

Şirket/Fiyat Bilgileri ve Tavsiye

Hisse Kodu	:	GLRMK
Sektör	:	İnşaat
Halka Açıklık Oranı	:	26.00
Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺57,584,100.00
Halka Açık Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺14,971,866.00
Firma Değeri(Bin TL)	:	₺59,903,532.83
Son Kapanış Fiyatı(TL)	:	178.50
Hedef Fiyat(TL)	:	277.54
Tavsiye	:	AL
Potansiyel Getiri(%)	:	55.48

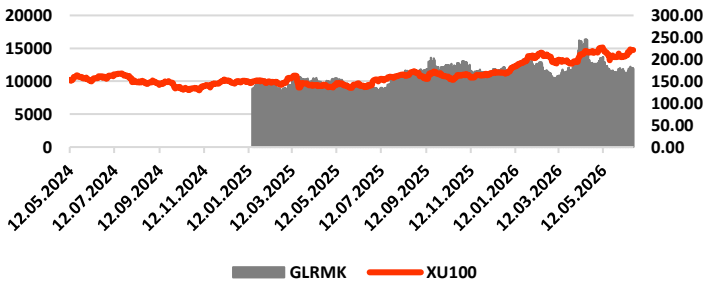
Özet Finansal Bilgiler(Bin TL)

Dönen Varlıklar	:	₺57,786,137.47
Duran Varlıklar	:	₺8,812,575.40
Kısa Vadeli Yükümlülükler	:	₺22,003,709.44
Uzun Vadeli Yükümlülükler	:	₺25,650,484.43
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	:	₺18,936,263.84
Hasılat	:	₺9,659,673.00
Satışların Maliyeti	:	₺8,283,419.71
Brüt Kar (Zarar)	:	₺1,376,253.30
FAVÖK	:	₺1,467,190.86
Dönem Net Kârı(Ana Ortaklık Payları)	:	₺605,252.69

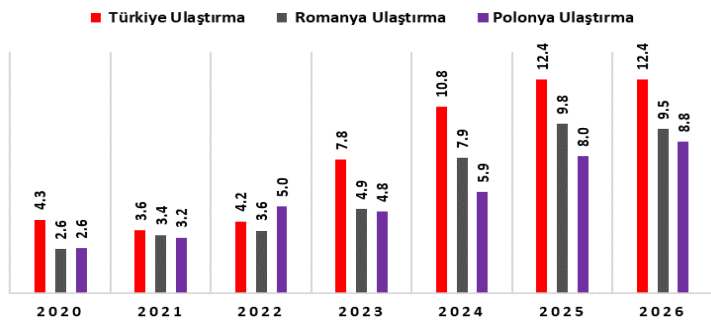
Çarpanlar

FD/FAVÖK	:	9.80
F/K	:	17.12
PD/DD	:	3.04
Öz Sermaye Kârlılığı	:	21.32

XU100 Karşılaştırmalı Grafik



ULAŞTIRMA BAKANLIĞI BÜTÇELERİ (MR \$)



Rakamlar ilgili yılın ortalama dolar kuruna göre hesaplanmıştır.

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt Toplantı Notları ve Şirket Raporu

➤ Gülermak Ağır Sanayi, başta tünel, metro istasyonları (demiryolu) ve yüksek hızlı tren üst yüklenicisi olmak üzere anahtar teslim iş modeli sunan ve toplu ulaşım-raylı sistemler müteahhitlik yükleniciliği kategorisinde Dünya'nın en büyük 9. Türkiye'nin ise en büyük 1. firması konumundadır.

▪ Şirketin ana gelir kalemi olan (2026/3'te yüzde 58,9) metro, hafif raylı sistemler ve tramvay segmenti ve demiryolu (2026/3'te yüzde 28,4) segmenti, global çapta kamu harcamalarının içinde ulaşım payının artması sebebiyle yıldan yıla düzenli büyüme göstermektedir.

