

Gürsel

Yerel Liderden Küresel Mobilité Operatörüne Dönüşüm

- Gürsel Turizm <GRSEL TI> için hedef fiyatımızı %41 yükseliş işaret eden 422 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Gürsel'in yatırım tezini; i) güçlü ve sadık müşteri portföyü, ii) yurt içi kapasite büyümesi, iii) Ürdün operasyonlarında ölçek kazanımı, iv) otonom mobilité alanındaki stratejik konumlanması, v) Orta Asya kaynaklı yeni büyüme alanları ve vi) güçlü nakit üretimiyle desteklenen sağlam finansal yapısı üzerine kuruyoruz. Şirket, 2026 tahminlerimize göre 6,6x F/K ve 5,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

- Ürdün'de Ölçek Kazanımı.** Gürsel için Ürdün operasyonları en önemli uluslararası büyüme alanlarından biri olarak öne çıkmaktadır. Şirket, 2019 yılında Ürdün'ün başkenti Amman'da Büyükşehir Belediyesi'nin açtığı şehir içi toplu taşıma ihalesini kazanarak uluslararası pazara giriş yapmış; 2021 yılında BRT (Bus Rapid Transit) hattının devreye alınmasıyla operasyonlarını genişletmiş ve toplam kontrat süresini yaklaşık 13,5 yıla çıkarmıştır. Bugün Gürsel, Amman'da 364 araçlık filosuyla günlük yaklaşık 200 bin yolcuya hizmet vermektedir. Ayrıca, son dönemde Ürdün Yatırım Bakanlığı tarafından açılan, 250 adet 12 ve 18 metrelik otobüs ile 12 yıllık işletme süresini kapsayan BRT ihalesinde ön yeterlilik sürecinin başarıyla tamamlanarak kısa listeye kalınması, şirketin ülkedeki operasyonel birikimini daha büyük ölçekli ve uzun vadeli projelere taşıma potansiyelini desteklemektedir. ihale sürecinin 2026 yılı son çeyrek içinde netleşmesinin beklenmesi, Ürdün operasyonlarını yılın geri kalanında şirketin uluslararası büyüme ajandasında yakından izlenecek başlıklardan biri haline getirmektedir. Yaklaşık 1 milyar ABD doları büyüklüğündeki söz konusu ihale, kazanılması halinde Gürsel'in yurt dışı gelir tabanını anlamlı ölçüde genişletebilir. Bu çerçevede, finansal etkilerin 2027 itibarıyla görülmeye başlamasını ve yurt dışı gelirlerin kademeli olarak iki katına çıkabileceğini öngörüyoruz.

- Yurt İçi Kapasite Büyümesi.** Gürsel Turizm, 2024-2025 döneminde gerçekleştirdiği yüksek araç alımları, plaka yatırımları ve saha altyapısı genişlemeleriyle operasyonel kapasitesini önemli ölçüde artırmıştır. Şirket, 2025 yılında yaklaşık 2,0 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirirken, 463 yeni araç ve 104 yeni plaka yatırımı yapmış; toplam plaka sayısı 776'dan 946'ya yükseltmiştir. Aynı dönemde filo büyüklüğü 8.259 araca ulaşırken, yatırımların önemli bölümü Bursa, Manisa, Düzce, Aksaray, Samsun, Ankara ve Erzurum gibi farklı ekonomik bölgelerde gerçekleştirilmiştir. Yeni şehirlerde yapılan plaka yatırımları ve bakım istasyonu kurulumları, Gürsel'in yalnızca kapasitesini artırmakla kalmayıp kalıcı operasyonel altyapı oluşturduğunu göstermektedir. Bu yayılım, coğrafi çeşitliliği artırırken gelir tabanını daha dengeli ve sürdürülebilir hale getirmektedir. Gerçekleştirilen yüksek yatırım harcamalarının finansallara katkısının 2026 itibarıyla daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Yeni araçların tam yıl katkısı, artan kapasite kullanımı ve Anadolu operasyonlarının ölçek kazanmasıyla birlikte şirketin gelir büyümesinde ivmelenme, marjlarında ise operasyonel kaldıraç kaynaklı iyileşme potansiyeli görüyoruz. Bu çerçevede, personel taşımacılığı iş kolunun toplam ciro içerisindeki payının kademeli olarak %70'e çıkmasını bekliyoruz.

- Gürsel'i <GRSEL TI> 422 TL/hisse Hedef Fiyat ile Araştırma Kapsamına Alıyoruz.** Gürsel Turizm <GRSEL TI> için hedef fiyatımızı 422 TL/hisse olarak belirlerken, tavsiyemizi "AL" olarak paylaşıyor ve şirketi araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Gürsel'in değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizini kullandık. Şirket, BIST Katılım Endeksi'nde yer almaktadır.

- Riskler.** i) ekonomik aktivitede yavaşlama ve istihdam riski, ii) jeopolitik gerginlikler, iii) kamu düzenlemeleri ve plaka rejimindeki değişiklikler ile iv) akaryakıt ve işçilik maliyetlerindeki artış olarak sıralanabilir.

"AL"

Hedef Fiyat: 422 TL

Getiri Potansiyeli : %41

Piyasa Bilgileri

Bloomberg Kodu	GRSEL TI
Tavsiye	AL
Hedef Fiyat (TL/hisse)	422
Kapanış (TL/hisse)	300,3
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
Piyasa Değeri (milyon TL)	30,626
Piyasa Değeri (milyon USD)	654
Firma Değeri (milyon TL)	29,045
Sermaye (milyon TL)	102
Halka Açıklık Oranı (%)	22,14

Tahminler, TLmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	11,555	16,010	22,100
Büyüme (%)	6%	8%	13%
FAVÖK	3,746	5,491	7,625
Büyüme (%)	3%	14%	14%
Net Kar	2,889	4,630	6,376
Büyüme (%)	34%	24%	13%

Karlılık (%)

FAVÖK Marjı	32.4%	34.3%	34.5%
Net Kar Marjı	25.0%	28.9%	28.9%

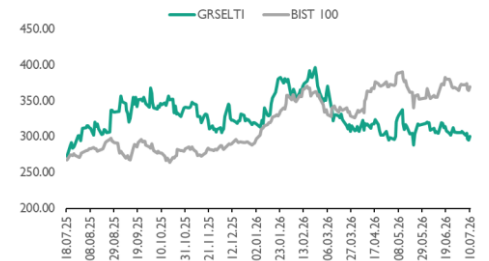
Borçluluk

Net Borç	-1,764	-1,852	-1,889
Net Borç /FAVÖK	-0.47	-0.34	-0.25

Değerleme Çarpanları

F/K	11.3	6.6	4.8
FD/FAVÖK	8.2	5.3	3.8

* 2026 ve 2027 büyüme rakamları reel olarak hesaplanmıştır.



Analist

Muhammet Çakmak

muhammet.cakmak@kuveytturkiyatirim.com.tr



Finansal Görünüm – TL

milyon TL	2025	2026T	2027T
Gelir Tablosu			
Net Satış Gelirleri	11,555	16,010	22,100
Brüt Kar	3,770	5,523	7,669
Operasyonel Giderler	379	528	729
FVÖK	3,391	4,995	6,939
Amortisman	355	496	685
FAVÖK*	3,746	5,491	7,625
Diğ. Gelir/Gider (net)	139	279	418
Yat. Fal. Gel. (net)	303	250	225
Finansal Gelir/Gider (net)	-275	100	95
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3,558	5,624	7,678
Vergi (-)	-531	-844	-1,152
Net Kar	2,889	4,630	6,376

Bilanço	2025	2026T	2027T
Dönen Varlıklar	6,059	7,089	8,801
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,262	2,408	2,501
Finansal Yatırımlar	76	84	92
Ticari Alacaklar	3,348	4,167	5,752
Stoklar	8	11	15
Diğer Dönen Varlıklar	364	419	440
Duran Varlıklar	10,652	11,717	13,826
Toplam Varlıklar	16,711	18,807	22,627
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,706	3,006	3,650
Finansal Borçlar	448	502	552
Ticari Borçlar	1,123	1,436	1,977
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,135	1,068	1,121
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,299	1,370	1,446
Finansal Borçlar	126	138	152
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,173	1,232	1,294
Toplam Yükümlülükler	5,006	4,377	5,096
Özkaynaklar	11,544	14,253	17,336
Ödenmiş Sermaye	102	102	102
Kont. Gücü Olmayan Paylar	161	177	195
Toplam Kaynaklar	16,711	18,807	22,627

Nakit Akım Tablosu	2025	2026T	2027T
FVÖK	3,391	4,995	6,939
Amortisman	355	496	685
İşletme sermayesindeki değişim	70	508	1,049
Vergi	-531	-844	-1,152
Yatırım harcaması	1,987	1,441	1,879
Yatırım harcaması/net satış geliri	17%	9%	
Serbest nakit akışı	2,219	4,386	5,849
Serbest nakit akışı/net satış geliri	19%	27%	26%

Büyüme**	2025	2026T	2027T
Net satış gelirleri	6.0%	7.6%	13.1%
Brüt Kar	17.0%	13.8%	13.8%
FVÖK	17.1%	14.4%	13.9%
FAVÖK	3.4%	13.8%	13.8%
Net kar	33.8%	24.4%	12.9%

Marjlar	2025	2026T	2027T
Brüt Kar Marjı	32.6%	34.5%	34.7%
Esas Faaliyet Kar Marjı	29.3%	31.2%	31.4%
FAVÖK Marjı	32.4%	34.3%	34.5%
Net Kar Marjı	25.0%	28.9%	28.9%
Net Borç	-1,764	-1,852	-1,889
Net borç /FAVÖK (x)	-0.5	-0.3	-0.2

Değerleme Çarpanları	2025	2026T	2027T
F/K (x)	11.3	6.6	4.8
FD/FAVÖK (x)	8.2	5.3	3.8
FD/S (x)	2.7	1.8	1.3
Temettü verimi	0.3%	0.5%	0.8%

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

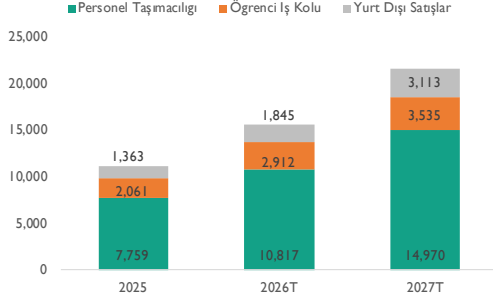
** Büyüme oranları reel hesaplanmıştır.

Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

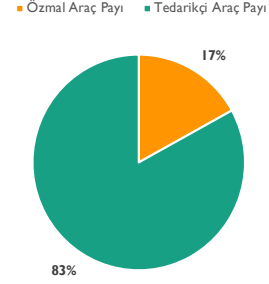


Grafikler

Grafik 1: Gelir Kırılımı (milyon TL)

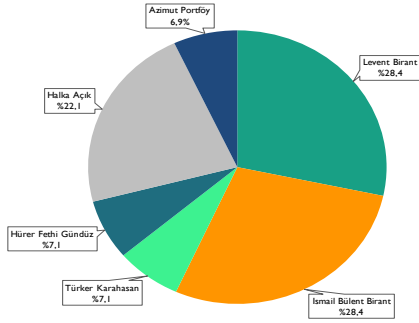


Grafik 2: Özmal ve Tedarikçi Araç Kırılımı

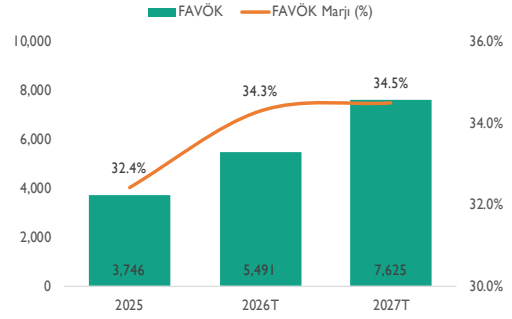


Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 3: Ortaklık Yapısı

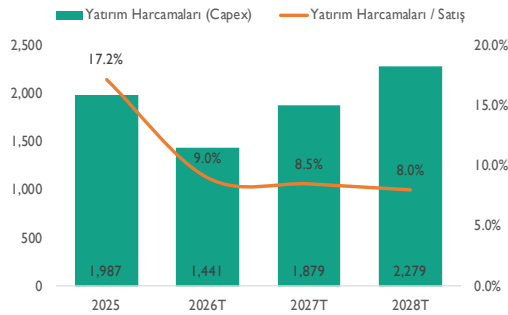


Grafik 4: FAVÖK ve FAVÖK Marjı (%) – milyon TL

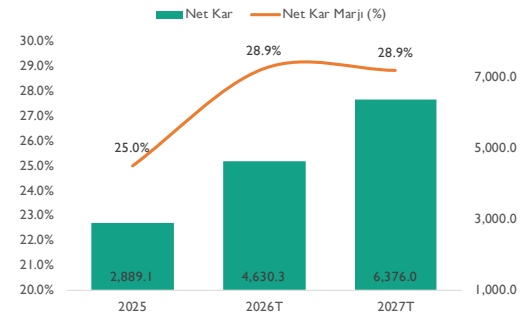


Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Grafik 5: Yatırım Harcamaları ve Ciroya Oranı (%)



Grafik 6: Net Kar ve Net Kar Marjı (%) – milyon TL



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Yatırım Teması

Ürdün Operasyonları ile Küresel Toplu Taşıma Oyuncusuna Dönüşüm...

Gürsel'in yatırım hikayesini benzerlerinden ayıran en önemli unsurlardan biri, Türkiye dışındaki operasyonel deneyimi ve uluslararası toplu taşıma alanında oluşturduğu referans portföyüdür. Şirket, 2019 yılında Amman Büyükşehir Belediyesi tarafından düzenlenen şehir içi toplu taşıma ihalesini kazanarak yaklaşık 400 milyon ABD doları büyüklüğündeki uzun vadeli bir projeyi üstlenmiş ve böylece uluslararası toplu taşıma pazarına giriş yapmıştır. Böylece Türkiye merkezli servis taşımacılığı faaliyetlerini yurt dışına taşıyan sayılı şirketlerden biri haline gelmiştir. 2021 yılında BRT (Bus Rapid Transit) hatlarının da devreye alınmasıyla operasyonun kapsamı genişlerken, sözleşme süresi yaklaşık 13,5 yıla ulaşmıştır.

Gürsel bugün Amman'da 364 araçlık filosuyla günlük yaklaşık 200 bin yolcuya hizmet vermekte olup, bölgenin önde gelen şehir içi toplu taşıma operatörleri arasında yer almaktadır.

Grafik 7: Ürdün Operasyonları



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Ürdün operasyonunun en önemli kazanımlarından biri, şirketin uluslararası pazarda büyük ölçekli kamu ulaşım projelerini yönetebilme kabiliyetini ortaya koymuş olmasıdır. Bu deneyimin yalnızca gelir yaratmakla sınırlı kalmadığını; operasyon yönetimi, filo planlaması, bakım organizasyonu ve kamu otoriteleriyle uzun vadeli iş birliği geliştirme açısından da önemli bir referans oluşturduğunu değerlendiriyoruz.

Pandemi döneminde operasyonun kesintisiz şekilde devam etmesi de bu referansın gücünü artırmıştır. COVID-19 sürecinde küresel ölçekte toplu taşıma talebi önemli ölçüde daralmasına rağmen, Gürsel faaliyetlerini sürdürebilmiş, çalışan maaşlarının ödenmesi ve operasyonun devamlılığı konusunda güçlü bir kurumsal disiplin sergilemiştir. Ayrıca, kamu otoriteleriyle olan koordinasyonunu da başarıyla yönetmiştir. Bu performans, şirketin kriz dönemlerinde operasyonel dayanıklılığını ve uzun vadeli sözleşmelerini yönetme kabiliyetini ortaya koyduğunu düşündürüyor.

Amman operasyonu yalnızca bir gelir kaynağı değil, aynı zamanda yüksek giriş bariyerlerine sahip uluslararası toplu taşıma ihaleleri için güçlü bir referans niteliği taşımaktadır. Kamu otoriteleri tarafından düzenlenen bu tür projeler; teknik yeterlilik, finansal güç, filo yönetimi ve operasyonel deneyim gibi çok boyutlu kriterler gerektirmekte olup, geçmiş uluslararası başarılar çoğu zaman ön yeterlilik aşamasında belirleyici olmaktadır.

Bu açıdan Amman projesi, Gürsel'in yalnızca Türkiye'de faaliyet gösteren bir servis taşımacılığı şirketi değil, uluslararası ölçekte büyük ölçekli kamu ulaşım projelerini yönetebilen bir mobilite operatörü olduğunu ortaya koymaktadır. Bu referansın önümüzdeki dönemde Orta Asya ve Özbekistan gibi şehirleşme ve toplu taşıma yatırımlarının hızlandığı pazarlarda açılacak yeni ihalelerde şirket adına önemli bir rekabet avantajı sağlayabileceğini düşünüyoruz.

Yatırım Teması

Yeni BRT İhalesi Büyüme Hikayesinin En Önemli Katalizörü Konumunda...

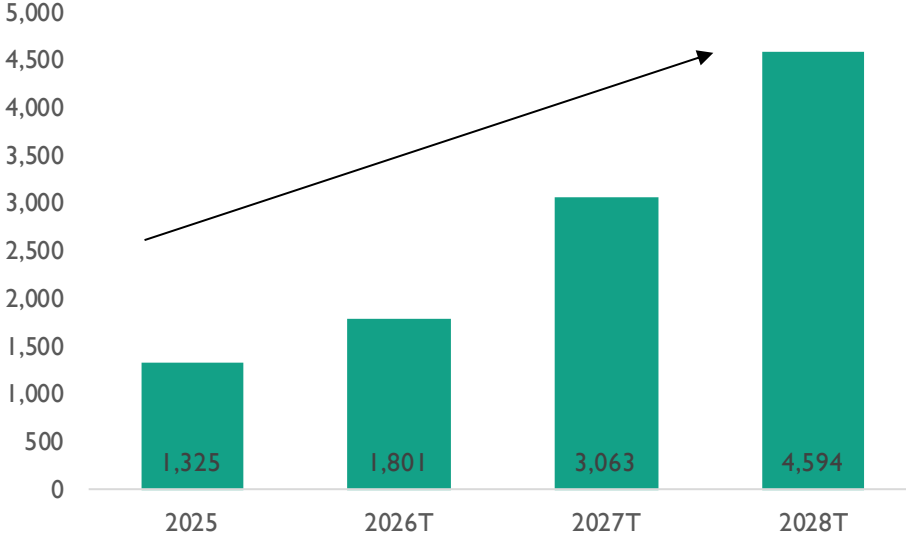
Gürsel'in büyüme hikayesi açısından Ürdün Yatırım Bakanlığı tarafından açılan, 250 adet 12 ve 18 metrelik otobüs ve 12 yıllık işletme süresini kapsayan BRT ihalesi öne çıkıyor. Gürsel'in ön yeterlilik sürecini başarıyla tamamlayarak kısa listeye kalması, mevcut operasyonel performansının kamu otoriteleri tarafından da teyit edildiğini göstermektedir.

Şirketin mevcut operasyonel modelinde kent içi toplu taşıma segmentinin payı %11-12 seviyelerinde bulunurken, Ekim-Kasım 2026 döneminde netleşmesi beklenen bu büyük proje ile birlikte ilgili segmentin iş hacmi içindeki payının önümüzdeki dönemde kademeli olarak %20'li seviyelere yükselmesini bekliyoruz. Yaklaşık 1 milyar ABD doları büyüklüğündeki ihale, şirket açısından yalnızca yeni bir sözleşme anlamına gelmemektedir. Projenin kazanılması halinde Gürsel'in uluslararası gelir tabanı belirgin şekilde büyürken, döviz bazlı nakit akışı güçlenecek ve şirketin küresel mobilite operatörü kimliği daha görünür hale gelecektir.

İhale sürecinin tamamlanması, hatların tahsisi, filo yatırımları ve operasyonların devreye alınması dikkate alındığında finansal katkının ağırlıklı olarak 2027 yılından itibaren hissedileceğini öngörüyoruz. Mevcut Amman operasyonuna kıyasla anlamlı ilave kapasite oluşturacak bu projenin, yurt dışı gelirlerinin orta vadede yaklaşık iki katına ulaşmasını sağlayabileceğini tahmin ediyoruz.

