedef piyasa değerimiz 1,515 milyon euro'dur. Bu, hisse başına 4,70 euro'ya denk gelmekte olup, euro bazında yükseliş potansiyeli yaklaşık %33'e işaret ediyor.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma tahminlerimize göre, 2026 yıl ortalama EUR/TL tahminimiz 56 TL olup, GLRMK için 12 ay ileri hedef fiyatımız hisse başına 263 TL ve yükseliş potansiyeli %53'tür.

Tablo 3: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon EUR)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	1,515
Hedef Piyasa Değeri		1,515
Ödenmiş Sermaye		323
Hisse Başı Hedef Fiyatı (EUR)		4.70
2026 Yılı Ortalama EUR/TRY		56.00
Hisse Başı 12 Aylık Hedef Fiyatı (TL)		263.0
Son Kapanış (12.11.2025)		172.00
Yükseliş Potansiyeli (%)		53%

Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

2025–2034 yıllarını kapsayan EURO bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi yönteminde, risksiz faiz oranını Türkiye'nin 10 yıllık Eurobond getirisinden yararlanarak %6,5, hisse risk primini %3,6 ve hisse betasını 0,6x olarak belirleyerek %10,10 özsermaye maliyetine ulaşıyoruz. Borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı varsayımımız üzerine 200 bps ek faiz uygulayıp %8,5'e ulaşırken, borç ağırlığını kademeli olarak azaltarak 2034'de %42 seviyesinde tahmin ediyoruz. Tahminlerimiz doğrultusunda ortalama sermaye maliyetini (WACC) 2025-2034 tahmin projeksiyonumuz için ortalama %9,0 olarak hesaplıyoruz. %1,0'lik uç değer büyüme oranı uyguluyoruz.

Tablo 4: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) (mnEUR)										
	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	
Hasılat	940	1.032	1.180	1.168	1.214	1.264	1.326	1.417	1.509	
Büyüme (%)		9.9%	14.4%	-1.0%	3.9%	4.1%	4.9%	6.8%	6.5%	
FAVÖK	121	151	171	168	199	180	186	196	209	
FAVÖK Marjı (%)	12.9%	14.7%	14.5%	14.4%	16.4%	14.2%	14.0%	13.9%	13.9%	
Vergi	-21	-25	-26	-27	-30	-27	-28	-30	-31	
Yatırım Harcamaları	-34	-21	-24	-23	-24	-25	-27	-28	-30	
Yatırım Harcamaları/Satış	-3.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	
Net İşletme Sermayesinde Değişim	144	94	22	2	10	8	11	15	16	
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-77	12	99	116	134	119	120	123	132	
SNA/Satış	-8.2%	1.2%	8.4%	9.9%	11.0%	9.4%	9.0%	8.7%	8.7%	
AOSM	8.47%	8.68%	8.79%	8.91%	9.01%	9.07%	9.12%	9.16%	9.19%	
Bugüne İndirgenmiş Nakit Akımı	-77	11	84	90	95	77	71	66	65	
Firma Değeri 2025-2034	683									
Terminal Büyüme Oranı	1.0%									
Terminal Değer	740									
Toplam Firma Değeri	1.423									
2025T Net Borç* (-)	-92									
Özermaye Değeri	1,515									

*Kamu-Özel İşbirliği (KÖİ) Kredisi hariç

Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Tablo 5: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM - WACC Hesabı											
	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz faiz oranı	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Hisse senedi risk primi	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
Piyasa Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta (kaldıraçlı)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
Sermaye maliyeti	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%
Borç maliyeti	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
Borç risk primi	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
Sermaye oranı	20%	30%	35%	41%	46%	49%	52%	53%	55%	57%	58%
Borç oranı	80%	70%	65%	59%	54%	51%	48%	47%	45%	43%	42%
Borç/Özsermaye oranı	407%	232%	184%	142%	118%	104%	94%	87%	82%	77%	73%
Efektif Vergi Oranı	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
AOSM	8.47%	8.68%	8.79%	8.91%	9.01%	9.07%	9.12%	9.16%	9.19%	9.22%	9.24%