▪ Şirketin ana müşteri pazarı Romanya, Polonya ve Türkiye olup bu 3 ülkede de pandemi sonrası dönemde toparlanan ekonomilerle beraber ulaştırma bütçelerinin hızla arttığı gözlemlenmektedir. Artırılan bütçenin önemli bölümünü otoyol ve demiryolu yatırımları oluşturmaktadır. 2023'e kıyasla Türkiye'nin ulaştırma bütçesi dolar bazında yüzde 60, Romanya ve Polonya'nın kamu ulaştırma bütçesi ise sırasıyla dolar bazında yüzde 95 ve yüzde 85 büyüme göstermiştir. Bu 3 ülkede de gelecek yıllara ilişkin yatırım beklentileri güçlü şekilde devam etmektedir. Şirket 3 ana pazarındaki büyümeye müteakip operasyonel kârlılığını yıldan yıla düzenli bir biçimde artırmayı başarmıştır.

▪ Görece daha düşük pay alan müşteri sınıflarında ise (Hindistan, Filipinler, İsveç, Balkanlar, Kafkasya) şirket payını artırarak, diğer üç ana pazardaki büyümeye ek olarak yeni bir katalizör alanı oluşturmak istemektedir. Romanya, Polonya ve Türkiye hariç pazar toplam satışların yaklaşık yüzde 8'ini oluşturmaktadır. Cari yıl için İstanbul Kuzey Demiryolu (INRAIL) projesi önem sarf etmektedir. INRAIL projesi için yurt dışı finansman beklentileri 7 milyar dolar seviyelerine yakınsamış ve genel proje büyüklüğünün 9 milyar dolar seviyelerine ulaşması beklenmektedir. Türkiye pazarında 2026 yılının ilk 6 ayında aldığı demiryolları için yurt dışı finansman tutarının son 4 senenin toplam tutarını geçmesi iç pazarda büyümeyi desteklemektedir. Ayrıca Polonya tarafında Varşova M1 ve M2 hattı ihalelerinin backlog gelişimi açısından kritik olduğunu düşünmekteyiz.

Yatırım Tezi ve Katalizörler

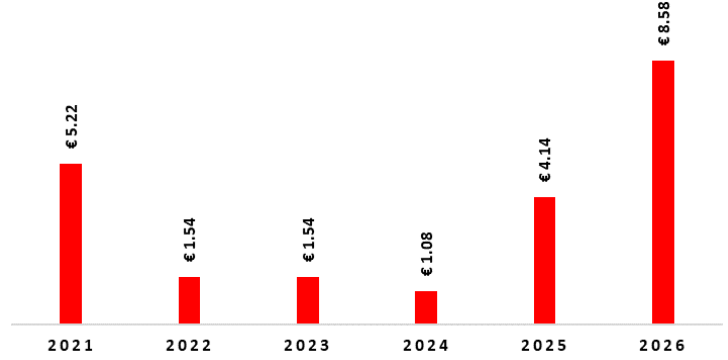
➤ Satışların coğrafi kırılım olarak yaklaşık yüzde 30'u Türkiye pazarına gerçekleştirilmektedir. Şirket son dönemde daha çok belediye ihaleleri ile backlog tutarını artırırken, cari yıl planında kamu tarafında da İstanbul Kuzey Demiryolu (INRAIL) projesi ile Yüksek Hızlı Tren Ankara-Esenboğa terminali projesi ve Anadolu da süregelen projeler prospektif backlog beklentilerini desteklemektedir. INRAIL projesi için 6 büyük kalkınma bankasından 6,75 milyar dolar tutarında finansman gerçekleştirilmiştir. Diğer finansmanlarla beraber, demiryolu için ayrılan toplam dış borç kamu finansmanı 8,58 milyar dolar tutarındadır.

➤ Diğer pazarlara baktığımızda Romanya ve Polonya'nın GSYH büyümesi gelişmekte olan ülkelerin büyümesine göre negatif, gelişmiş ülkelere göre ise normal düzeyde büyüme göstermiştir. Fakat ulaştırma tarafında bu 2 ülkenin de yatırımları ciddi oranda artmıştır. Özellikle Polonya tarafında şirket yerel bir noktada konumlanmış ve Varşova metro hatlarından önemli ihaleler almaktadır.

