

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı, TL	141,00
Hedef Fiyat, TL	275,00
Getiri Potansiyeli	95,03%
Piyasa Değeri, milyon TL	45.487
Piyasa Değeri, milyon USD	932
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,30%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,23%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Gülermak Ağır Sanayi (GLRMK)

Şirket Güncelleme Raporu

Gülermak ile yaptığımız toplantıda şirketin operasyonlarını ve gelecek beklentilerini değerlendirdik. Geçtiğimiz haftalarda piyasa koşullarından kaynaklı volatilitenin şirketin içsel değerini yansıtmadığını ve geçici olduğunu düşünüyoruz. Toplantıda öne çıkan başlıklar aşağıdaki gibidir.

Kısaca, 2026 yılında backlog'a ekleme beklemiyor, 2027 yıl sonu için kapanış backlog'u aşağı yönlü revize edip **5 milyar EUR** seviyesine çekiyoruz. **Backlog ve makro varsayımlarımızdaki değişimlerden dolayı 285,50 TL olan 12 aylık hedef fiyatımızı 275,00 TL olarak güncelliyoruz.** Bu yılın kalan aylarında ekleme olmamasının sebebi, ihale kazanılsa bile imzalar atılmadan backlog'a henüz ekleme yapılmayacak olmasıdır. (2Ç26 backlog: 4,8 milyar EUR). Mevcut operasyonlar ise normal seyrine devam etmektedir.

İhale takvimi: 2027 yıl sonunda bu backlog tutarına ulaşılması için kazanılması gereken sözleşme tutarını yaklaşık 2 milyar EUR olarak hesaplıyoruz. Bu hedefi destekleyecek ihale takvimi ülke bazında aşağıdaki gibidir.

Türkiye: Gülermak, son tekliflerin Ekim 2026'da alınacağı İstanbul Kuzey Demiryolu Geçişi Projesi'nde (INRAIL) yer almak istemektedir. Projenin toplam maliyeti ~7 milyar EUR'dur. Başarılı olma durumunda 2027'de backlog'a bu projeden **500 mn EUR katkı** bekliyoruz. Projenin bağlantı noktalarından olan Sabiha Gökçen Havalimanı'nın metro hattının inşaatını Gülermak üstlenmiştir. Bunun yanında **seçimlerin yaklaşmasıyla** birlikte 2027'nin ikinci yarısından sonra özellikle metro ihaleleriyle ilgili gelişmeler öne çıkabilir. Gülermak'ın uzmanlığının tünel kazımı olduğunu hatırlatmakta fayda buluyoruz.

Polonya: Port Polska (CPK), 2027'de açmayı planladığı ihalelerin yaklaşık toplam değerini 5,5 mlr EUR üzerinde öngörüyor. Gülermak'ın Polonya'da referans geçmişi ve pazar konsolidasyonu doğrultusunda bu coğrafyadan ortaklık yoluyla **400 mn EUR** üstünde bir backlog katkısı bekliyoruz.

Finansal Tahminler (TL mn)	2025	2026T	2027T
Hasılat	45.533	57.834	71.519
FAVÖK	6.099	7.981	10.013
FAVÖK Marjı	13,4%	13,8%	14,0%
Net Kâr	4.282	6.103	9.060
Net Kâr Marjı	9,4%	10,6%	12,7%

Piyasa Çarpanları	2025	2026T	2027T
F/K	13,2	7,5	5,0
FD/FAVÖK*	8,0	4,5	3,6

Kaynak: PhillipCapital Araştırma.

FD/FAVÖK çarpanı, KÖİ proje kredileri hariç net nakdi içerir.

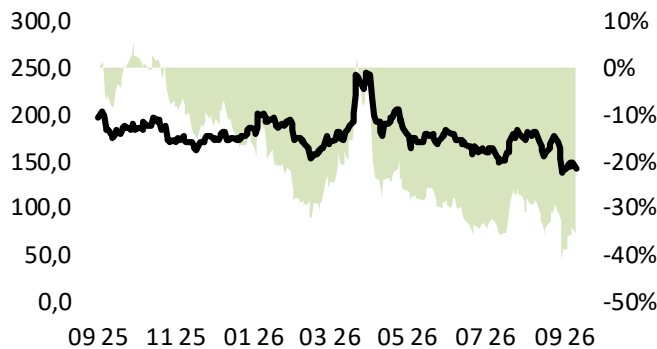
Ortaklık Yapısı	Oran
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım	47,3%
Gülermak Turizm İşletme Yatırım	25,4%
Diğer	21,8%
Pusula Portföy PBH Fonu	5,5%

