

GLRMK 2Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Net kar yıllık bazda gerilese de çeyreklik bazda toparlandı...

Gülermak, 2Ç26'da 1.219 milyon TL (23 milyon EUR) net kar açıkladı. Net kar yıllık bazda %13 gerilerken, 1Ç26'ya kıyasla %87 artış kaydetti. Böylece şirketin 2026 yılının ilk yarısındaki net karı 1.872 milyon TL'ye ulaştı. Net karın yıllık bazda zayıflamasında, geçen yılın aynı döneminde 587 milyon TL parasal kazanç kaydedilirken bu çeyrekte 367 milyon TL net parasal pozisyon kaybı oluşması belirleyici oldu. Buna karşılık net finansman tarafındaki iyileşme ve ertelenmiş vergi giderindeki gerileme, net kar üzerindeki baskıyı kısmen sınırladı. Net kar marjı yıllık bazda yaklaşık 1,6 puan gerileyerek %10,5 seviyesinde gerçekleşirken, 1Ç26'daki %6,3 seviyesine kıyasla toparlanma gösterdi. Net kardaki yıllık gerilemeyi operasyonel performanstan çok ağırlıklı olarak enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal pozisyon etkisiyle ilişkilendiriyoruz.

Hasılatta çeyreklik ivmelenme dikkat çekiyor... Şirket 2Ç26'da yıllık bazda sınırlı %1 artışla 11.648 milyon TL (219 milyon EUR) ciro elde ederken, hasılatın 1Ç26'ya kıyasla %13 artması proje ilerlemelerinin ikinci çeyrekte hız kazandığına işaret ediyor. Böylece yılın ilk yarısında toplam hasılat yıllık %4 artışla 21.985 milyon TL'ye ulaştı. 1Y26 gelir kırılımında metro, hafif raylı sistem ve tramvay projeleri %57,2 ile en yüksek payı korurken, demiryolu projelerinin payı %32,5'e yükseldi. Otoyol projelerinin payı ise %7,9 seviyesinde gerçekleşti. Coğrafi dağılımda Polonya operasyonlarını içeren Batı taahhüt grubu %51,9 ile gelirlerin yarısından fazlasını oluştururken, Türkiye'nin payı %29,4 ve diğer yurt dışı operasyonlarını içeren Doğu taahhüt grubunun payı %18,7 seviyesinde gerçekleşti. Özellikle ilk çeyrekte proje takvimlerindeki gecikmeler nedeniyle sınırlı kalan gelir üretiminin ardından ikinci çeyrekte görülen çeyreklik çift haneli büyümeyi operasyonel aktivitedeki toparlanma açısından olumlu değerlendiriyoruz.

FAVÖK'te marj baskısı bu çeyrekte devam etti... Gülermak'ın FAVÖK'ü 2Ç26'da yıllık bazda %14, çeyreklik bazda %5 gerileyerek 1.488 milyon TL (28 milyon EUR) seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı ise geçen yılın aynı dönemindeki yaklaşık %15 seviyesinden %12,8'e gerilerken, 1Ç26'daki %15,2 seviyesinin de altında kaldı. Benzer şekilde brüt kar yıllık %6 azalışla 1.449 milyon TL'ye gerilerken, brüt kar marjı yaklaşık %12,4 seviyesinde gerçekleşti. Hasılatın yıllık bazda yatay kalmasına karşın satışların maliyetindeki %2 artış ve genel yönetim giderlerindeki %37'lik yükseliş operasyonel karlılığı baskılayan temel unsurlar olarak öne çıktı. Bununla birlikte esas faaliyet karının çeyreklik bazda %51 artarak 1.631 milyon TL'ye ulaşmasını olumlu değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde proje çeşitliliği, maliyet enflasyonu ve projelerin ilerleme hızının marjların seyri açısından belirleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Şirketin döviz ağırlıklı gelir yapısı ve sipariş portföyü orta vadeli görünümü desteklemekle birlikte, hasılat büyümesinin operasyonel karlılığa dönüşümünü önümüzdeki çeyreklerde yakından takip edeceğiz.

Backlog mevcut seviyesini korurken hakedişlerin etkisiyle sınırlı geriledi... Şirketin toplam bakiye sipariş tutarı Haziran sonu itibarıyla 4,77 milyar EUR ile 2025 yıl sonundaki 4,91 milyar EUR seviyesinin yaklaşık %3 altında gerçekleşti. İlk yarıda portföye 181 milyon EUR tutarında yeni iş eklenirken, 321 milyon EUR seviyesindeki hakedişler backlogda sınırlı bir gerilemeye neden oldu. Buna rağmen mevcut sipariş büyüklüğünün önümüzdeki dönem gelirleri açısından güçlü bir görünürlük sağlamaya devam ettiğini düşünüyoruz. Portföyün %71'inin metro, hafif raylı sistem ve tramvay, %22'sinin ise demiryolu projelerinden oluşması şirketin ana faaliyet alanındaki güçlü konumunu koruduğunu gösterirken, backlogun %64'ünün yurt dışı projelerden oluşmasını coğrafi çeşitlilik açısından olumlu değerlendiriyoruz. Bu çerçevede, 1Y26'da backlogda (bakiye sipariş) görülen sınırlı gerilemeyi mevcut projelerdeki hakedişlerin yeni iş girişlerinin üzerinde kalmasından kaynaklanan dönemsel bir hareket olarak değerlendiriyoruz.