➤ Şirket 3 ana pazarı haricinde, uzak doğu, BAE ve balkanların diğer bölgelerinde de faaliyet göstermektedir. ABD-İran savaşı sebebiyle cari dönemde BAE tarafında bir büyüme beklemesek de, özellikle savaş sonrası deniz yolları güvenliklerinin sorgulanmasıyla demiryolu yatırımlarındaki büyümenin küresel tarafta da sirayet etmesini bekliyoruz. Bu neticede Kafkasya ve balkanlarda cari yıl sonrası ise Arabistan yarımadasında alınan işlerin büyümesini tahminliyoruz.

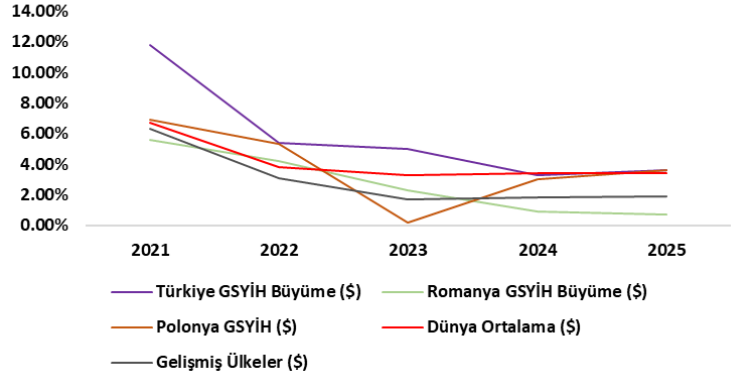
➤ Yıllık bazda zaman zaman 3 ana pazarın oransal bazda ayrıştığı gözlemlenmektedir. 2023 yılında Romanya'da demiryolu yatırımlarına yönelik 8 milyar euroya yaklaşan dış finansman sebebiyle ciro içerisindeki pay artmış ve ilerleyen yıllarda hafif gerileme sağlamıştır. Fakat son dönemdeki Trans-Avrupa Ulaştırma Ağı ve Bükreş metro hatlarının genişletilmesiyle Romanya pazarının dayanıklı kalmaya devam etmesini beklemekteyiz.

YURT DIŞI KAYNAKLI DEMİRYOLU YAPIMI FİNANSMANI (MR €)