2025 yılında 1,36 milyar TL seviyesinde gerçekleşen yurt dışı gelirlerinin, söz konusu projenin devreye girmesiyle birlikte 2027 yılında yaklaşık 3,1 milyar TL'ye, 2028 yılında ise 4,6 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Böylece uluslararası operasyonların şirket değerlemesi üzerindeki katkısının önümüzdeki birkaç yıl içerisinde belirgin şekilde artacağını değerlendiriyoruz.

Grafik 8: Ürdün Gelir Projeksiyon



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yatırım Teması

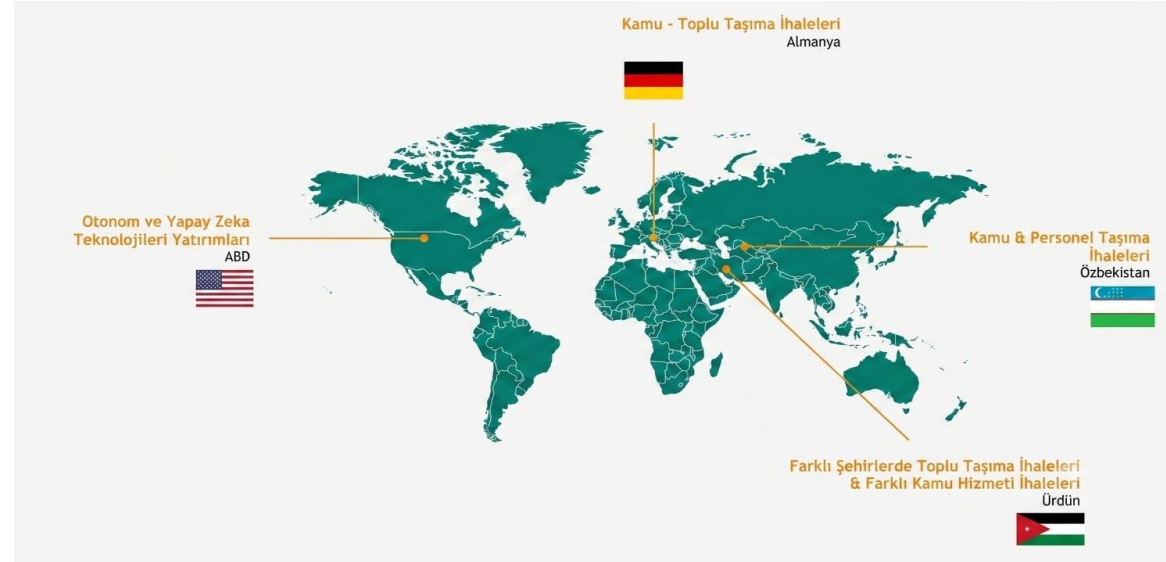
Orta Asya Açılımı: Yeni Coğrafyalarda Büyüme ve Bölgesel Partnerlik Potansiyeli...

Gürsel Turizm'in uzun vadeli büyüme stratejisinin bir diğer önemli ayağını, Türkiye ve Ürdün operasyonlarının ardından yeni coğrafyalara açılma potansiyeli oluşturduğunu düşünüyoruz. Şirket yönetimi son dönemde yaptığı açıklamalarda özellikle Özbekistan başta olmak üzere Orta Asya'yı öncelikli büyüme bölgeleri arasında konumlandırırken, Avrupa'da ise organik ve inorganik büyüme fırsatlarını değerlendirmeye devam ettiğini ifade etmektedir.

Henüz bu pazarlarda kazanılmış bir ihale veya somut yatırım bulunmamakla birlikte, mevcut operasyonel deneyim, güçlü bilanço yapısı ve uluslararası referansların şirketi ortaya çıkabilecek fırsatlar açısından avantajlı bir konuma taşıdığını değerlendiriyoruz. Orta Asya'yı mevcut finansal performanstan ziyade, şirket değerlemesi açısından yukarı yönlü potansiyel taşıyan stratejik bir büyüme opsiyonu olarak görüyoruz.

Orta Asya, son yıllarda hızlanan şehirleşme, artan sanayi yatırımları ve kamu altyapı harcamalarıyla birlikte toplu taşıma sektörünün en hızlı gelişen bölgelerinden biri haline gelmiştir. Özellikle Özbekistan'da şehir içi ulaşım altyapısının modernizasyonuna yönelik yatırımlar hız kazanırken, kamu-özel sektör iş birliği modeliyle gerçekleştirilen uzun vadeli işletme projelerinin sayısı artmaktadır. Bu dönüşümün, uluslararası operasyon deneyimine sahip şirketler açısından yeni ihale fırsatları oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 9: Küresel Operasyonel Görünüm



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Bölgenin taşıdığı potansiyele işaret eden en önemli göstergelerden biri de Türk şirketlerinin artan yatırımlarıdır. Türkiye'nin önde gelen otomotiv üreticilerinden Anadolu Isuzu'nun 2025 yılında Özbekistan merkezli ticari araç üreticisi SamAuto'nun çoğunluk hissesini satın alması, bölgenin yalnızca üretim merkezi değil, aynı zamanda toplu taşıma yatırımları açısından da önemli bir büyüme alanına dönüştüğünü göstermektedir.

Bu gelişmenin doğrudan Gürsel ile ilişkili olmamakla birlikte, yönetimin öncelikli hedef pazarlarından biri olarak işaret ettiği Özbekistan'ın orta vadeli görünümünü desteklediğini değerlendiriyoruz.

Yatırım Teması

Anadolu Isuzu'nun SamAuto'yu Orta Asya pazarına yönelik üretim ve ihracat üssü olarak konumlandırmayı hedeflemesi, bölgede filo yenileme projeleri ve toplu taşıma yatırımlarının orta ve uzun vadede ivme kazanabileceğine işaret ediyor.

İki Tür firmanın Özbekistan'da operasyonel partnerlik veya stratejik iş birliği, Gürsel'in Türkiye'de yıllardır başarıyla uyguladığı kamu ve özel sektör taşımacılığı alanındaki know-how'ını geliştirmekte olan bir pazara ihraç etmesine olanak tanıyabilir. Böyle bir senaryoda şirket, uzun vadeli sözleşmelere dayalı, döviz bazlı ve öngörülebilir gelir üreten yeni bir faaliyet alanı oluşturabilir.

Mevcut değerlendirme modelimize Orta Asya kaynaklı herhangi bir ihale, satın alma veya stratejik ortaklık katkısı dahil edilmemiştir. Dolayısıyla bölgede gerçekleşebilecek somut gelişmelerin, temel senaryomuza göre şirket değerlemesi üzerinde ilave yukarı yönlü potansiyel oluşturabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle Orta Asya açılımını kısa vadeli finansal katkıdan ziyade, Gürsel'in uzun vadeli büyüme hikayesini destekleyen önemli bir büyüme opsiyonu olarak değerlendiriyoruz.

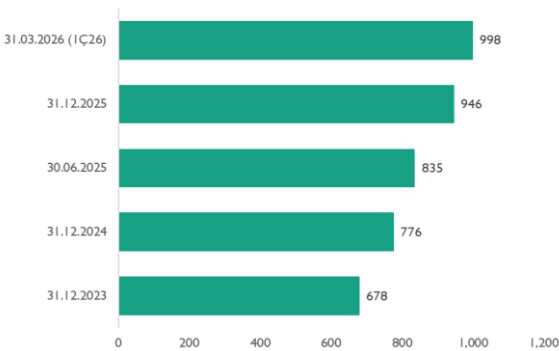
Türkiye'de Çok Merkezli Kapasite Büyümesi: Yatırım Döngüsünden Nakit Üretim Döngüsüne Geçiş...

Gürsel Turizm'in yatırım hikayesinin temelini, son iki yılda tamamlanan yüksek ölçekli kapasite yatırımlarının önümüzdeki dönemde oluşturacağı gelir ve nakit akışı oluşturmaktadır. Yönetimin orta vadede Türkiye genelinde pazar payını yaklaşık %7'den %14'e çıkarma hedefi doğrultusunda gerçekleştirilen yaklaşık 3,4 milyar TL tutarındaki yatırım programının, 2026 ve özellikle 2027 itibarıyla finansallara daha belirgin şekilde yansıtacağını düşünüyoruz. Bu nedenle şirketin yüksek sermaye harcaması döneminden güçlü serbest nakit akışı üreten yeni bir büyüme evresine geçtiğini değerlendiriyoruz.

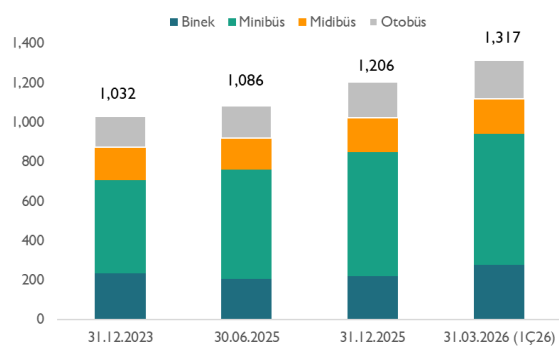
Şirket, söz konusu dönemde 463 yeni araç ve 104 yeni plaka yatırımı gerçekleştirerek toplam plaka sayısını 776'dan 946'ya yükseltmiştir. Yeni plakaların yalnızca 21 adedinin İstanbul'da, 83 adedinin ise büyüme stratejisi kapsamında Anadolu şehirlerinde konumlandırılması, yatırımların coğrafi çeşitlenmeye odaklandığını göstermektedir. 1Ç26 itibarıyla operasyonel filo yıllık bazda %6,7 artışla 8.361 araca ulaşırken, şirketin 1.317 özmal araç ve grup bünyesinde bulunan 998 tahditli plaka ile sektörde önemli bir varlık tabanı oluşturduğunu görüyoruz.