Kaynak: Matriks

Hisse Fiyatı/Göreceli Performans

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-21,7%	-18,0%	-19,4%	-22,8%
Rölatif	-8,9%	-7,1%	-18,8%	-31,6%
Ort.İşlem Hacmi milyon \$	17,8	15,5	28,9	18,2

Kaynak: BİST, Finnet



Ata Yiğit Şener

ata.sener@phillip.com.tr

Körfez Ülkeleri: 3 milyar EUR seviyesinde birkaç ihale söz konusudur. Ortaklık yoluyla kazanılan bir ihale, buradan **1 mlr EUR üstünde** bir katkı sağlayabilir. Gülermak geçmişte bu coğrafyada Dubai Expolink 2020 Metro projesinin anahtar teslim yapım işini tamamlamıştı. Bu pazarda Dubai Metro Gold Line açık ihalesi bulunmaktadır. Bunun yanında bu pazardaki başarıya atadığımız olasılık Türkiye, Polonya gibi ana pazarlar olmaması sebebiyle daha azdır.

Sırbistan ve Kuzey Makedonya: Bu pazarlarda büyük demiryolu modernizasyonu projeleri öne çıkmaktadır. Gülermak Sırbistan’da Belgrad – Niş demiryolu modernizasyonunun zaten belli bir kısmını üstlenmekte olup bu pazarda demiryolu segmentinde kazanım öngörmektedir. Benzer olarak şirket, Kuzey Makedonya’da Beljakovce–Kriva Palanka demiryolunu yapmaktadır. Bu iki pazardan demiryollarında yeni kazanımlar ile **300 mn EUR** civarında bir backlog katkısı bekliyoruz.

Kısa vadeli oynaklık: Nisan ayındaki tahsisli sermaye artırımının onaylanmasının ve önümüzdeki aylarda piyasa koşullarının iyileşmesinin hissenin aşağı yönlü baskısını hafifletmesini bekliyoruz. İhale takviminden kaynaklı asıl katalistlerin 2027 1Ç’den itibaren somut olarak görülmesiyle olumsuz havanın arkada kalacağını düşünüyoruz.

Uluslararası çapta ihale başvuruları alınan ihaleler ve Gülermak'ın başvurma potansiyeli gördüğümüz ihaleler aşağıdaki gibidir. Bu ihale tablosu, PhillipCapital Araştırma'nın ürünüdür. Gülermak tarafından yapılan bir yönlendirme söz konusu değildir, ihaleye teklif verileceği anlamına gelmez.

Tablo: İhale Takvimi

Durum	Ülke	Proje	İşveren	Sonraki adım	Bilgi	Tahmini Büyüklük
İhale başvuruları alındı	Polonya	CPK havalimanı tünel + istasyon	Port Polska (CPK)	Teklif daveti 4Ç 2026; imza 1Ç 2027	Port Polska – 4 konsorsiyum	>1 mlr EUR
İhale başvuruları alındı	Polonya	KDP Kotowice–Havalimanı demiryolu bağlantısı	Port Polska (CPK)	İmza hedefi 4Ç 2027 sonu.	Kolejowy Portal – 6 konsorsiyum diyalogda	>300 mn EUR
İhale başvuruları alındı	Polonya	KDP Havalimanı–Bolimów demiryolu	Port Polska (CPK)	Kısa liste açıklaması bekleniyor	Port Polska – ihale duyurusu	>250 mn EUR
Açık ihale	Polonya	Gdów–Szczyrzyc (Podłęże–Piekielko son kesimi tünel)	PKP PLK	-	PKP PLK – ihale duyurusu	~575 mn EUR
Açık ihale	Sırbistan	Belgrad–Niş Demiryolu Bölüm 3, kalan kısım	Infrastruktura železnice Srbije (IŽS)	Ön yeterlilik son tarih: 2 Ekim 2026	EBRD – ihale ilanı 9738-IFT-53136	~500 mn EUR
Açık ihale	Türkiye	İstanbul Kuzey Demiryolu Geçişi (INRAIL)	Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı	Son teklif 14 Ekim 2026	Resmi Kaynak	~7 mlr EUR
Açık ihale	BAE	Dubai Metro Gold Line	RTA (Dubai Yol ve Ulaşım İdaresi)	İhale 2026 sonu; sözleşme 2027	Logistics Middle East – ön yeterlilik (RFQ)	~8 mlr EUR
İhale bekleniyor	Türkiye	Ankara M2 Koru–Yaşamkent ve Koru–Bağlıca metro uzatması	Ankara Büyükşehir Belediyesi	ABB Temmuz 2026'da ihaleye çıkacağını duyurdu.	ABB – resmi duyuru	~300 mn EUR
İhale bekleniyor	Suudi Arabistan	Mekke Metrosu B ve C hatları	RCMC (Mekke Kraliyet Komisyonu)	İnşaatın 2027 sonunda başlaması hedefleniyor.	MEED – tasarım ihalesi son tarihi	-
İhale bekleniyor	Suudi Arabistan	Cidde Metrosu Mavi Hat	Jeddah Development Authority	-	Saudi Gazette – proje yeniden başlatıldı	-
İhale bekleniyor	Polonya	S11 Jarocin–Ostrów Wielkopolski ekspres yol	GDDKiA	2026 sonu. (çevre izni çıktı)	wlkp24 – GDDKiA açıklaması	-
İhale bekleniyor	Polonya	S11 Kórník–Jarocin ekspres yol	GDDKiA	Çevre izni sonrası; 2026 hedefi	zwielkopolski24	-