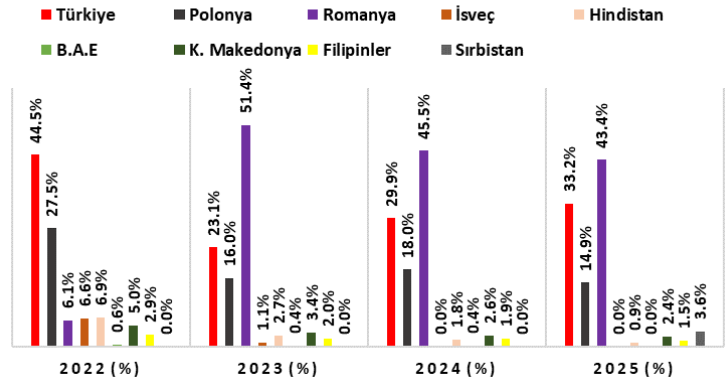


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

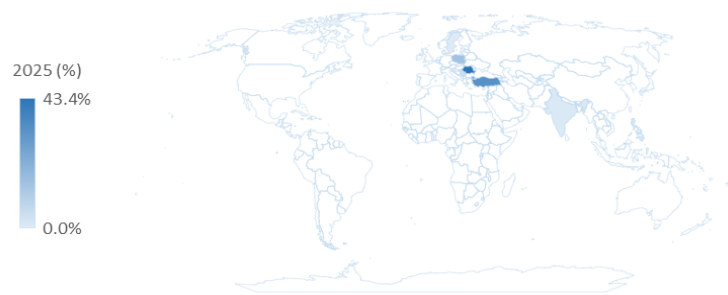
Romanya-Polonya-Türkiye GSYİH %



ÜLKE BAZLI BACKLOG KIRILIMI



2025 Yılı Coğrafi Backlog Dağılımı

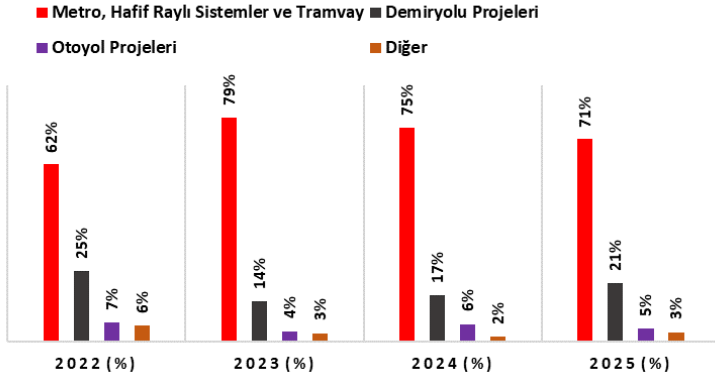


Bing ile oluşturülmüştür

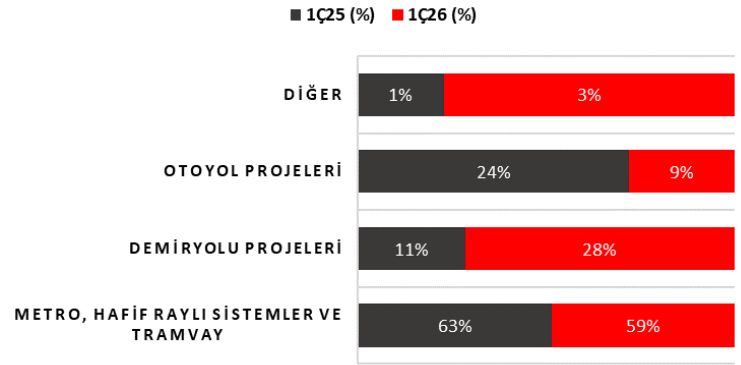
Yatırım Tezi ve Katalizörler

- Metro ve hafif raylı sistemler haricinde toplam backlog içerisinde demiryolu projelerinin payı son 3 senede düzenli büyüme göstermektedir. Kamu yatırımlarının demiryolu projelerine kaydığı bu dönemde burada artan know-how'un ihale alımı noktasında pozitif olduğu kanaatindeyiz. Önümüzdeki dönemde de INRAIL projesiyle beraber backlog paylarında demiryolu segmentinin artış gösterebileceğini öngörüyoruz.

SEGMENT BAZLI BACKLOG

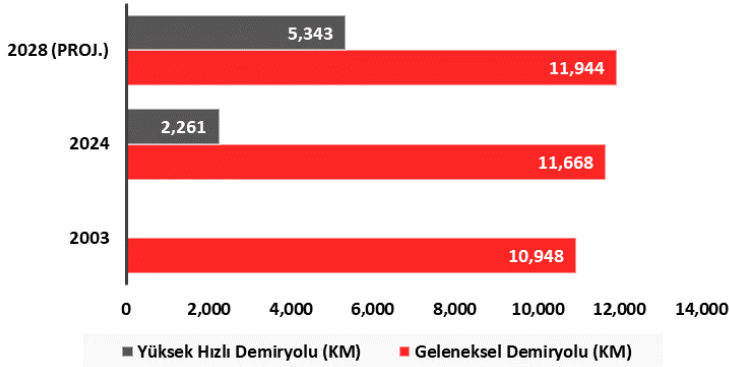


SATIŞLAR ALT SEKTÖREL KIRILIM

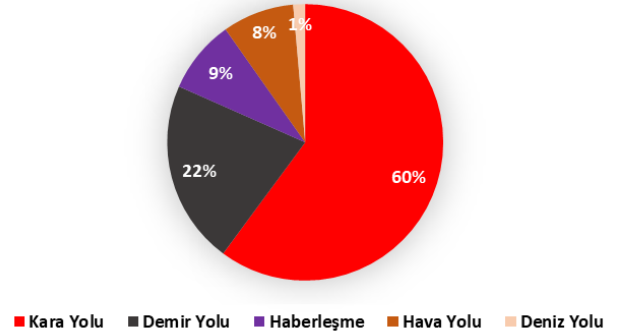


- Demiryolları tarafındaki önemli akışı aynı zamanda yüksek hızlı tren yatırımlarıyla da desteklenmesi beklenmektedir. Geçtiğimiz dönemlerde karayollarına verilen ağırlıkların, Türkiye'nin önem kazanan coğrafi konumu ve ticaret güzergahıyla beraber demiryollarına kaydırılmasını bekliyoruz.