Değerlendirmemize göre bu yatırım programının en önemli yönü, kapasite artışının İstanbul merkezli bir büyüme stratejisinden ziyade Türkiye geneline yayılan çok merkezli bir operasyon modelini desteklemesidir. Son iki yılda Bursa, Manisa, Düzce, Aksaray, Samsun, Ankara ve Erzurum gibi sanayi ve üretim merkezlerinde oluşturulan operasyon ağı, şirketin yeni müşteri kazanım potansiyelini artırırken gelir tabanının coğrafi olarak daha dengeli bir yapıya kavuşmasını sağlamaktadır.

Grafik 10: Tahditli Plaka Adedi (1Ç26 İtibarıyla)



Grafik 11: Filo Kırılımı (1Ç26 İtibarıyla)



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

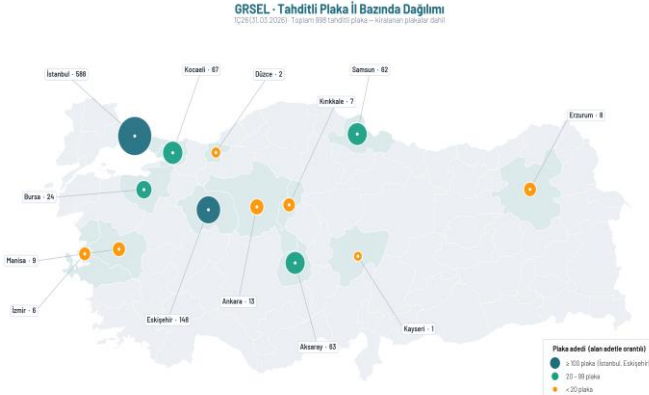


Yatırım Teması

Anadolu pazarının, İstanbul'a kıyasla daha parçalı yapısına sahip olması ve organize sanayi bölgeleri, lojistik merkezleri ile ihracat odaklı üretim tesislerinden kaynaklanan yapısal talep, bu stratejiyi destekleyen önemli unsurlar arasında yer almaktadır. Özellikle personel taşımacılığı hizmetinin üretim sürekliliği açısından kritik öneme sahip olması, bölgedeki kurumsal müşterilerle uzun vadeli sözleşmeler kurulmasını kolaylaştırmaktadır. Bu nedenle Anadolu yatırımlarını yalnızca yeni kapasite oluşturulması değil, aynı zamanda şirketin gelir görünürlüğünü güçlendiren stratejik bir büyüme hamlesi olarak değerlendiriyoruz.

Bu stratejinin ilk somut çıktıları arasında, FlixBus–Kamil Koç iş birliği kapsamında Bursa, Manisa ve Düzce'de başlatılan personel taşımacılığı operasyonları yer almaktadır. Bunun yanında şirketin yalnızca araç ve plaka yatırımıyla sınırlı kalmayıp, yeni faaliyet gösterdiği şehirlerde bakım istasyonları ve operasyon merkezleri kurmasını önemli buluyoruz. Söz konusu yatırımların araç kullanılabilirliğini artırarak operasyonel verimliliği desteklediğini, bakım maliyetlerini optimize ettiğini ve müşterilere kesintisiz hizmet sunulmasını sağlayarak rekabet avantajını güçlendirdiğini düşünüyoruz. Aynı zamanda yerel altyapının oluşturulması, yeni müşteri kazanımı açısından uzun vadeli bir taahhüt niteliği taşımakta ve şirketin ilgili bölgelerdeki pazar konumunu kalıcı hale getirmektedir.

Grafik 12: Tahditli Plaka İl Dağılımı



Tablo 1: Tahditli Plaka Kırılımı

12/26 İl Bazında Dağılım (31.03.2026)

İl	Plaka Kodu	Adet	Pay
İstanbul	34	588	58.9%
Eskişehir	26	148	14.8%
Kocaeli	41	67	6.7%
Aksaray	68	63	6.3%
Samsun	55	62	6.2%
Bursa	16	24	2.4%
Ankara	06	13	1.3%
Manisa	45	9	0.9%
Erzurum	25	8	0.8%
Kırıkkale	71	7	0.7%
İzmir	35	6	0.6%
Düzce	81	2	0.2%
Kayseri	38	1	0.1%
TOPLAM		998	100%

Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Taşımacılık sektöründe gerçekleştirilen kapasite yatırımlarının gelir üretimine etkisi gecikmeli gerçekleşmektedir. Yeni araçların operasyonlara entegrasyonu, yeni sözleşmelerin kazanılması ve kapasite kullanım oranlarının hedef seviyelere ulaşması belirli bir zaman gerektirdiğinden, 2024-2025 dönemindeki yatırım harcamalarının esas katkısının 2026 ve sonrasında görülmesini bekliyoruz. Yönetimin 2026 yılı için yatırım harcamalarının satışlara oranını %8-%12 bandına düşürmeyi öngörmesi de yatırım döngüsünün büyük ölçüde tamamlandığına işaret etmektedir. Kuveyt Türk Yatırım Araştırma olarak, 2026 yılında yatırım harcamalarının satışlara oranının yaklaşık %9 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Bununla birlikte, daha düşük sermaye harcaması ihtiyacı ve artan kapasite kullanımının şirketi yüksek yatırım döneminden güçlü serbest nakit akışı üreten yeni bir faza taşıyacağını düşünüyoruz. Ölçek ekonomisinin güçlenmesiyle birlikte bakım, yakıt yönetimi, filo planlaması ve operasyon organizasyonunda sağlanacak verimlilik artışının operasyonel marjları desteklemesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, Anadolu'da genişleyen operasyon ağı ve devreye alınan yeni kapasitenin katkısıyla Gürsel'in net satış gelirlerinin 2026 yılında reel bazda %8 büyüyerek 16,0 milyar TL'ye, 2027 yılında ise Ürdün operasyonlarının da katkısıyla %13 reel büyüyerek 22,1 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Değerlendirmemize göre piyasanın henüz tam olarak fiyatlamadığı unsur, son iki yılda gerçekleştirilen yatırım harcamalarının büyüklüğünden ziyade, bu yatırımların önümüzdeki yıllarda oluşturacağı serbest nakit akışıdır. Gürsel'in yüksek sermaye harcaması gerektiren yatırım dönemini büyük ölçüde tamamlayarak gelir, operasyonel karlılık ve nakit üretiminin ön plana çıktığı yeni bir büyüme evresine geçtiğini düşünüyoruz.



Yatırım Teması

Güçlü ve Sadık Müşteri Portföyü: Gelir Görünürlüğünü Destekleyen Yapısal Rekabet Avantajı...

Gürsel Turizm'in en önemli rekabet avantajlarından biri, uzun yıllar içinde oluşturduğu güçlü kurumsal müşteri portföyü ve yüksek müşteri sadakatidir. Şirket, 2025 yıl sonu itibarıyla %98 müşteri tutma oranı ve 13 yıllık ortalama müşteri ilişki süresi ile sektör ortalamasının üzerinde bir performans sergilemektedir. Bu göstergeler, yalnızca müşteri memnuniyetine değil, aynı zamanda gelir görünürlüğünün ve iş modelinin sürdürülebilirliğine işaret etmektedir.

Şirketin müşteri portföyü; Mercedes-Benz, Starbucks, Netflix, P&G, BAT, Migros, LC Waikiki, Hepsiburada ve Çelebi gibi ulusal ve uluslararası ölçekte faaliyet gösteren kurumsal şirketlerin yanı sıra Koç Üniversitesi, Sabancı Üniversitesi, Robert Kolej, Enka Okulları ve Hisar Eğitim Vakfı gibi Türkiye'nin önde gelen eğitim kurumlarını kapsamaktadır. Bu müşteri profili, Gürsel'in hizmet kalitesi, operasyonel güvenilirliği ve kurumsal itibarı açısından önemli bir referans niteliği taşımaktadır.

Grafik 13: Müşteri Portföyü



13 Yıl

Ortalama Müşteri Hizmet Süresi



%98

Ortalama Sözleşme Yenileme Oranı



410,000

Hizmet Verilen Kişi Sayısı

Referanslarımız



KOÇ
UNIVERSITY



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Bu müşteri profilinin kritik önemi, söz konusu kurumların taşımacılık tercihlerinde fiyat duyarlılığından çok hizmet güvenilirliği, operasyonel istikrar ve kurumsal itibar gibi kalitatif kriterleri ön planda tutmasından kaynaklanmaktadır. Başka bir deyişle bu müşteriler için taşımacı değiştirme kararı, yalnızca bir maliyet optimizasyonu değil; çalışan memnuniyeti, öğrenci güvenliği ve kurumsal itibar gibi kritik operasyonel risklerin yönetimini de beraberinde getiren karmaşık bir süreçtir.

Kurumsal taşımacılık sektöründe tedarikçi değişimi, yalnızca fiyat odaklı bir karar değildir. Yeni ihale süreci, operasyonel planlamanın yeniden yapılması, sürücü organizasyonunun oluşturulması, güzergah optimizasyonu ve dijital sistem entegrasyonları dikkate alındığında, müşteri açısından önemli operasyonel maliyetler ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle sektörde yüksek değiştirme maliyetleri (switching costs) bulunmakta olup, mevcut hizmet sağlayıcısıyla çalışmaya devam etmek çoğu zaman daha rasyonel bir tercih haline gelmektedir.

Bu yapısal özellik, Gürsel'in yüksek müşteri tutma oranının temel nedenlerinden biri olarak öne çıkmaktadır. Ortalama 13 yıllık müşteri ilişkisi, şirketin yalnızca mevcut sözleşmelerini koruyabildiğini değil, aynı müşterilerle zaman içerisinde kapasitesini büyütebildiğini de göstermektedir. Müşteri sayısındaki artış, yeni tesis yatırımları ve ilave güzergâh ihtiyaçları, ek müşteri kazanımına gerek kalmadan organik gelir büyümesini desteklemektedir.



Yatırım Teması

Uzun vadeli müşteri ilişkileri aynı zamanda fiyatlama gücünü de artırmaktadır. Enflasyonist dönemlerde sözleşmelerin yenilenmesi sırasında yapılan fiyat güncellemeleri, operasyonel maliyet artışlarının önemli ölçüde müşterilere yansıtılmasına imkan vermektedir. Ayrıca, uzun soluklu müşteri ilişkileri, beraberinde organik gelir genişlemesi getirdiğini düşünüyoruz. Müşteri kurumun çalışan sayısı arttıkça araç talebi yükselir, yeni kampüsler veya tesisler devreye alındıkça güzergah sayısı genişler, mevcut güven ilişkisi sürücülük araç kiralama gibi ek hizmetlere kapı aralayabileceğini tahmin ediyoruz. Böylece şirket hem gelirlerini koruyabilmekte hem de operasyonel karlılığını sürdürebilmektedir.