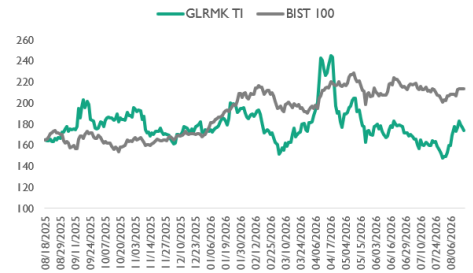
"AL"

Hedef Fiyat: 248.00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 252.00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %43

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	248.00
Kapanış (TL/hisse)	173.70
Yükseliş Potansiyeli (%)	43%
Piyasa Değeri (milyon EUR)	1,012
Piyasa Değeri (milyon TL)	56,036
Firma Değeri (milyon EUR)	1,005
Sermaye (milyon TL)	323
Halka Açıklık Oranı (%)	26.00

Tahminler, EURmın	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	905	1,002	992
Büyüme (%)	1%	10.7%	-1.0%
FAVÖK*	121	130	143
Büyüme (%)	4%	7%	10%
Net Kar	85	92	96
Büyüme (%)	-8%	8%	4%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	13.4%	13.0%	14.4%
Net Kar Marjı	9.4%	9.2%	9.7%
Borçluluk			
Net Borç	-14	-7	-21
Net Borç/FAVÖK	-0.12	-0.05	-0.15
Değerleme Çarpanları			
F/K	11.91	11.00	10.54
FD/FAVÖK	8.30	7.73	7.03



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuveytturkiyatirim.com.tr



GLRMK 2Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Yeni proje kazanımları şirketin uluslararası büyüme hikayesini destekliyor... Gülermak, IÇ26'da Polonya'da iki yeni projeyi portföyüne ekledi. Şirket, Varşova A1 Kabaty Metro İstasyonu hattının genişletilmesine yönelik projeyi üstlenirken, Tymbark–Limanowa demiryolu projesinde ise konsorsiyumun %65 payına sahip bulunuyor. Özellikle demiryolu projesinin yaklaşık 1,64 milyar PLN büyüklüğündeki ihale bedeli, şirketin Polonya'daki mevcut ölçeğini ve yeni iş üretme kapasitesini destekliyor. Nitekim Polonya operasyonlarının IY26 itibarıyla toplam hasılatın yaklaşık %52'sini oluşturması, ülkenin Gülermak'ın uluslararası büyüme stratejisindeki önemini ortaya koyuyor.

Güçlü net nakit pozisyonu finansal esnekliği desteklemeye devam ediyor... Şirketin KÖİ projelerine ilişkin teminatlı proje kredileri hariç net nakit pozisyonu, 2025 yıl sonundaki 8.957 milyon TL'den IY26 sonunda 9.604 milyon TL'ye (181 milyon EUR) yükseldi. Artan proje hacmine rağmen net nakit pozisyonunun güçlenmesini bilanço görünümü açısından olumlu değerlendiriyoruz. Özkaynaklar aynı dönemde 20,9 milyar TL'den 28,4 milyar TL'ye yükselirken, bu artışta 27 Nisan 2026 tarihinde ana hissedarlar tarafından şirkete aktarılan 6,44 milyar TL tutarındaki sermaye avansının önemli payı bulunuyor. Dolayısıyla özkaynaklardaki artışın önemli bir bölümünün operasyonel performanstan ziyade söz konusu sermaye katkısından kaynaklandığını not etmek gerekir. Ek olarak, Net işletme sermayesi 14,3 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, NİS/hasılat oranının %26 seviyesinde korunması taahhüt iş modelinin yüksek işletme sermayesi ihtiyacının devam ettiğine işaret ediyor. Buna rağmen güçlü net nakit pozisyonunun, hem mevcut projelerin finansmanı hem de yeni iş fırsatları açısından önümüzdeki dönemde şirkete önemli bir hareket alanı sağladığını düşünüyoruz.

2Ç26 finansallarını genel olarak nötr değerlendiriyoruz... Cironun çeyreklik bazda %13 artması, net karın IÇ26'ya kıyasla toparlanması ve net nakit pozisyonunun korunmasını sonuçların olumlu tarafları olarak değerlendiriyoruz. Buna karşılık hasılat büyümesinin FAVÖK'e aynı ölçüde yansımaması, FAVÖK'ün yıllık %14 gerilemesi ve marjların hem yıllık hem de çeyreklik bazda baskı altında kalması operasyonel sonuçların zayıf tarafını oluşturuyor. Backlogun 4,77 milyar EUR ile korunmasına rağmen yıl sonuna kıyasla sınırlı gerilemesi de kısa vadede yeni proje kazanımlarının önemini artırıyor.

