

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	GRSEL TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı, TL	345,00
Hedef Fiyat, TL	564,00
Getiri Potansiyeli	63%
PD, mn TL	35.190
PD, mn USD	740
Halka açıklık oranı	22%
BIST-100 Ağırlığı	0,18%
BIST Tüm Ağırlığı	0,13%

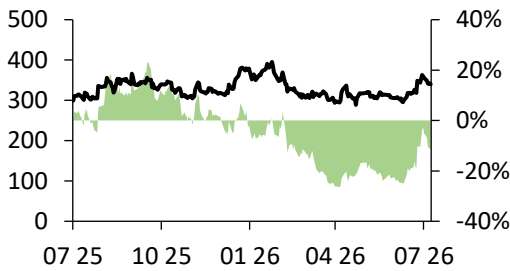
Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Finansallar (mn TL)	2025	2026T	2027T
Hasılat	11.555	15.945	20.635
FAVÖK	3.885	5.025	6.518
FAVÖK Marjı	33,6%	31,5%	31,6%
Net Kâr	3.027	3.187	3.656
Net Kâr Marjı	26,2%	20,0%	17,7%
Piyasa Çarpanları	2025	2026T	2027T
F/K	10,7	11,0	9,6
FD/FAVÖK	8,8	7,3	5,2

Ortaklık Yapısı	Oran
Levent Birant	28.37%
İsmail Bülent Birant	28.37%
Diğer	22.21%
Türker Karahasan	7.09%
Hürer Fethi Gündüz	7.09%
Azimet Portföy GMO Fonu	6.87%

Kaynak: Matriks

Fiyat ve Göreceli Performans



	3a	6a	1y
Nominal	4,9%	-5,2%	11,2%
Rölatif	14,5%	-5,3%	-11,7%
Ort. İşlem Hacmi (mn \$)	3,6	3,8	4,6

Kaynak: BİST, Finnet

Gür-Sel Turizm Taşımacılık (GRSEL TI)

Şirket Raporu

Yüksek sermaye getirisi, düşük piyasa ilgisi

Gür-Sel Turizm'i (GRSEL) **564,0 TL hedef fiyat** ve **%63 getiri potansiyeli** ile araştırma kapsamına alıyoruz. İstikrarlı serbest nakit akışı, yüksek kâr marjları ve %40 seviyesindeki yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) ile öne çıkan GRSEL, BIST100 şirketleri arasında sermayesini en verimli kullanan şirketlerden biridir.

İstikrarlı serbest nakit akışı; güçlü bilanço. Şirketin taşımacılık sözleşmeleri ortalama 13 yıl gibi uzun süreli olup öngörülebilir nakit akışı yaratıyor. Bu yapı, şirketin 2022'deki halka arzından beri iki katına çıkan FAVÖK marjı ile birleştiğinde yüksek ve sürdürülebilir bir sermaye getirisi sunmaktadır.

Prestijli müşteri tabanı ve plaka bariyeri ile sürdürülebilir rekabet avantajı. Hizmet geçmişi ve güçlü kurumsal referanslar, yeni büyük ihalelerin kazanılmasında kritik bir role sahiptir. Büyük sözleşmelerde elde edilen başarı, bir sonrakini kolaylaştırarak kendini besleyen bir referans döngüsü yaratmaktadır. **Arzı kısıtlı olan ticari plakalar**, taşımacılık sektörüne yeni girişleri yapısal olarak zorlaştıran bir bariyerdir. Gürsel Turizm, ticari plaka yatırımlarını hızlandırarak uzun vadeli pazar payını ve sürdürülebilir getirisini güvence altına almaktadır. Şirketin temel hedefi, bu yatırımlarla Anadolu şehirlerinde büyüyerek güncel pazar payını önümüzdeki beş yılda %7'den %14'e çıkarmaktır.

Büyüme katalisti: Ürdün BRT ihalesi. 2026 içinde sonuçlanması beklenen 1 milyar USD değerindeki bu ihale, kazanılması halinde uzun vadeli nakit akışı ekleyerek büyümeyi güçlendirecek. **Bu ihale modele eklendiğinde toplam getiri potansiyeli %83 olmaktadır.** Şirketin Ürdün'de halihazırda metrobüs hattı işletiyor olması, sahadaki mevcut operasyonel geçmişinden ötürü bu ihalede somut bir referans avantajı sağlıyor.