Değerlendirmemize göre güçlü müşteri portföyü, Gürsel'e üç temel avantaj sağlamaktadır. İlk olarak, yüksek sözleşme yenileme oranı sayesinde yıl başında toplam gelirin büyük çoğunluğu taahhüt altında olduğundan gelir öngörülebilirliği güçlü olduğunu düşünüyoruz. İkincisi, prestijli referans portföyü sayesinde yeni müşteri ediniminde büyük pazarlama harcaması gerektirmeyen referans bazlı büyüme modeli sürdürülebilir bir müşteri edinim maliyeti avantajı sunar. Üçüncüsü ve belki en önemlisi, ekonomik yavaşlama dönemlerinde dahi kurumsal müşterilerin çalışan taşımacılığını kesmekten kaçınması (bu hizmetin operasyonel zorunluluk niteliği taşıması) Gürsel'in gelirlerini ekonomik döngüden görece bağımsız kılabilir.

Sonuç olarak şirketin müşteri portföyü, salt bir operasyonel başarının değil; yıllar içinde inşa edilmiş, rakiplerin kısa sürede kopyalayamayacağı yapısal bir rekabet üstünlüğünün somut yansımasıdır ve bu üstünlük Gürsel'in uzun vadeli değer yaratma kapasitesinin temel taşlarından birini oluşturduğunu düşünüyoruz.

Grafik 14: Gelir Kırılımı



5,843

Filo Büyüklüğü



%93.3

Kapasite Kullanım Oranı



%15.7

Şirket Araç Oranı



275.000

Günlük Taşıma
Kapasitesi



1,604

Filo Büyüklüğü



%97.5

Kapasite Kullanım Oranı



%12.7

Şirket Araç Oranı



55.000

Günlük Taşıma
Kapasitesi



445

Filo Büyüklüğü



%81.1

Kapasite Kullanım Oranı



%31.9

Şirket Araç Oranı



90.000

Günlük Taşıma
Kapasitesi



367

Filo Büyüklüğü



21 milyon km / yıl

Taahhütlü Hizmet Uzunluğu



90.000

Günlük Taşıma Kapasitesi

9

GURSEL

Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Yatırım Teması

Mobilitenin Geleceğine Erken Konumlanma: Otonom Sürüş Ekosisteminde Stratejik Opsiyon...

Gürsel Turizm'in uzun vadeli yatırım tezini destekleyen unsurlardan biri de otonom mobilite alanında attığı stratejik adımlardır. Küresel mobilite sektörü, elektrifikasyonun ardından otonom sürüş teknolojilerine odaklanırken, özellikle sürücü maliyetlerinin toplam işletme giderleri içerisinde yüksek paya sahip olduğu şehir içi toplu taşıma ve personel taşımacılığı segmentlerinde önemli verimlilik potansiyeli sunuyor. Gürsel'in Adastec yatırımı, şirketi bu dönüşümün erken aşamasında konumlandıran önemli bir stratejik hamle olarak öne çıkmaktadır.

Şirket, 2025 yılında SAE Seviye-4 (Level-4) otonom sürüş yazılımı geliştiren Adastec'e yaklaşık 3 milyon ABD doları (121,5 milyon TL) yatırım yaparak %2 oranında ortak olmuştur. Finansal büyüklüğü sınırlı görünmekle birlikte, yatırımın stratejik önemi oldukça yüksektir. Adastec'in orta vadede Nasdaq'ta tek haneli milyar ABD doları seviyesinde bir değerlemeyle halka arz gerçekleştirme hedefi bulunmaktadır. Bu hedefin gerçekleşmesi, Gürsel Turizm'in sahip olduğu pay açısından anlamlı bir değer artışı potansiyeli oluşturabilir.

Adastec, geliştirdiği flowride.ai platformunu ticari operasyonlarda kullanan sayılı şirketlerden biri olup, MAN Truck & Bus, PhoenixEV ve Vicinity Motor Corp gibi küresel üreticilerle yürüttüğü projeler sayesinde teknolojisini gerçek operasyon koşullarında doğrulamıştır. Adastec'in geliştirdiği teknoloji bugün yalnızca pilot projelerle sınırlı olmayıp, ticari kullanım aşamasına geçmiş durumdadır. Adastec'in halihazırda ulusal parklar ve havalimanlarında alınmış 360 adet onaylı kontratı bulunmaktadır. Bu kontratların fiilen başlatılabilmesi için ihtiyaç duyulan araçların gövde ve şasisleri Bursa'da üretilmekte, ardından bu gövdeler Detroit'e gönderilmektedir. Araçlara Adastec yazılımı yüklenip fren ve direksiyon entegrasyonu tamamlanarak %70 yerlilik oranıyla "Buy America" uyumluluğu sağlanmaktadır. Bu kritik uyumluluk sayesinde, operasyonlar için ABD hükümetinden önemli destekler ve devlet garantileri alınabildiğini hatırlatmak isteriz

Grafik 15: Adastec Otonom Sürüş



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Değerlendirmemize göre yatırımın en önemli yönü, Adastec hisselerinin değer kazanma potansiyelinden ziyade Gürsel'in gelecekte oluşacak otonom mobilite ekosistemindeki operasyonel rolüdür. Otonom toplu taşıma sistemlerinde değer zinciri yalnızca yazılım ve araç üretiminden oluşmamaktadır.

Filo yönetimi, araç bakım organizasyonu, şarj altyapısı, operasyon planlaması ve birçok bölgede yasal zorunluluk olmaya devam eden güvenlik sürücüsü hizmetleri, operasyonun önemli bileşenleri arasında yer almaktadır. Bu nedenle sektörde uzun yıllara dayanan filo yönetim deneyimine sahip operatörlere ihtiyaç duyulmaktadır. Gürsel'in yaklaşık 8.000 araçlık filo yönetim tecrübesi, şirketi otonom mobilite ekosisteminde doğal bir operasyon ortağı konumuna taşımaktadır. Yönetimin ABD'de bu faaliyetlere yönelik yeni bir şirket kurmuş olması da uzun vadeli stratejinin yalnızca teknoloji yatırımından ibaret olmadığını göstermektedir.

Yatırım Teması

Nitekim otonom toplu taşıma işlerinin %99'u operatör odaklıdır; elektrikli otonom araçların gün sonunda şarj edilmesi, temizlenmesi, bakımı ve belirli eyaletlerde yasal zorunluluk olan "safety driver" (güvenlik sürücüsü) temin edilmesi gibi süreçler tamamen deneyimli bir operasyonel yönetim gerektiriyor. Gürsel Turizm, bu noktada Adastec'in hem imtiyazlı ortağı hem de tüm bu saha operasyonlarını dünyada üstlenecek ana mobilite operatörü olarak öne çıktığını belirtmek isteriz.

Yönetimin paylaştığı yol haritasına göre ABD'de ilk otonom araç operasyonlarının 2026 yılının ikinci yarısında başlaması hedeflenmektedir. İlk etapta finansal katkının sınırlı kalmasını beklemekle birlikte, başarılı uygulamaların yeni kontratların önünü açabileceğini ve 2027 sonrasında büyüme üzerinde daha görünür etkiler oluşturabileceğini değerlendiriyoruz. Bu nedenle Adastec yatırımının kısa vadeli finansal katkısından ziyade, şirketin gelecekte oluşabilecek yeni bir mobilite pazarında erken konumlanmasını sağlayan stratejik bir opsiyon olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Otonom Araçların Yaygınlaşması Sürücü Maliyetlerini Azaltırken Verimliliği Artıracak...

Otonom araçların regülasyonların izin verdiği ölçüde yaygınlaşması, uzun vadede sürücü maliyetlerinin azalmasını, araç kullanım sürelerinin artmasını ve filo verimliliğinin yükselmesini sağlayabileceğini düşünüyoruz. Bu durum, yüksek ölçekli filo yöneten operatörler açısından önemli bir operasyonel kaldıraç oluşturma potansiyeline sahiptir. Gürsel'in bugünden bu ekosistemde yer alması, teknolojinin olgunlaşması halinde rakiplerine göre önemli bir ilk hareket avantajı sağlayabilir.

Şirketin teknoloji vizyonu yalnızca Adastec yatırımıyla sınırlı olmadığı kanaatindeyiz. Gürsel, 2023 yılında Almanya'da kurduğu Gürsel Mobility GmbH ile Avrupa pazarında faaliyet göstermeye başlarken, yönetim tarafından yapılan açıklamalarda otonom sürüş teknolojilerinin Avrupa operasyonlarına entegre edilmesinin değerlendirildiği bu görüşümüzü destekliyor.

Adastec'in küresel ölçekte Çinli firmalar dışında yapısal bir rakibi bulunmamaktadır. Çinli rakipler ise stratejik bilgi paylaşımı ve ulusal güvenlik kısıtlamaları gerekçesiyle ABD ve Avrupa pazarlarına giriş yapmamaktadır. Bu durum Gürsel ve Adastec ortaklığına Batı pazarlarında muazzam bir rekabet avantajı ve pazar koruması (hendek) sağlamaktadır.

Adastec yatırımı, mevcut bilanço büyüklüğü dikkate alındığında Gürsel açısından sınırlı bir finansal risk taşımaktadır. Buna karşın otonom toplu taşımanın beklenen hızda yaygınlaşması halinde şirket, hem sahip olduğu payın değer artışından faydalanabilecek hem de operasyonel uzmanlığını yeni pazarlara taşıyarak ilave gelir kaynakları oluşturabilecektir.

Dolayısıyla mevcut değerlememizde bu yatırımın oluşturabileceği uzun vadeli opsiyon değerinin tam olarak fiyatlandığını düşünmüyoruz. Otonom mobilite alanında gerçekleşecek somut ilerlemelerin, önümüzdeki yıllarda şirket değerlemesini destekleyebilecek ilave katalizörler arasında yer alabileceğini değerlendiriyoruz.