Özetle; bilanço yapısındaki iyileşme, hasılat tarafındaki büyüme ve şirketin uluslararası raylı sistem projelerindeki güçlü konumu doğrultusunda ana yatırım hikayesinin korunduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, tahsisli yapısı ve bazı projelerde kamulaştırma süreçlerinin uzamasına bağlı olarak satış, hakediş tarafındaki gecikmelerin kısa vadede görünüm üzerinde baskı oluşturmaya devam ettiğini değerlendiriyoruz. Öte yandan, mevcut ihale ve proje havuzu dikkate alındığında ilave backlog katkılarının 2027 yılına da yansıyabileceği kanaatindeyiz. Şirket tarafından yeni proje kazanımlarının duyurulması halinde, backlog görünürlüğündeki güçlenmenin değerlememize pozitif yansarak hedef fiyatımızda **yukarı yönlü revizyonlara alan açabileceğini** düşünüyoruz. Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde yeni proje girişleri, backlogun hasılatla dönüşüm hızı ve FAVÖK marjındaki normalleşme hisse performansı açısından temel indikatörler olmaya devam edecek.

2Ç26 finansallarının ardından 12 aylık hedef fiyatımızı 252 TL'den 248 TL'ye revize ediyoruz. Bununla birlikte, mevcut fiyat seviyelerinde revize hedef fiyatımıza göre oluşan getiri potansiyeli nedeniyle hisseye ilişkin önerimizi "TUT"tan "AL"a yükseltiyoruz.



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Net Satışlar	11,648	11,556	1	10,337	13	21,985	21,130	4
Satışların Maliyeti (-)	10,198	10,010	2	8,864	15	19,063	17,967	6
Brüt Kar/Zarar	1,449	1,546	-6	1,473	-2	2,922	3,163	-8
Faaliyet Giderleri (-)	214	157	37	211	2	426	504	-16
Esas Faaliyet Karı	1,235	1,389	-11	1,262	-2	2,497	2,659	-6
Amortisman	255	347	-27	307	-17	562	638	-12
FAVÖK	1,490	1,737	-14	1,568	-5	3,058	3,297	-7
Diğ. Gelir/Gider (net)	396	410	-3	-182	a.d.	214	-178	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	209	223	-6	91	130	300	472	-36
Finansal Gelir/Gider (net)	-303	416	a.d.	-304	a.d.	-607	1,361	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-367	587	a.d.	-922	a.d.	-1,289	1,049	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,538	2,438	-37	866	78	2,404	4,314	-44
Vergi	-319	-1,039	a.d.	-213	a.d.	-532	-1,299	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	2	8	-75	6	-66	7	-4	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	1,217	1,392	-13	648	88	1,864	3,020	-38

Karlılık	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	12.4%	13.4%	-0.9bps	14.2%	-1.8bps	13.3%	15.0%	-1.7bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	10.6%	12.0%	-1.4bps	12.2%	-1.6bps	11%	13%	-1.2bps
FAVÖK Marjı	12.79%	15.03%	-2.2bps	15.2%	-2.4bps	13.9%	15.6%	-1.7bps
Vergi Oranı	-20.8%	-42.6%	a.d.	-24.6%	a.d.	-22%	-30%	a.d.
Net Kar Marjı	10.4%	12.04%	-1.6bps	6.3%	4.2bps	8.5%	14%	-5.8bps
*Net Borç	-384	1,019	a.d.	2,319	a.d.	-384	1,019	a.d.
Net Borç (USD)	-8	26	a.d.	52	a.d.	-8	26	a.d.
Net Borç/FAVÖK	0.32	-0.25	a.d.	-0.13	a.d.	0.32	-0.25	a.d.

Nakit Akım Tablosu	2Ç26	2Ç25	y/y (%)	1Ç26	ç/ç (%)	6A26	6A25	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-2,574	-1,131	a.d.	-1,482	a.d.	-4,160	-4,298	a.d.
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,255	-759	a.d.	-511	a.d.	-1,802	-1,157	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-3,829	-1,890	a.d.	-1,993	a.d.	-5,962	-5,455	a.d.
<i>Gelirlere Oranı (%)</i>	-32.9%	-16.4%	a.d.	-19%	a.d.	-27.1%	-25.8%	a.d.
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	9,455	2,344	303	167	5,556	9,634	7,751	24
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	-781	-540	a.d.	120	a.d.	-652	-397	a.d.
Net Nakit Değişimi	4,845	-86	a.d.	-1,706	a.d.	3,019	1,898	59

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

** a.d. = Anlamlı Değil



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
KIDEMLİ UZMAN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Atas
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

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.