Otonom sürüş teknolojisi ile yeni fırsatlar. Kesintisiz hizmet kapasitesi ve düşük operasyonel maliyetleriyle öne çıkan bu teknoloji, geleneksel filo yönetimine kıyasla daha ölçeklenebilir bir iş modelidir. Bu vizyon doğrultusunda geçtiğimiz sene ABD'de yeni bir şirket kuran Gürsel Turizm, aynı zamanda bu teknolojiyi geliştiren ADASTEC'e yatırım gerçekleştirdi.

Riskler. Uzaktan çalışmanın yaygınlaşması, büyük şehirlerde iş gücü arz-talep dengesi, yakıt fiyatlarındaki artışı yansıtmaya gücü ve üniversite öğrenci sayısındaki olası düşüş başlıca operasyonel risklerdir. 2022 sonrası marj genişlemesini destekleyen koşulların normalleşmesi ise büyüme ivmesini yavaşlatabilir.

Ata Yiğit Şener

ata.sener@phillip.com.tr

Sadrettin Bağcı

sadrettin.bagci@phillip.com.tr

1. Değerleme

12 aylık hedef fiyatımız %100 İNA yöntemini kullanarak hesaplanmıştır. Borç ve özkaynak ağırlığı için piyasa değerleri baz alınmıştır. Terminal reel büyüme oranı %1'dir. 2025 yıl sonuna indirgenen akımları, özsermaye maliyeti ile 2027 Ağustos'a taşınmıştır. **Buna göre 1 yıllık hedef fiyat 564 TL, getiri potansiyeli ise %63 olmaktadır.**

Ürdün BRT ihalesinden gelen nakit akımları, 564,0 TL hedef fiyata dahil değildir. **BRT ihalesinin modele eklenmesi durumunda 1 yıllık hedef fiyatımız 630 TL, getiri potansiyeli %83 olarak hesaplanmıştır.**

İNA modeli (mn TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Hasılat	15.945	20.635	25.892	31.952	38.603	46.239	55.144
Hasılat büyümesi	38,0%	29,4%	25,5%	23,4%	20,8%	19,8%	19,3%
FAVÖK	5.025	6.518	8.052	9.760	11.631	14.007	16.613
FAVÖK Marjı	31,5%	31,6%	31,1%	30,5%	30,1%	30,3%	30,1%
Amortisman	589	817	1.087	1.403	1.744	2.143	2.614
Duran varlık amortisman	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
FVÖK	4.436	5.702	6.965	8.357	9.887	11.864	13.999
Efektif vergi oranı	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	20,0%	22,0%	25,0%
Yatırım harcaması	1.754	2.167	2.589	2.876	3.474	4.162	4.687
Yatırım harcaması/Hasılat	11,0%	10,5%	10,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,5%
Net işletme sermayesi seviyesi	1.211	1.681	2.223	2.723	3.270	3.926	4.671
Net işletme sermayesi değişim	624	470	543	499	548	656	745
Net işletme sermayesi/Hasılat	7,6%	8,1%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Serbest Nakit Akışı	1.937	2.969	3.806	5.048	5.632	6.579	7.681
İskonto Oranı	1,41	1,83	2,30	2,84	3,32	4,00	4,89
Bugünkü Değer (PV of FCFE)	1.378	1.624	1.656	1.778	1.698	1.643	1.569

İskonto oranı metodolojisi	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Enflasyon (TRY)	30,0%	25,0%	22,0%	20,0%	17,5%	16,5%	16,0%
Enflasyon (USD)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Risksiz getiri oranı (USD)	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sermaye risk primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Türkiye Risk Primi	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Özsermaye maliyeti (USD)	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Özsermaye maliyeti (TRY)	40,9%	35,5%	32,2%	30,1%	27,4%	26,3%	25,7%
Borçlanma maliyeti (TRY)	30,0%	25,0%	22,0%	20,0%	17,5%	16,5%	16,0%
Vergi oranı	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	20,0%	22,0%	25,0%
Vergi sonrası borçlanma maliyeti	25,2%	21,0%	18,5%	16,8%	14,0%	12,9%	12,0%
Borç/Toplam Kaynak Oranı	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
AOSM (TRY)	40,6%	35,2%	32,0%	29,8%	27,1%	26,0%	25,5%