Yatırım Teması

Güçlü Finansal Performans ve Büyüme Beklentileri...

Gürsel Turizm, 2026 yılının ilk çeyreğinde operasyonel dayanıklılığını korurken, son iki yılda gerçekleştirdiği yüksek yatırım harcamalarının finansallara yansımaya başladığına işaret eden sonuçlar açıkladı. İlk çeyrekte mevsimselliğin ve Ramazan döneminin etkisiyle gelir büyümesi sınırlı kalsa da, kapasite kullanımındaki artış ve maliyet disiplini karlılığı desteklemeye devam etti.

Şirket, 1Ç26'da 3.184 milyon TL net satış geliri (y/y %0,5), 1.129 milyon TL FAVÖK (y/y %8) ve 847 milyon TL net kar (y/y %11) açıkladı. Net satış gelirleri yıllık bazda %0,5 artarken, Ramazan döneminin özellikle Ürdün operasyonlarında oluşturduğu hacim kaybı ve iş günü sayısındaki azalma büyümeyi sınırladı. Buna karşın operasyonel kapasitedeki artışın yılın geri kalanında gelir performansını desteklemesini bekliyoruz.

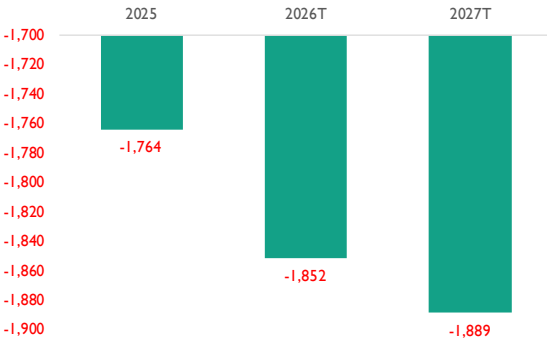
Operasyonel göstergeler büyüme tezini desteklemeye devam etmektedir. Toplam filo büyüklüğü yıllık %6,7 artışla 8.361 araca ulaşırken, kapasite kullanım oranı %84,2'den %86,2'ye yükseldi. Artan kapasite kullanımının yanı sıra etkin maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK yıllık %8 artış gösterirken, FAVÖK marjı 2,4 puan artışla %35,5 seviyesine yükseldi. Bu görünüm, şirketin fiyatlama disiplinini korurken operasyonel kaldıraçtan faydalanmaya başladığını göstermektedir.

Net kar yıllık bazda %11 artışla 847 milyon TL olarak gerçekleşti. Çeyrek bazdaki gerileme ise ağırlıklı olarak daha yüksek vergi giderlerinden kaynaklandı. Operasyonel tarafta ise karlılık görünümünde belirgin bir bozulma gözlemlenmiyor. Şirket, çeyrek boyunca 295 milyon TL yatırım harcaması gerçekleştirirken, yatırım harcamalarının satışlara oranı %9,2 oldu. Buna rağmen 1,58 milyar TL net nakit pozisyonunu koruması, güçlü nakit üretim kapasitesinin ve bilanço disiplininin devam ettiğini göstermektedir.

Şirket'in güçlü büyüme beklentilerini 2026 yılında da sürmesini bekliyoruz. Bu çerçevede, 2026 yılında satış gelirlerinin 15.0–17.0 milyar TL, FAVÖK'ün ise 5.0 – 6.0 milyar TL aralığında gerçekleşmesi hedefleniyor. Yönetimin yatırım harcamalarının satışlara oranı için paylaştığı %8-%12 aralığı da yatırım döngüsünün önemli ölçüde tamamlandığına işaret etmektedir.

Değerlendirmemize göre şirket açısından en önemli kırılma yılı 2027 olacaktır. Yurt içinde son iki yılda yapılan yatırımların tam kapasiteyle gelir üretmeye başlaması, Ürdün'de sonuçlanması beklenen yeni BRT ihalesinin olası katkısı ve Adastec tarafında ABD operasyonlarının devreye girmesi, büyümenin ikinci fazını oluşturabilecek başlıca katalizörlerdir. Bu nedenle mevcut finansal performansın yalnızca mevcut operasyonların gücünü değil, aynı zamanda önümüzdeki yıllarda devreye girecek büyüme alanları için sağlam bir temel oluşturduğunu değerlendiriyoruz.

Grafik 16: Net Nakit Projeksiyon (milyon TL)



Grafik 17: Şirket 2026 Beklentileri



Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Değerleme Özeti

Gürsel Turizm'in değerlemesinde TL bazlı indirgenmiş nakit akımları analizi (İNA) analizi yöntemini kullandık.

- Temel yatırım tezimiz, son iki yılda gerçekleştirilen yüksek yatırım harcamalarının 2026 itibarıyla finansal sonuçlara yansımaya başlaması, Ürdün operasyonlarının ölçek kazanması, güçlü müşteri portföyünün sağladığı gelir görünürlüğü ve uluslararası büyüme opsiyonlarının şirket değerini orta vadede destekleyeceği varsayımına dayanmaktadır.
- Projeksiyonlarımızda, 2026-2032 döneminde yurt içi kapasite artışlarının kademeli olarak gelir üretmeye başlamasını, mevcut sözleşme portföyünün korunmasını ve operasyonel verimlilikteki iyileşmenin devam etmesini esas aldık. Buna karşılık, Orta Asya'da kazanılabilecek yeni ihaleler, olası uluslararası satın almalar ve otonom mobilite yatırımlarının oluşturabileceği potansiyel katkılar temel senaryomuza dahil edilmemiştir. Dolayısıyla bu alanlarda gerçekleşebilecek somut gelişmelerin değerlememiz üzerinde ilave yukarı yönlü potansiyel oluşturabileceğini değerlendiriyoruz.
- Gürsel'in yurt içindeki kapasite artışlarının kademeli olarak gelire dönüşecek olması ve Ekim-Kasım 2026'da sonuçlanması beklenen Ürdün ihalesi çerçevesinde **net satış gelirinin 2026 yıl sonunda %8 ve 2027'de yukarıdaki varsayımların büyük çoğunluğunun yansımalarıyla %13 reel büyüme** kaydedebileceğini düşünüyoruz.
- Modelimizde şirketin reel net satış gelirlerinin **2026-2032 döneminde yıllık ortalama %7 büyümesini** bekliyoruz. Ürdün operasyonlarının büyümesiyle birlikte yurt dışı gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payının **2032 yılında yaklaşık %20 seviyesine** ulaşacağını tahmin ediyoruz.
- Şirketin rekabetçi piyasa koşullarına rağmen maliyet yönetimi ve operasyonel verimlilik tarafındaki başarısı, 2024 ve 2025'te yüksek yatırım harcamasıyla yenilenen filonun operasyonel verimliliğe katkısıyla 2026 yıl sonunda FAVÖK marjının %34,3, 2032'de ise %35,3'e yükselmesini tahmin ediyoruz. Model ufku boyunca **FAVÖK marjının ortalama %34,8 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.**
- Projeksiyon döneminde İNA'da nakit vergi oranı olarak %25 esas alınmıştır. Şirketin geçmiş dönemlerde gerçekleşen efektif vergi oranı, TFRS-VUK farkları, ertelenmiş vergi etkileri, enflasyon muhasebesi ve diğer dönemsel unsurlar nedeniyle yasal vergi oranından sapabilmektedir. **Bu nedenle değerlemede uzun vadeli sürdürülebilir nakit vergi yükünü temsil ettiği düşünülen %25 oranı varsayım olarak tercih edilmiştir.**
- Şirketin temettü politikasını sürdürmesini beklerken, **2027'de 240 milyon TL** toplam temettü ödemesini bekliyoruz (temettü verimi %0,8).
- Özetle:** Gürsel Turizm için 12 ay ile hedef piyasa değerimiz **43.059 milyon TL'dir.** Bu, hisse başına **422TL'ye denk gelmekte olup %41** yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Tablo 2: Değerleme Özet Tablosu

Değerleme Özeti (milyon TL)		
Method	Parametre	Değerleme Sonucu
İndirgenmiş Nakit Akımları	Özsermaye Değeri	43,059
Hedef Piyasa Değeri		43,059
Ödenmiş Sermaye		102
Hisse Başı Hedef Fiyat (TL)		422
Son Kapanış (10.07.2026)		300
Yükseliş Potansiyeli (%)		41%

Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Değerlememizde TL bazlı İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) metodolojisini kullandık. Modelimiz 2026-2032 dönemini kapsamakta olup, tahminlerimiz şirketin mevcut faaliyetleri, yönetim beklentileri ve makroekonomik varsayımlar çerçevesinde oluşturulmuştur.

Risksiz faiz oranını Türkiye'nin uzun vadeli faiz (10Y) görünümü ve para politikası beklentilerimizi dikkate alarak **2026 yılı için %30, 2027 yılı için %25 olarak varsaydık**. Enflasyondaki kademeli normalleşmeye paralel olarak risksiz faiz oranını projeksiyon dönemi sonunda %19 seviyesine indirdik. Modelimizde hisse risk primini %5,5, beta katsayısını ise 0,70x olarak kullanırken, buna bağlı olarak **2026 yılı özsermaye maliyetini %34 olarak hesaplıyoruz**.

Borçlanma maliyetinin zaman içerisinde gerileyeceğini varsayarken, şirketin güçlü nakit yaratma kapasitesi sayesinde borç ağırlığının da kademeli olarak azalacağını öngördük. Bu varsayımlar doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca **ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (WACC) ortalama %24,2 olarak hesapladık**. Terminal büyüme oranı (**terminal growth**) varsayımımız ise **%8 seviyesindedir**.