Güncelleme tarihi: 28.09.2026.

Nitelendirme ve çevirilerde hata olabilir.

Bazı ihalelerin büyüklüğü henüz netleşmemiş olup PhillipCapital Araştırma'nın tahmini belirtilmiştir.

Varsayım Güncellemeleri

Açılış ve kapanış backlog varsayımlarımızı aşağıdaki gibi güncelliyoruz. 2027 yıl sonu kapanış backlog beklentimizi 6 mlr EUR seviyesinden 5 mlr EUR seviyesine revize edip, takip eden yıllarda yıllık yeni iş kazanımını 1.3 mlr EUR seviyelerinde tutuyoruz. (%5 YBBO)

Backlog Köprüsü, Önceki (EUR mn)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Açılış Backlog	4.913	4.912	5.403	5.944	6.538	7.192
Erime (Hasılat)	903	982	1.081	1.189	1.308	1.438
Yeni iş girişi	902	1.474	1.621	1.783	1.961	2.157
Kapanış Backlog	4.912	5.403	5.944	6.538	7.192	7.911

Backlog Köprüsü, Revize (EUR mn)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Açılış Backlog	4.913	4.912	3.930	5.014	5.265	5.528
Erime (Hasılat)	903	982	1.022	1.003	1.053	1.106
Yeni iş girişi	902	0	2.106	1.254	1.316	1.382
Kapanış Backlog	4.912	3.930	5.014	5.265	5.528	5.804

Backlog köprüsü ve makro varsayımlarımızın güncellenmesinden etkilenen gelir kalemlerini aşağıdaki gibi revize ediyoruz.

Gelir Varsayımları, Önceki (EUR mn)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	903	982	1.081	1.189	1.308	1.438
FAVÖK	121	136	153	172	190	209

Gelir Varsayımları, Revize (EUR mn)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	903	982	1.022	1.003	1.053	1.106
FAVÖK	121	136	143	140	147	155

12 Aylık Hedef Fiyat Güncellemesi

Gülermak için 12 aylık hedef fiyatımızı **285,50 TL'den 275,00 TL'ye** revize ediyoruz. Revizyonun temel nedeni, backlog ve makro varsayımlarımızın güncellenmesiyle serbest nakit akışı tahminlerimizdeki azalıştır. Bununla birlikte, sermaye artırımından sağlanan 6,27 milyar TL'lik fonun net nakit pozisyonunu güçlendirmesi, İNA değerimizdeki düşüşü kısmen dengelemektedir.¹ Göreceli değerlemede **9,0x FD/FAVÖK** çarpan varsayımımızı koruyoruz. Değerlememizi ileri taşımamız ve EUR/TRY varsayımımızı güncellememiz ise hedef fiyattaki aşağı yönlü revizyonu sınırlamaktadır.

Gülermak'ın %100 bağlı ortaklığı PPP Solutions Polska 2'nin KÖİ proje kredileri, konsolide bilançoda yükümlülük olarak durmaktadır. Bu krediler hariç şirket 9,6 milyar TL net nakit pozisyonundadır. Bu düzeltilmiş bakiyeye göre Gülermak, 2026 yıl sonu tahminlerimize göre **4,5 FD/FAVÖK** ile işlem görmektedir. Gülermak için **Endeks Üzeri Getiri** önerimizi sürdürüyoruz.

¹ Seyrelme etkisinde tahsisli pay satış fiyatı, 208 TL olarak hesaplanmıştır. Hassasiyet açısından; pay satış fiyatının 150 TL olması durumunda hedef fiyatımız **267 TL** olmaktadır.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir.

Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.