

GLRMK İÇ26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Şirketin İÇ26 finansallarının ardından 252 TL olan hedef fiyatımızda herhangi bir değişikliğe gitmezken, mevcut fiyat seviyesine bağlı olarak getiri potansiyelinin sınırlı kalması nedeniyle hisseye ilişkin önerimizi "AL"dan "TUT"a revize ediyoruz.

Net kar önceki yıla kıyasla azalış kaydetti... İÇ26'da 605 milyon TL, (12 milyon EUR) net kar açıklayan şirketin net karı yıllık bazda %60 gerilerken, çeyreklik bazda %81 artış kaydetti. Piyasada şirketin İÇ26 finansallarına yönelik bir beklenti bulunmuyordu. Net karın geçen yılın aynı dönemine göre zayıf kalmasında, parasal kazanç kaleminin pozitiften negatife dönmesi ve geçtiğimiz yıl 833 milyon TL seviyesinde gerçekleşen net finansman gelirinin bu dönemde finansman giderine dönüşmesi belirleyici oldu. Buna paralel olarak net kar marjı yıllık bazda 10,7 puan azalarak %6,3 seviyesine geriledi.

Kamulaştırma kaynaklı gecikmeler hasılat ivmesini zayıflatıyor... Şirket yılın ilk çeyreğinde hasılat büyümesini sürdürerek yıllık bazda %8 artışla 9.660 milyon TL (189 milyon EUR) net satış geliri elde etti. Gelir kırılımına bakıldığında, İÇ26 itibarıyla satışların %58,9'unun metro projelerinden, %24,4'ünün demiryolu projelerinden, %9,4'ünün otoyol projelerinden ve %3,4'ünün diğer iş kollarından kaynaklandığı görülüyor. Bu görünüm altında, şirketin gelir kompozisyonunda raylı sistem projelerinin belirleyici ağırlığını koruduğunu görüyoruz. Bununla birlikte, hasılat tarafındaki büyümenin potansiyelin altında kalmasında, bazı özelliklerle yurt dışına projelerde kamulaştırma süreçlerinin uzaması nedeniyle hakediş ve gelir yazımının sonraki çeyreklere ötelenmesinin etkili olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle ilk çeyrek gelir performansını zayıf bir talep görünümünden ziyade, proje takvimlerindeki idari gecikmelerin yansımaları olarak değerlendiriyoruz.

Bakiye siparişlerde büyüme sürüyor... Şirketin toplam bakiye sipariş tutarı 31 Mart 2026 itibarıyla 251,5 milyar TL, yaklaşık 4,9 milyar EUR seviyesinde gerçekleşirken, yıl sonunda bu tutarın 5,1 milyar EUR'ya ulaşmasını bekliyoruz. 2021-2025 döneminde backlog tarafında kaydedilen %26'lık bileşik yıllık büyüme, şirketin projeye kazanım kabiliyetinin güçlü seyrini koruduğunu gösteriyor. Mevcut backlogun hasılatla dönüşüm oranını %22 seviyesinde hesaplarken, portföyün ağırlıklı olarak raylı sistem projelerinden oluşması şirketin ana uzmanlık alanındaki konumunu destekliyor. Romanya ve Polonya projelerinin toplam backlog içindeki payının %68,9'a ulaşması ise büyüme hikayesinde yurt dışı projelerin belirleyici rolünü artırdığını gösteriyor.

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.

FAVÖK sektördeki durgunluğa rağmen sınırlı yükseldi. Şirketin operasyonel karlılık göstergesi olan FAVÖK rakamı İÇ26'da yıllık bazda %1, çeyreklik bazda ise %8 artışla 1.467 milyon TL, (26 milyon EUR) seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 1,1 puan gerileyerek %15,2 seviyesine indi. Önümüzdeki dönemde marjın, proje teslim takvimi ve maliyet gelişmelerine bağlı olarak %13-15 bandında dengelenmesini bekliyoruz. Brüt karlılık tarafında çeyreklik bazda gözlenen zayıflamada, yılın ilk çeyreğinde küresel ölçekte öne çıkan jeopolitik gelişmelerin maliyet baskısını artırmasının etkili olduğunu düşünüyoruz. Özellikle Orta Doğu kaynaklı belirsizliklerin enerji fiyatları üzerinde yarattığı yukarı yönlü baskı; demir, çimento, ekipman ve lojistik gibi altyapı projeleri açısından kritik maliyet kalemlerine de yansırken, bu durumun brüt kar marjı üzerinde sınırlayıcı etki oluşturduğu görülüyor. Bununla birlikte, Gülermak'ın proje bazlı maliyet yönetimi, döviz bazlı sözleşme yapısı ve güçlü backlog görünümü dikkate alındığında, brüt marjdaki kısa vadeli oynaklığın operasyonel görünüm açısından tek başına olumsuz okunmaması gerektiğini düşünüyoruz. Şirketin esas faaliyet karlılığına odaklanan iş modeli ve güçlü sipariş portföyü, orta vadeli karlılık görünümünü desteklemeye devam ediyor.

