

GLRMK 4Ç25 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Şirketin 4Ç25 finansallarının ardından hedef fiyatımızı 262 TL'den 252 TL'ye revize ederken, AL yönündeki tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Net kar beklentilerin altında gerçekleşti... Gülermak Ağır Sanayi (GLRMK TI) 4Ç25'te konsensus beklentilerinin altında 334 milyon TL (7 milyon EUR) net kar açıkladı. Net kar yıllık bazda %65, bir önceki çeyreğe kıyasla ise artan maliyetler ve zayıflayan operasyonel karlılığın etkisiyle %75 oranında geriledi. Böylece şirketin 2025 yılı toplam net karı 4.279 milyon TL (85 milyon EUR) seviyesinde gerçekleşirken yıllık bazda %8 daralma kaydedildi. Son yayımladığımız strateji raporunda şirketin 2025 yılını 136 milyon EUR net kar ile tamamlamasını öngörüydük. Beklentilerimizden sapmada artan maliyetlerin ve operasyonel karlılıktaki zayıflamanın yanı sıra özellikle son çeyrekte kaydedilen 401 milyon TL (8 milyon EUR) vergi gideri ile yükselen finansman giderlerinin net kar üzerindeki baskıyı artırması belirleyici oldu.

Son çeyrekte satışlar beklentileri aşarken, 2025 yılı toplam satışlar şirketin beklentisini karşılamadı... Şirket, yılın son çeyreğinde 18.163 milyon TL (361 milyon EUR) satış geliri elde ederken gerçekleşen hasılat piyasa medyan beklentisinin %57 üzerinde gerçekleşti. Böylece 2025 yılı toplam satış geliri 45.533 milyon TL (905 milyon EUR) seviyesine ulaştı (y/y: +%1). Şirket yönetimi 2025 yılı için 1.255 milyon EUR satış geliri öngörüsünde bulunuyordu. Hasılat tarafındaki sapmada, bazı projelerde kamulaştırma süreçlerinin uzaması nedeniyle gelirlerin 2026 yılına ötelenmesi etkili oldu. Strateji raporumuzda ise şirketin 2025 yılını 1.001 milyon EUR satış geliri ile tamamlayacağını öngörmüştük. Şirketin toplam bakiye sipariş tutarı (backlog) 31 Aralık 2025 itibarıyla 247.810 milyon TL (yaklaşık 4,9 milyar EUR) seviyesinde bulunuyor. Bizim backlog beklentimiz ise 5,1 milyar EUR seviyesindeydi. Toplam iş hacminin yaklaşık %71'inin metro ve hafif raylı sistem projelerinden oluştuğu görülürken, backlogun önemli bölümünün Romanya ve Polonya projelerinden oluşması dikkat çekiyor (Polonya + Romanya: %58,3). 2026 yılında şirketin toplam backlog rakamının ise yaklaşık 5,160 milyon EUR seviyesine ulaşmasını, bu rakamın hasılatla dönme oranının ise %22 olacağını hesaplıyoruz.

Operasyonel karlılık tarafında çeyreklik zayıflama olsa da FAVÖK marjı yıllık bazda artış gösterdi... Şirket 4Ç25'te 2.192 milyon TL seviyesindeki piyasa beklentisinin %38 altında kalarak 1.356 milyon TL (27 milyon EUR) FAVÖK açıkladı. Açıklanan FAVÖK yıllık bazda %33, çeyreklik bazda ise %27 geriledi. Böylece 2025 yılı toplam FAVÖK 6.099 milyon TL (121 milyon EUR) olarak gerçekleşirken (y/y: +%4). Şirketin 2025 FAVÖK marjı ise yıllık bazda bakıldığında 50 baz puan artış göstererek %13,4 seviyesine yükseldi. Gelecek dönemlerde bu marjın %13-15 bant aralığında seyredeceğini düşünüyoruz. Şirket özelinde FAVÖK marjının çeyreklik yerine yıllık bazda değerlendirilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz. Öte yandan şirketin PPP (Kamu Özel İş Birliği) projeleri dahil net nakit pozisyonu 16 milyon EUR seviyesinde bulunuyor. Ayrıca bir önceki çeyrekte 5.234 milyon TL pozitif serbest nakit akımı oluşturan şirketin, son çeyrekte işletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit çıkışının artmasıyla serbest nakit akımı 874 milyon TL'ye geriledi.

Özetle, şirketin son çeyrek özelinde net kar tarafında zayıf bir performans sergilediğini görüyoruz. Buna karşın güçlü backlog yapısı ve yüksek montajlı projelerin devam ediyor olması şirketin uzun vadeli hikayesinin sürdüğüne işaret ediyor. Son çeyrekte hasılatla yansımayan bazı proje gelirlerinin 2026 yılının ilk yarısına ötelenmesi, önümüzdeki dönemde finansallar üzerinde destekleyici bir unsur olabilir. Bununla birlikte mevcut jeopolitik ortamda artan belirsizliklerin ve enerji fiyatlarında yaşanabilecek dalgalanmalar ile ekipman tedarik zincirine yönelik risklerin, özellikle Avrupa ve Asya pazarlarında yürütülen projelerde geçici aksamalara yol açabileceği de göz ardı edilmemelidir.