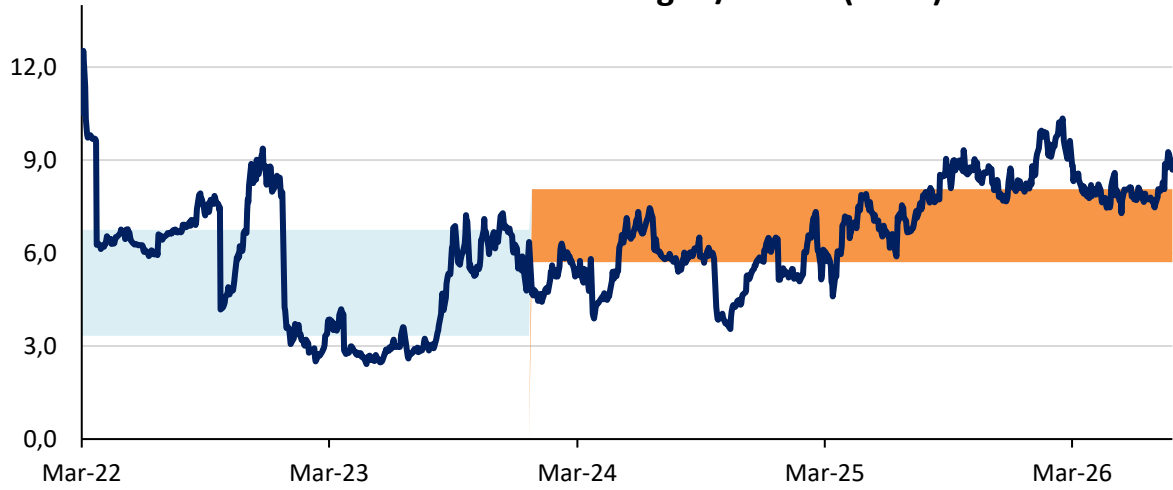
Hedef Fiyat Metodolojisi (mn TL)	
Terminal Büyüme Oranı (nominal)	17,0%
Terminal Değer	106.139
Terminal Değerin Bugünkü Değeri (PV)	21.686
Firma Değeri (12.2025)	33.031
Net nakit (12.2025)	1.642
Kontrol gücü olmayan paylar (-)	150
İçsel Değer (12.2025)	34.523
İçsel Değer (08.2027)	57.508
Hedef Fiyat (TL)	564,00
Yükseliş Potansiyeli	63%

2. Tarihsel Çarpanlar ve Benzer Şirketler

Grafik 1: GRSEL Fiyat/Kazanç (S12A)



Grafik 2: GRSEL Firma Değeri/FAVÖK (S12A)



Kaynak: Finnet

Grafik 1: Şirketin tarihsel F/K çarpanını göstermektedir. **Güncel F/K: 11,6**

Enflasyon muhasebesi sebebiyle tüm F/K zaman serisini analiz etmek anlamlı değildir. Ayrıca, 2025 yılından itibaren kalıntı değer amortisman yöntemine geçilmesi, bu çarpanı yorumlarken karışıklığa sebep olmaktadır.

Grafik 2: Şirketin tarihsel FD/FAVÖK oranını göstermektedir. **Güncel FD/FAVÖK: 8,7**

2024 öncesi FD FAVÖK bandı [3,33 – 6,75], 2024 sonrası ise [5,71 – 8,06] olmaktadır. Açık mavi ve turuncu renkli bantlar, günlük FD/FAVÖK çarpanlarının %25 - %75' lik dilimi (*interquartile range*) baz alınarak hesaplanmıştır. Hem 2024 yılından sonra FAVÖK marjını farklılaşması hem de enflasyon muhasebesi sebebiyle bu bantlar 2024 öncesi ve sonrası dönemler için ayrı ayrı incelenmiştir.