Türkiye Demiryolu Uzunluğu (KM)

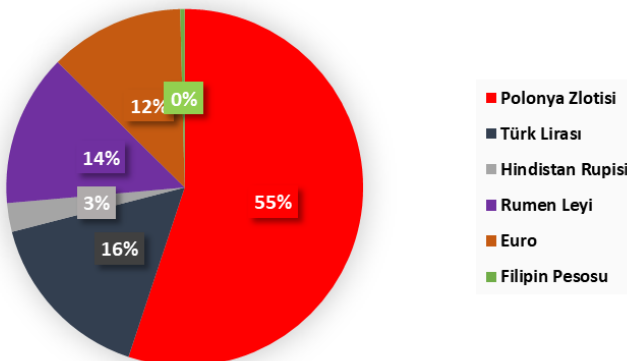


Ulaştırma ve Haberleşme Sektöründe Yapılan Yatırımlar (2003-2024)



Şirketin satışlarının farklı bölgelerde yoğunluk taşımasını, döviz riskini hedgeleme açısından önemli buluyoruz. Şirketin satışlarının önemli bir bölümü döviz cinsinden olurken maliyet tarafında yerel alt yüklenicilerle çalışılması da çapraz kur değişimlerinde sınırlı maliyet avantajı sağlamaktadır.

2026/3 Satışlar Para Birimi Dağılım (%)



Backlog (Mr Euro)



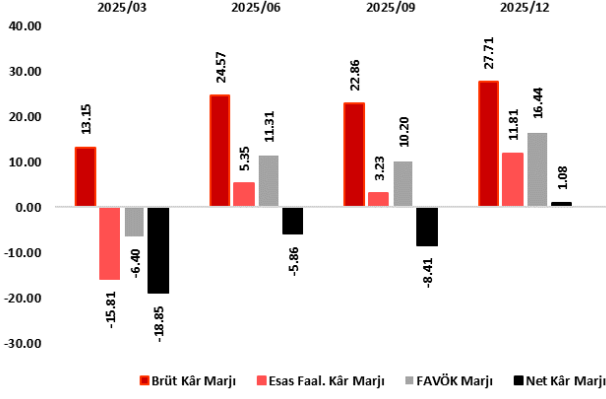
Devam Eden Projeler**PROJE PORTFÖYÜ**

Toplam 28 Proje · Türkiye: 11 · Yurt Dışı: 17

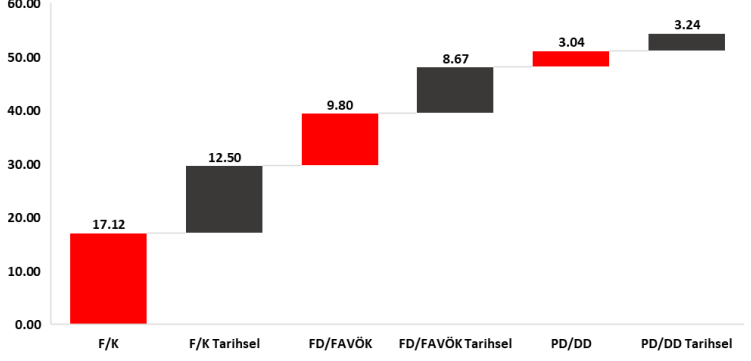
Buca Metro	İzmir	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Ümraniye – Ataşehir – Göztepe Metro	İstanbul	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Mezitli – 3 Ocak Metro	Mersin	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Halkalı – İspartakule Demiryolu	İstanbul	Demiryolu Projeleri
Çerkezköy – İspartakule Demiryolu	Tekirdağ – İstanbul	Demiryolu Projeleri
Sincan Ankara Kayaş Hafif Raylı Sistem	Ankara	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Ankara Natoyolu – Dikimevi Hattı Metrosu	Ankara	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Gebze – Köseköy Demiryolu	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 Projeleri
Cluj Metro	Romanya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Cluj Lot 3 Demiryolu	Romanya	Demiryolu Projeleri
Varşova Metro Mory	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Krakow S7 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi (KÖİ*)	Polonya	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Limanowa – Klęczany Demiryolu	Polonya	Demiryolu Projeleri
Krakow S52 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
S19 Otoyolu	Polonya	Otoyol Projeleri
Szczyrzyc – Tymbark Demiryolu	Polonya	Demiryolu Projeleri
Beļjakovce – Kriva Palanka Demiryolu	Kuzey Makedonya	Demiryolu Projeleri
Paket S-07 Demiryolu	Filipinler	Demiryolu Projeleri
Surat Metro 1 – 2	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Pune Metro – 1	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Pune Metro – 2	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Kanpur Metro 1 – 2	Hindistan	Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri
Stalac – Djunis Demiryolu	Sırbistan	Demiryolu Projeleri