Tablo 3: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)								
milyon TL								
	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Hasılat	11,555	16,010	22,100	28,489	35,129	42,494	50,675	60,174
*Büyüme (%)	6%	39%	38%	29%	23%	21%	19%	19%
Faaliyet Karı (FVOK)	3,391	4,995	6,939	9,003	11,136	13,471	16,165	19,376
FVOK Marjı (%)	29.3%	31.2%	31.4%	31.6%	31.7%	31.7%	31.9%	32.2%
FAVÖK	3,746	5,491	7,625	9,886	12,225	14,788	17,736	21,241
FAVÖK Marjı (%)	32.4%	34.3%	34.5%	34.7%	34.8%	34.8%	35.0%	35.3%
Vergi	-531	-844	-1,152	-1,458	-1,775	-2,122	-2,524	-3,003
Yatırım Harcamaları	1,987	1,441	1,879	2,279	2,635	2,975	3,294	3,610
Yatırım Harcamaları / Satış	17.2%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
Net İşletme Sermayesinde Değişim	70	508	1,049	1,104	1,145	1,266	1,420	1,652
Serbest Nakit Akışı (FCF)	1,157	2,699	3,545	5,045	6,670	8,425	10,498	12,976
SNA / Satış	10.0%	16.9%	16.0%	17.7%	19.0%	19.8%	20.7%	21.6%
AOSM	29.9%	30.9%	26.6%	24.8%	23.0%	22.0%	21.1%	21.1%
İndirgeme Faktörü	1.00	1.31	1.66	2.07	2.54	3.10	3.75	4.55
Bugüne indirgenmiş nakit akımı	1,157	2,062	2,140	2,441	2,624	2,718	2,797	2,855

Firma Değeri 2026-2032	17,638
Terminal Büyüme Oranı	8.0%
Terminal Değer	23,569
Toplam Firma Değeri	41,207
- 2026T Net Borç	-1,852
Özsermaye Değeri	43,059
Ödenmiş Sermaye	102
Hedef Fiyat (TRY)	422
Son Kapanış	300
Yükseliş Potansiyeli	41%

* 2026 ve sonrası için büyüme oranları nominal hesaplanmıştır.

Tablo 4: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM Hesaplama							
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Risksiz Faiz Oranı	30%	25%	23%	21%	20%	19%	19%
Hisse Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
Özsermaye Maliyeti	34%	29%	27%	25%	24%	23%	23%
Borçlanma Maliyeti	28%	25%	23%	21%	19%	18%	17%
Sermaye Ağırlığı	77%	77%	78%	79%	80%	81%	82%
Borç Ağırlığı	23%	23%	22%	21%	20%	19%	18%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
AOSM	30.9%	26.6%	24.8%	23.0%	22.0%	21.1%	21.1%



Hassasiyet Analizi

Aşağıdaki duyarlılık analizi, projeksiyon dönemi boyunca kullanılan **dinamik WACC varsayımları korunarak** yalnızca terminal büyüme oranındaki değişimin hedef fiyat üzerindeki etkisini göstermektedir. Projeksiyon dönemi boyunca **ortalama WACC %24,2 seviyesindedir**.

Analiz, terminal büyüme oranındaki ± 2 puanlık değişimin hedef fiyat üzerinde **yaklaşık %8-11** aralığında etki oluşturduğunu göstermektedir. Bu durum değerleme sonucunun terminal varsayımlarına karşı **makul** düzeyde duyarlı olduğuna işaret etmektedir.

Tablo 5: Terminal Büyüme Hassasiyet Analizi

Terminal Büyüme (%)	Hedef Fiyat (TL)
6%	388
7%	404
8%	422
9%	444
10%	469

Piyasa Çarpan Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizini değerlememizin temel metodolojisi olarak kullanırken, benzer şirket çarpanlarını hedef fiyatımızı destekleyici bir gösterge olarak değerlendiriyoruz.

Bu kapsamda Gürsel Turizm'in işlem gördüğü çarpanları, yurt içi ve küresel ölçekte faaliyet gösteren benzer şirketlerle karşılaştırdık. Analizimiz, şirketin **2026 tahminlerimize göre 5,3x FD/FAVÖK ve 6,6x F/K** çarpanlarıyla işlem gördüğünü göstermektedir.

Bu seviyeler, küresel benzer şirket ortalamalarına kıyasla sırasıyla **yaklaşık %18 FD/FAVÖK ve %40 F/K iskontosuna (2026 ve 2027 iskonto ortalaması) işaret etmektedir**. Mevcut iskontonun, şirketin güçlü nakit oluşturma kapasitesi, uluslararası büyüme potansiyeli ve son dönemde gerçekleştirilen yatırımların sağlayacağı operasyonel katkıları tam olarak yansıtmadığını değerlendiriyoruz.

Benzer şirket analizini nihai hedef fiyat hesaplamamızda doğrudan kullanmamakla birlikte, göreceli değerlendirme açısından İNA analizimizi destekleyen önemli bir gösterge olarak görüyoruz.

Tablo 6: Benzer Şirket Karşılaştırması

Şirket	Piyasa Değeri milyon USD	FD/FAVÖK		F/K	
		26T	27T	26T	27T
Nishi Nippon Railroad	1,469	11.1	9.8	9.4	9.2
Mie Kotsu Group	363	9.3	8.4	9.3	8.1
Mobico Group	219	5.2	4.9	3.4	2.9
Firstgroup	1,356	2.9	5.2	8.8	8.8
ComfortDelGro	2,249	5.6	5.3	13.0	10.3
Nobina	694	5.5	5.4	11.7	11.8
Web Travel Group	688	5.4	4.3	12.3	9.0
Flight Centre Travel	1,816	6.6	5.9	13.9	11.3
HLS Co	491	7.7	7.4	10.0	8.3
Medyan		5.6	5.4	10.0	9.0
Gürsel Turizm	654	5.3	3.8	6.6	4.8
Prim/İskonto		-6%	-29%	-34%	-47%

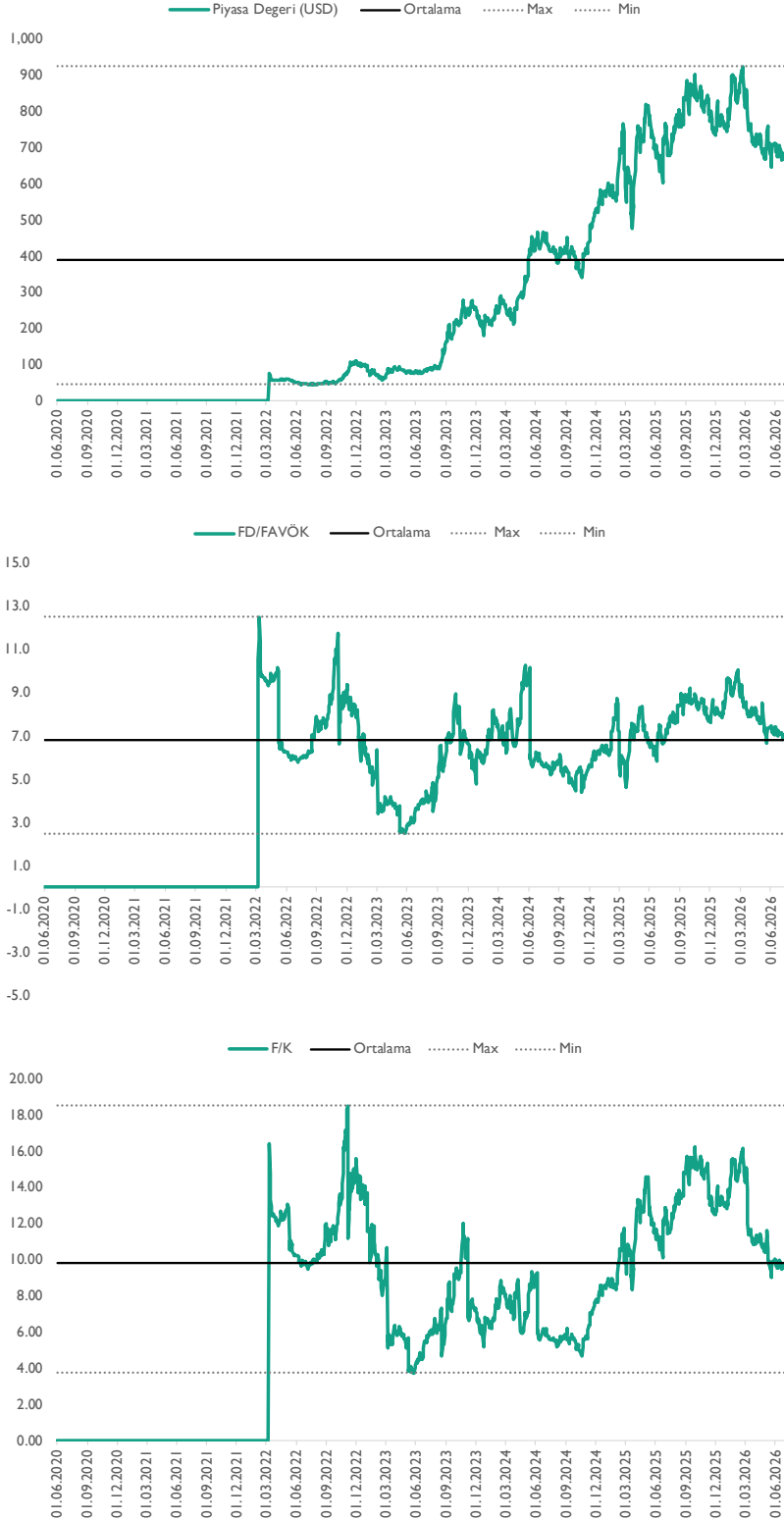
Kaynak: EquityRT, Bloomberg

GRSEL tahminleri projeksiyonlarımıza dayanmaktadır.



Tarihsel Piyasa Değeri ve Çarpan Görünümü

Grafik 18-19-20: Piyasa Değeri (USD), FD/FAVÖK ve F/K Çarpan Görünümü



Swot Analizi

SWOT analizimiz, Gürsel Turizm'in mevcut rekabet avantajlarını, uzun vadeli büyüme potansiyelini ve yatırım tezini etkileyebilecek temel riskleri bütüncül bir bakış açısıyla ortaya koymaktadır.

Güçlü bilanço yapısı, yüksek müşteri sadakati ve uluslararası büyüme opsiyonları şirketin öne çıkan güçlü yönlerini oluştururken; regülasyonlar, maliyet baskıları ve makroekonomik belirsizlikler yakından izlenmesi gereken başlıca risk unsurlarıdır.

Önümüzdeki dönemde yeni uluslararası projeler ve kent içi toplu taşıma ihaleleri şirket açısından önemli katalizörler olmaya devam edecektir.