Kısıtlama: Bu çarpanlar son 12 aylık veriyi baz almaktadır. Bu yüzden sıradaki çeyreğin finansal sonuçları açıklandıktan sonra FD/FAVÖK ve F/K çarpanı aşağı inebilir. Aynı sebepten ötürü şirketin güncel FD/FAVÖK çarpanı (8,7) tarihsel bandın üstünde kalmaktadır. 2Ç26 sonucu açıklandıktan sonra çarpanların bu bant aralığına geri dönmesi beklenebilir.

Tablo: Seçilmiş BIST100 Taşımacılık Şirketleri

Seçilmiş Taşımacılık Şirketleri	FD/FAVÖK	Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)
IST: BEYAZ	5,4	26,3%
IST: EKİM	6,2	1,4%
IST: ESCAR	120,4	-10,5%
IST: LİDER	79,8	-0,1%
IST: PLTUR	3,0	14,4%
IST: TUREX	3,5	14,5%
Medyan (uç değerler hariç)	4,5	7,9%
IST: GRSEL	8,7	39,3%

Kaynak: Finnet, PhillipCapital Araştırma. İlgili oranlar, hesaplama metodolojisine göre değişkenlik gösterebilir.

Yukarıdaki tablodaki seçilmiş şirketler, işletme konusu olarak Gürsel Turizm’e benzeseler de **getiri oranları** ve marj yapısı farklılaşmaktadır. Ayrıca, verilen hizmet tipi ve ölçekler de farklıdır. BIST100 Ulaştırma Endeksi ise sektör ve faaliyet bazında homojen olmadığı için kıyaslamaya uygun değildir. Bu yüzden değerlendirme çalışmasında %100 İNA ağırlığı kullanılmıştır.

3. Finansal Oranlar

Gürsel Turizm’in sermaye getirisi metriklerinin yıldan yıla gelişimi aşağıdaki tablodaki gibidir. Yüksek özsermaye karlılığı (ROE) ve yatırılan sermayenin getirisi (ROIC) ile çalışan şirketler, bu karlılık oranlarını sürdürdüğü takdirde uzun vadede diğer şirketlerden pozitif ayrışmaktadır. Düşük finansal kaldırıma rağmen özsermaye karlılığı %25’in üzerindedir. **Özellikle ROIC’in %34-40 oranında seyretmesi dikkat çekmektedir.**

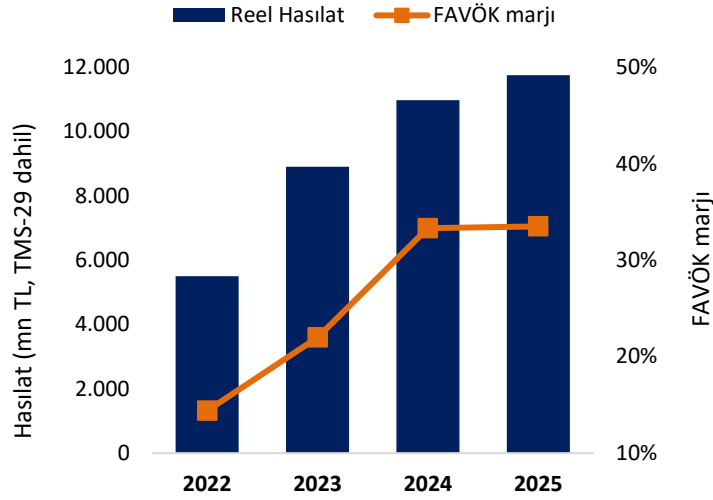
Finansal Oranlar	2022	2023	2024	2025
Getiri¹				
Özsermaye Kârlılığı (ROE)	18,9%	23,9%	26,7%	29,3%
Yat. Sermayenin Getirisi (ROIC)	22,7%	33,7%	39,8%	39,3%
Karlılık				
Brüt Kâr marjı	17,7%	25,0%	29,5%	32,6%
FAVÖK marjı	14,4%	22,0%	33,3%	33,6%
Net Kâr marjı	10,3%	24,7%	20,9%	26,2%

Kaynak: PhillipCapital Araştırma.