Finansal Oranlar ve Seçilmiş Metrikler

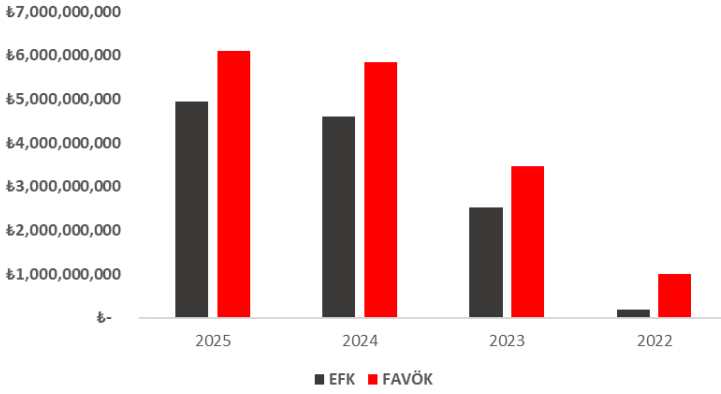
Şekil 1. Kâr Marjları



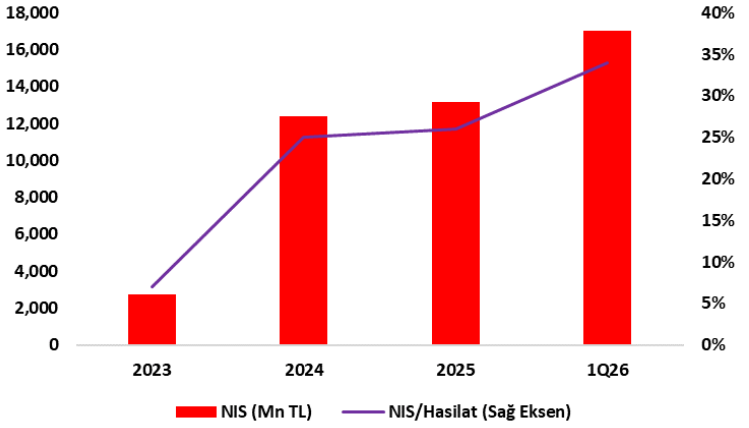
Şekil 2. Tarihsel Çarpanlar



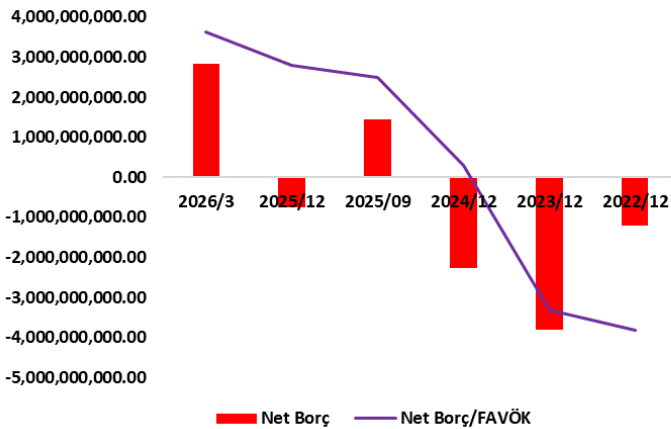
Şekil 3. Operasyonel Kâr Gelişimi (Milyon TL)