"AL"

Hedef Fiyat: 252.00 TL

**Önceki Hedef Fiyat: 262,00
12 Aylık Getiri Potansiyeli : 64%**

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	252.00
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	262.00
Kapanış (TL/hisse)	153.70
Yükseliş Potansiyeli (%)	64%
Piyasa Değeri (milyon EUR)	973
Piyasa Değeri (milyon USD)	1,129
Firma Değeri (milyon EUR)	959
Sermaye (milyon TL)	323
Halka Açıklık Oranı (%)	12.00

Tahminler, EURmn	2025	2026 T	2027 T
Net Satış Gelirleri	905	1,146	1,134
Büyüme (%)	1%	26.6%	-1.0%
FAVÖK	121	150	158
Büyüme (%)	4%	24%	5%
Net Kar	85	114	116
Büyüme (%)	-8%	34%	2%

Karlılık (%)

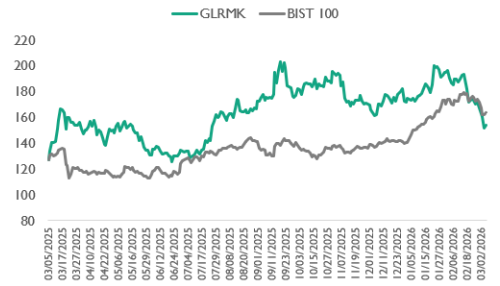
FAVÖK Marjı	13.4%	13.1%	13.9%
Net Kar Marjı	9.4%	9.9%	10.2%

Borçluluk

Net Borç	-14	-26	-17
Net Borç /FAVÖK	-0.12	-0.17	-0.11

Değerleme Çarpanları

F/K	11.4	8.5	8.4
FD/FAVÖK	7.9	6.4	8.4



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuyeytturkiyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgör

kutay.gozgor@kuyeytturkiyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Net Satışlar	18,163	15,714	16	9,034	101	45,533	45,179	1
Satışların Maliyeti (-)	17,075	14,260	20	7,143	139	39,786	39,960	-0
Brüt Kar/Zarar	1,088	1,455	-25	1,891	-42	5,747	5,220	10
Faaliyet Giderleri (-)	180	173	4	193	-7	810	608	33
Esas Faaliyet Karı	908	1,282	-29	1,697	-46	4,937	4,611	7
Amortisman	448	730	-39	165	171	1,162	1,229	-5
FAVÖK	1,356	2,012	-33	1,862	-27	6,099	5,840	4
Diğ. Gelir/Gider (net)	420	-136	a.d.	-17	a.d.	251	191	31
Yat. Fal. Gel. (net)	40	-71	a.d.	143	-72	589	69	758
Finansal Gelir/Gider (net)	-612	-355	a.d.	-182	a.d.	354	799	-56
Parasal Kazanç (Kayıp)	261	-72	a.d.	-317	a.d.	821	1,047	-22
Vergi Öncesi Kar/Zarar	756	720	5	1,641	-54	6,132	5,670	8
Vergi	-401	242	a.d.	-332	a.d.	-1,850	-998	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	21	-1	a.d.	-14	a.d.	3	-1	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	334	963	-65	1,324	-75	4,279	4,672	-8

Karlılık	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	6.0%	9.3%	-3.3bps	20.9%	-14.9bps	12.6%	11.6%	1.1bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	5.0%	8.2%	-3.2bps	18.8%	-13.8bps	11%	10%	0.6bps
FAVÖK Marjı	7.47%	12.81%	-5.3bps	20.6%	-13.1bps	13.4%	12.9%	0.5bps
Vergi Oranı	-53.0%	33.6%	a.d.	-20.2%	a.d.	-30%	-18%	a.d.
Net Kar Marjı	1.8%	6.1%	-4.3bps	14.7%	-12.8bps	9.4%	10%	-0.9bps
*Net Borç	-686	-2,259	a.d.	646	a.d.	-686	-2,259	a.d.
Net Borç (USD)	-16	-53	a.d.	16	a.d.	-16	-53	a.d.
Net Borç/FAVÖK	0.10	-0.51	a.d.	0.20	-10.1bps	0.10	-0.51	a.d.

Nakit Akım Tablosu	4Ç25	4Ç24	y/y (%)	3Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,038	1,182	-12	5,533	-81	3,162	4,206	-25
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-164	-1,469	a.d.	-299	a.d.	-1,458	-2,042	a.d.
Serbest Nakit Akımı	874	-287	a.d.	5,234	-83	1,704	2,163	-21
Gelişire Oranı (%)	4.8%	-1.8%	a.d.	58%	-53.1bps	3.7%	4.8%	-1.0bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	393	1,101	-64	-4,586	a.d.	2,189	3,231	-32
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	2,901	-661	a.d.	150	1,833	2,720	-404	a.d.
Net Nakit Değişimi	4,168	153	2,624	799	422	6,613	4,990	33

* Pozitif rakam net borç, negatif rakam ise net nakit pozisyonunu ifade etmektedir.

** a.d. = Anlamlı Değil



Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

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.