Tablo 7: SWOT Analizi

GÜÇLÜ YÖNLER (STRENGTHS)	ZAYIF YÖNLER (WEAKNESSES)
• Operasyonel Kalite ve Müşteri Sadakati: %98 müşteri tutma oranı ve 13 yıllık ortalama müşteri hizmet süresi, 410.000 kişilik günlük hizmet kapasitesi; Koç Üniversitesi, Mercedes-Benz, Netflix, P&G, Fenerbahçe gibi kurumsal referans portföyü	• Yüksek Mevsimsellik: Okulların ve fabrikaların tatil/bayram dönemlerine denk gelen 2. ve 3. çeyreklerde iş günü sayısının azalması ve finansal yavaşlama.
• Güçlü Plaka Portföyü: 998 plaka ile doğal giriş bariyeri arkasında korunan lisanslı kapasite İstanbul başta olmak üzere 13 şehirde ayak izi	• Gelir Konsantrasyonu ve Coğrafi Bağımlılık: Satışların büyük bölümü hâlâ İstanbul merkezli; Anadolu açılımı henüz erken aşamada Personel taşımacılığı tek başına gelirin %64,5'ini oluşturuyor; segment konsantrasyonu sınırlı
• Uluslararası Operasyon Deneyimi: Amman'da 7 yıllık 364 araçlık toplu taşıma operasyonu; günlük 200.000 yolcu, kamu ihalelerinde teklif verme, müzakere ve sürdürülebilir operasyon kapasitesi	• Sanayi Bağımlılığı: Personel taşımacılığında büyük endüstriyel üreticilerin varlığı ve üretim plan değişikliklerine doğrudan hassasiyet.
• Güçlü Bilanço ve Hedefler: 1.6 milyar TL'lik net nakit pozisyonu finansal esneklik ve fırsat yakalama esnekliği sağlarken, 2026 sonu için 5-6 milyar TL FAVÖK hedefi dikkat çekiyor.	• İhale Bağımlılığı ve Öngörülemeyen Gecikmeler: 2025'te yurt dışı ihale gecikmelerinin gelir beklentisinin hafif gerisinde kalınmasına yol açması, ihale takvimlerine bağlılık

FIRSATLAR (OPPORTUNITIES)	TEHDİTLER (THREATS)
• Ürdün Kent İçi İhalesi (2027 Katalizörü): ~1 milyar \$ değerindeki devasa ihale ile kent içi toplu taşıma payını artırma potansiyeli.	• Pandemi ve Olağanüstü Durumlar: Covid-19 benzeri salgınlar sonrası olası kapanma veya afetler taşımacılık ve seyahat faaliyetlerini geçici olarak sınırlayabiliyor.
• Otonom Mobilite Operatörlüğü: Adastek (Level-4) yatırımını ile ABD'de (Detroit) başlayacak ticari otonom araç operasyonlarında ilk küresel oyuncu olma.	• Regülasyon Riski: Tahdidi plaka sistemi veya ihale mevzuatlarındaki değişiklikler faaliyetleri etkilemektedir.
• Nasdaq Halka Arz Hikayesi: Adastek'in 2027 yılında ~3 milyar \$ değerleme hedefiyle Nasdaq'ta halka arz planı ve şirketin bu taraftaki %2'lik stratejik payı.	• Siyasi ve Jeopolitik Riskler: Ürdün ve potansiyel yeni pazarlardaki siyasi gelişmeler, kamu ihalesi kazanımlarında belirleyici olabilir.
• Bölgesel Genişleme: Özbekistan ve Almanya (Gürsel Mobility) yatırımlarıyla yeni büyüme koridorları açılması.	• Ekonomik Yavaşlama: Sıkı para politikası uygulamaları sanayi üretimini zayıflatmasıyla kurumsal taşımacılık talebini sınırlayabilir.

Kaynak: Gürsel, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri



Kısaca Gürsel

Gürsel Turizm, 1995 yılında kurulan ve Türkiye'nin en büyük kurumsal personel taşımacılığı şirketlerinden biridir. Şirket, faaliyetlerine personel ve öğrenci taşımacılığı ile başlamış, zaman içerisinde şehir içi toplu taşıma, filo yönetimi, araç kiralama ve uluslararası toplu taşıma operasyonlarını kapsayan entegre bir mobilite platformuna dönüşmüştür.

Bugün Gürsel, başta personel taşımacılığı olmak üzere kamu kurumları, özel sektör şirketleri, sanayi kuruluşları, eğitim kurumları ve belediyelere ulaşım hizmeti sunmaktadır. Gelirlerinin önemli bölümü uzun vadeli sözleşmelere dayanırken, bu yapı nakit akışının öngörülebilirliğini artırmaktadır.

2026 yılı ilk çeyreği itibarıyla şirket yaklaşık 8.361 araçlık operasyonel filoyu yönetmektedir. Bu filonun 1.317 adedi özmal araçlardan oluşurken, kalan bölüm tedarikçi ağı aracılığıyla işletilmektedir. Gürsel ayrıca grup bünyesinde 998 adet tahditli ticari plakaya sahip olup, bu varlıklar sektörde önemli bir giriş bariyeri ve rekabet avantajı oluşturmaktadır.

Şirket son iki yılda kapasite artırımı amacıyla önemli yatırımlar gerçekleştirmiştir. 2024 yılında yaklaşık 1,4 milyar TL, 2025 yılında ise yaklaşık 2,0 milyar TL yatırım harcaması yapılarak toplam 463 yeni araç ve 104 yeni plaka portföye eklenmiştir. Böylece plaka sayısı 776'dan 946'ya yükselirken, yatırımların önemli bölümü İstanbul dışındaki büyüme stratejisini destekleyecek şekilde Anadolu şehirlerine yönlendirilmiştir. Faaliyetlerini yalnızca Türkiye ile sınırlamayan Gürsel, 2019 yılında kazandığı ihale ile Ürdün'ün başkenti Amman'da şehir içi toplu taşıma operasyonlarını üstlenmiş ve bugün 364 otobüslük filosuyla yaklaşık 200 bin yolcuya günlük hizmet vermektedir.

Şirket ayrıca Almanya'da faaliyet gösteren iştiraki aracılığıyla Avrupa pazarında büyüme fırsatlarını değerlendirirken, Orta Asya başta olmak üzere yeni uluslararası pazarlara yönelik çalışmalarını sürdürmektedir.

Bunun yanında Gürsel, sektördeki dönüşüme erken adapte olma stratejisi kapsamında otonom sürüş teknolojileri geliştiren Adastec'e yatırım yapmış ve geleceğin mobilite çözümlerine yönelik uzun vadeli bir büyüme vizyonu ortaya koymuştur. Geleneksel taşımacılık faaliyetlerini teknoloji yatırımlarıyla destekleyen şirket, kendisini yalnızca bir taşımacılık şirketi değil, entegre bir mobilite operatörü olarak konumlandırmaktadır.

Bugün Gürsel; güçlü operasyonel altyapısı, yüksek giriş bariyerine sahip plaka portföyü, yaygın hizmet ağı, uluslararası operasyon tecrübesi ve sağlam bilanço yapısıyla Türkiye mobilite sektörünün önde gelen oyuncularından biri olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.



Yabancı İşlemleri

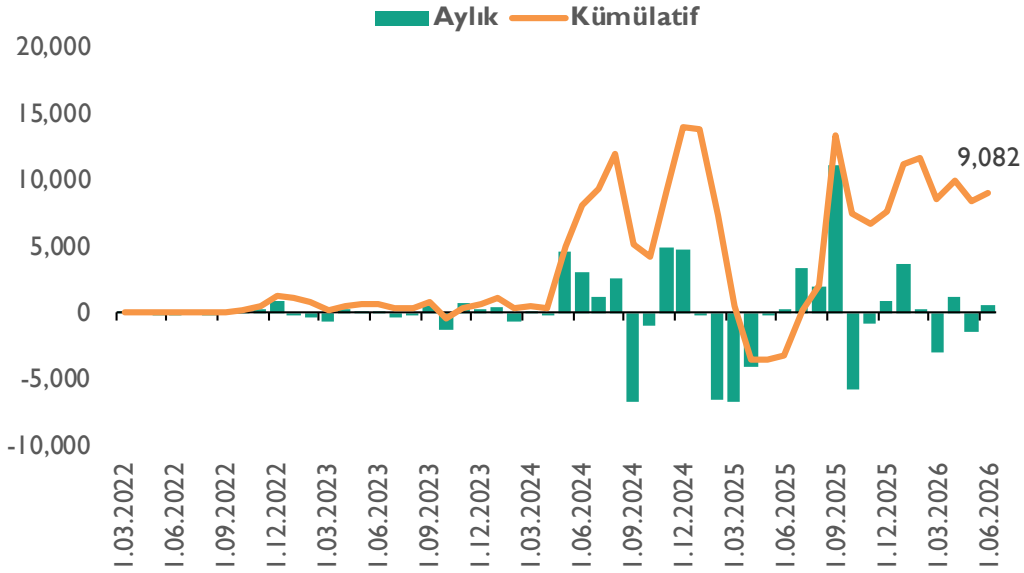
Borsa İstanbul verilerine göre yabancı yatırımcılar, Haziran 2026 döneminde Gürsel Turizm hisselerinde yaklaşık **612 bin ABD doları** tutarında net alım gerçekleştirmiştir.

Yıl başından bu yana toplam net yabancı alımı **1,5 milyon ABD dolarına ulaşırken**, 2022 yılı başından itibaren kümülatif **net giriş 9,1 milyon ABD doları** seviyesindedir.

Daha uzun dönemli eğilim incelendiğinde, yabancı yatırımcıların **Temmuz 2025** sonrasında yeniden alım yönünde pozisyon almaya başladıkları görülmektedir. Bu tarihten itibaren gerçekleşen toplam net yabancı alımı **12,3 milyon ABD doları** seviyesine ulaşmıştır.

Yabancı yatırımcı ilgisinin son bir yılda yeniden güç kazanmasını, şirketin artan operasyonel ölçeği, güçlü bilanço yapısı ve uluslararası büyüme hikayesinin görünürlüğünün artmasıyla uyumlu buluyoruz.

Grafik 21: Yabancı İşlemleri



Kaynak: BIST, Rasyonet, Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Tahminleri

Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Savunma, Sanayi

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

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.