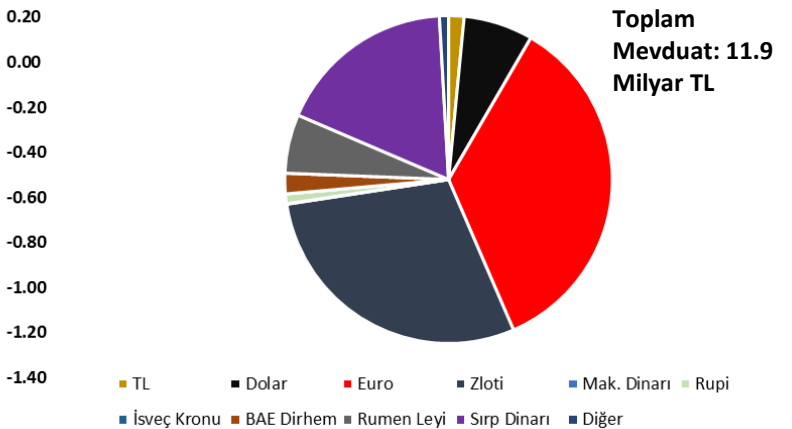
Şekil 4. Net İşletme Sermayesi



Şekil 5. Net Borç Pozisyonu



Şekil 6. Nakit Benzerleri Vadesiz-Vadeli Mevduat Kırılımı



Finansa Tahminler ve Değerleme

Finansal Tahminler

Özet Finansallar	2025/12	FİNANSAL TAHMİNLER(1000 EUR)				
		2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T
Hasılat	901,641	928,690	965,837	1,014,129	1,054,694	1,086,335
Satılan Malın/Hizmetin Maliyeti	787,837	807,960	840,279	882,292	917,584	945,112
SM(H)M Oranı	87.38%	87.00%	87.00%	87.00%	87.00%	87.00%
Brüt Kar	113,803	120,730	125,559	131,837	137,110	141,224
Faaliyet Giderleri	16,036	12,073	14,488	18,254	16,875	14,122
Esas Faaliyet Karı	129,840	108,657	111,071	113,582	120,235	127,101
Amortisman Giderleri	23,008	25,075	26,561	28,396	30,059	29,874
Net Vergi Giderleri(Gelirleri)	-36,629	697	2,337	-426	-3,275	-7,183
Net Kâr(Ana ortaklığa ait)	84,741	-2,090	-9,346	1,705	13,101	28,734
Sermaye Harcamaları	180,000	108,280	92,102	75,921	70,065	109,659
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0	0
Net İşletme Sermayesi	677,501	651,484	674,732	640,654	611,509	570,003
Firmaya Serbest Nakit Akımları	-3,601	24,113	38,896	93,102	123,353	53,118
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları		22,948	35,230	80,253	101,195	41,472

Değerleme

- Şirket değerlemesi için İNA(İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemini yüzde 100 ağırlık ile kullandık. Buna göre; fonksiyonel para birimi üzerinden 1 Milyar 584,7 Milyon Euro civarında hedef fiyata değerine ulaşılmış olup, bu tutar 12 aylık 56,50 TL ortalama kur beklentisiyle Türk Lirası bazında 89 Milyar 535,5 Milyon TL civarına denk gelmektedir. Böylece, hisse başına hedef fiyatımızı; daha önce belirlediğimiz **277,54 TL** olarak belirliyor, şirket hisselerini "AL" tavsiyesiyle araştırma kapsamına alıyoruz.

Değerleme Bileşenleri(1000 EUR/TL)			
	Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu
	İndirgenmiş Nakit Akımları		100.0%
Serbest Nakit Akımları Toplamı			€ 281,097.70
Terminal Büyüme Oranı			1.00%
Terminal SNA Değeri			€ 1,303,601.58
Hedef Piyasa Değeri(EUR)			€ 1,584,699.28
Hedef Piyasa Değeri(TL)		Ort.Kur: 56.50	₺ 89,535,509.23
Ödenmiş Sermaye			₺322,600.00
Hisse Başı Hedef Fiyat			₺277.54
Son Fiyat			₺178.50
Yükseliş Potansiyeli			55.49%

KAYNAKLAR

- ✓ Şirketin Yatırımcı Sunumu
- ✓ Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı
- ✓ Romanya Maliye Bakanlığı
- ✓ Polonya Maliye Bakanlığı
- ✓ Türkiye Cumhuriyeti Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı
- ✓ Finnet

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

Alnus Yatırım Araştırma Ekibi

Ömürcañ Arık
Araştırma Uzmanı