Net Nakit pozisyonu korunmaya devam ediyor... Öte yandan şirketin PPP (Kamu Özel İş Birliği) projeleri dahil net nakit pozisyonu 5.5 milyar TL (108 milyon EUR) seviyesinde bulunuyor. Ayrıca bir önceki çeyrekte 874 milyon TL pozitif serbest nakit akımı oluşturan şirketin, son çeyrekte işletme ve yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit çıkışının artmasıyla serbest nakit akımı 1.993 milyon TL'ye geriledi.

"TUT"
Hedef Fiyat: 252.00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 252.00 TL
12 Aylık Getiri Potansiyeli : %23

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Tavsiye	TUT
Hedef Fiyat (TL/hisse)	252.00
Önceki Hedef Fiyat (TL/hisse)	252.00
Kapanış (TL/hisse)	204.40
Yükseliş Potansiyeli (%)	23%
Piyasa Değeri (milyon EUR)	1.237
Piyasa Değeri (milyon USD)	1.456
Firma Değeri (milyon EUR)	1.282
Sermaye (milyon TL)	323
Halka Açıklık Oranı (%)	32.00

Tahminler, EURmn	2025	2026T	2027T
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	14.60	10.90	10.70
FD/FAVÖK	10.60	8.55	8.12



Analist

Eren Bozdoğan

eren.bozdogan@kuyeytturkyatirim.com.tr

Dr. Kutay Gözgor

kutay.gozgor@kuyeytturkyatirim.com.tr



Özet Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Net Satışlar	9,660	8,947	8	18,163	-47	45,533	45,179	1
Satışların Maliyeti (-)	8,283	7,435	11	17,075	-51	39,786	39,960	-0
Brüt Kar/Zarar	1,376	1,511	-9	1,088	26	5,747	5,220	10
Faaliyet Giderleri (-)	197	325	-39	180	10	810	608	33
Esas Faaliyet Karı	1,179	1,187	-1	908	30	4,937	4,611	7
Amortisman	288	269	7	448	-36	1,162	1,229	-5
FAVÖK	1,467	1,455	1	1,356	8	6,099	5,840	4
Diğ. Gelir/Gider (net)	-170	-550	a.d.	420	a.d.	251	191	31
Yat. Fal. Gel. (net)	85	233	-63	40	114	589	69	758
Finansal Gelir/Gider (net)	-284	883	a.d.	-612	a.d.	354	799	-56
Parasal Kazanç (Kayıp)	-862	431	a.d.	261	a.d.	821	1,047	-22
Vergi Öncesi Kar/Zarar	809	1,753	-54	756	7	6,132	5,670	8
Vergi	-199	-243	a.d.	-401	a.d.	-1,850	-998	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	5	-11	a.d.	21	-75	3	-1	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	605	1,521	-60	334	81	4,279	4,672	-8

Karlılık	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
Brüt Kar Marjı	14.2%	16.9%	-2.6bps	6.0%	8.3bps	12.6%	11.6%	1.1bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	12.2%	13.3%	-1.1bps	5.0%	7.2bps	11%	10%	0.6bps
FAVÖK Marjı	15.19%	16.27%	-1.1bps	7.5%	7.7bps	13.4%	12.9%	0.5bps
Vergi Oranı	-24.6%	-13.8%	a.d.	-53.0%	a.d.	-30%	-18%	a.d.
Net Kar Marjı	6.3%	17.00%	-10.7bps	1.8%	4.4bps	9.4%	10%	-0.9bps
*Net Borç	2,319	-1,258	a.d.	-755	a.d.	-755	-2,259	a.d.
Net Borç (USD)	52	-33	a.d.	-17	a.d.	-17	-53	a.d.
Net Borç/FAVÖK	-0.12	-0.39	a.d.	0.10	a.d.	0.10	-0.51	a.d.

Nakit Akım Tablosu	1Ç26	1Ç25	y/y (%)	4Ç25	ç/ç (%)	12A25	12A24	y/y (%)
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,482	-2,959	a.d.	1,038	a.d.	3,162	4,206	-25
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-511	-372	a.d.	-164	a.d.	-1,458	-2,042	a.d.
Serbest Nakit Akımı	-1,993	-3,331	a.d.	874	a.d.	1,704	2,163	-21
<i>Gelirlere Oranı (%)</i>	-20.6%	-37.2%	a.d.	5%	a.d.	3.7%	4.8%	-1.0bps
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	167	5,052	-97	393	-58	2,189	3,231	-32
Yabancı Para Çevrim Farkı Etkisi	120	134	-10	2,901	-96	2,720	-404	a.d.
Net Nakit Değişimi	-1,706	1,855	a.d.	4,168	a.d.	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.