Kaynak: GLRMK, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Piyasa Çarpan Analizi

Gülermak'ı küresel piyasalarda faaliyet gösteren metro, hafif raylı sistemler ve otoyol projeleri şirketleri ile karşılaştırdığımızda, şirketin 2025 ve 2026 tahmini FD/FAVÖK rasyolarının sırasıyla 7,6x ve 6,8x, F/K rasyolarının ise sırasıyla 8,1x ve 7,6x olduğu görülmektedir. Buna karşılık, sektörün F/K medyanı 2025 ve 2026 yılında sırasıyla 15,5x ve 13,8x ile işlem görmektedir. FD/FAVÖK çarpanının ise her iki yılda 7.8x ile işlem görmektedir. Bu görünüm, Gülermak'ın 2025T itibarıyla uluslararası benzerlerine göre F/K çarpanında yaklaşık %48, 2026T'de ise %45 oranında iskonto lu işlem gördüğüne işaret etmektedir. Benzer şekilde, FD/FAVÖK çarpanında da şirketin 2025T'de %1,5, 2026T'de ise %14 seviyesinde iskonto ile fiyatlandığı görülmektedir.

Tablo 6: Benzer Şirket Karşılaştırması

Bloomberg Kodu	Şirket İsmi	Piyasa Değeri (EUR milyar)	F/K		FD/FAVÖK	
			25T	26T	25T	26T
SCGB MK	Sunway Construction Group Berhad	1.6	22.8	21.1	14.7	13.5
SKBN IT	Shikun & Binui Ltd.	2.8	-	-	-	-
BDX PW	Budimex SA	3.5	23.4	19.0	14.2	11.9
LT IN	Larsen & Toubro Limited	53.0	29.8	24.5	20.3	17.2
BBY LN	Balfour Beatty plc	3.77	15.5	13.8	6.8	6.5
390 HK	China Railway Construction Corporation Limited	15.96	3.5	3.4	13.9	13.0
FGR FP	Eiffage SA	10.59	10.4	9.1	5.6	5.4
000720 KS	Hyundai Engineering & Construction Co.,Ltd.	4.31	18.8	12.5	10.2	8.0
FER SM	Ferrovial SE	39.9	50.0	54.2	33.9	31.1
EN FP	Bouygues SA	15.3	13.7	11.2	5.7	5.5
DG FP	Vinci SA	63.4	13.6	12.1	7.2	7.0
ANA SM	Acciona, S.A	11.0	15.2	24.2	7.3	7.8
WBD IM	Webuild S.p.A.	3.45	10.4	9.1	3.7	3.5
SCYR SM	Sacyr, S.A	3.04	21.1	17.5	7.8	7.6
Medyan			15.5	13.8	7.8	7.8
GLRMK TI	Gülermak Ağır Sanayi	1.29	8.1	7.6	7.6	6.8
Prim/İskonto			-47.6%	-44.9%	-1.5%	-13.7%

Kaynak: Bloomberg, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Tablo 7: Yurtiçi Benzer İş Kollarında Faaliyet Gösteren Şirketler

Yurt İçi Benzer Şirketler			
Şirket	Firma Değeri (Milyon Avro)	FAVÖK (Milyon Avro)	FD/FAVÖK
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	6,700	472	14.19
Tekfen Holding A.Ş.	779	60	12.98
Alarko Holding A.Ş.	927	-21	-
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	127	10	13.09
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	118	39	3.03
Birleşim Mühendislik	81	17	4.90
Medyan			12.98
Gülermak	1.3		8.90
İskonto/Prim			-31%

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporları, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA
DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
KIDEMLİ UZMAN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
KIDEMLİ UZMAN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
KIDEMLİ UZMAN
Perakende, Sanayi, Savunma,

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

YASAL UYARI

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.