Getiri Oranları ve Kârlılıkta Yükselişin Sebepleri

COVID-19 döneminde personel ve öğrenci taşımacılığı faaliyetleri kesintiye uğramıştır. Pandemi sonrası normalleşmeyle birlikte faaliyetler normale dönmüş, kapasite kullanım oranı artmış, gelirlerin sabit giderlere oranı yükselmiştir. Ek olarak filodaki özmal araç payının artması, tedarikçi araçlara kıyasla daha yüksek marj yaratırken; filo yenilemeleri, rota optimizasyonu ve dijital operasyon yönetimi de araç başına verimliliğe katkı sağlamıştır. Bunun sonucunda hem taşıma hacmi hem de fiyatlama gücü yükselirken sabit giderler görece ılımlı olduğu için FAVÖK marjı neredeyse iki katına çıkmıştır.

¹ Getiri oranları, “yatırım faaliyetlerinden gelirler” hariç tutularak hesaplanmıştır. Özellikle 2023 yılında araç satış kârı tek seferlik olduğu için bu getiri oranları yüksek görünmektedir. Yine de, ROIC oranı oldukça yüksektir.



Yukarıdaki grafikte görüleceği gibi, hem toplam reel hasılat, hem de FAVÖK marjı 2022’de halka arzdan beri neredeyse iki katına çıkmıştır. Pandemi sonrası normalleşme ile birlikte reel hasılatın, **yeni ihaleler ve otonom sürüş yatırımları haricinde** yıllık %5 bileşik büyüyeceğini öngörüyoruz. Gürsel Turizm istikrarlı hasılat büyümesi, rekabet avantajı, yeni iş kolları ve uzun vadeli sözleşmeleri ile orta ölçekli **bir değer yatırımı** olarak öne çıkmaktadır.

4. Gürsel Turizm’e Bakış

2022 yılında halka arz olan Gürsel Turizm, 30 yılı aşkın süredir taşımacılık sektöründe hizmet vermektedir. Sektördeki kurumsal yapısı ve pazar payı olarak önde gelen şirketler arasında yer almaktadır.

Segment Bazında Verilen Hizmetler

Personel taşımacılığı: Şirketin kuruluşundan beri hizmet verdiği ana segment olup cirodaki en büyük pay bu segmente aittir. Aşağıdaki görselde görüldüğü gibi P&G, Fenerbahçe, Ford Otosan gibi kurumsal şirketlerin personellerinin ev – işyeri transferlerini sağlamaktadır.

Öğrenci taşımacılığı: Toplam cirodaki en büyük ikinci segmenttir. İlk, orta , lise ve üniversite öğrencilerinin taşımacılığını üstlenmektedir. Hizmet verilen kurumlar arasında Robert Kolej, Koç, Sabancı Üniversiteleri, Enka Okulları gibi rağbet gören vakıf kuruluşları vardır. Şirketin taşımacılık hizmetleri için referansları aşağıdaki görseldeki gibidir.



Kaynak: Gürsel Turizm 2025 yıl sonu yatırımcı sunumu, s. 11.

Kent içi toplu taşıma: Şirket aynı zamanda 2019’dan beri Ürdün’ün Amman şehrinin metrobüs hattını işletmektedir. Filodaki otobüsler Amman Belediyesi’ne ait olup işletim gelirleri ve giderleri Gürsel Turizm’e aittir.

Sürücülü araç kiralama: Bu segmentte “Comfort Go” markasıyla sürücülü binek araç, minibüs, otobüs seferleri ile özel transfer hizmetleri sunulmaktadır.

Hasılat - Segment Kırılımı (2025)

Personel Taşıma	67,1%
Öğrenci Taşıma	17,8%
Kent İçi Toplu Taşıma (Ürdün)	11,5%
Sürücülü Araç Kiralama	3,2%
Almanya Operasyonları	0,4%

Segmentlere göre hasılat dağılımı yukarıdaki gibidir. Bu segmentlerin hasılatındaki toplam payı yıldan yıla benzer seviyelerde olup, son yıllarda eklenen Almanya operasyonlarının payı henüz çok küçüktür.

Sürdürülebilir Rekabet Avantajı

Şirketin ortalama müşteri hizmet süresi 13 yıl olup sözleşmelerin sürdürülebilirliği ve tahmin edilebilirliği yüksektir. Ülke genelindeki tedarikçi ağı, bölgesel saha organizasyonu, güçlü kurumsal referansları ve lisanslı plaka portföyü, Gürsel Turizm'i rakiplerinden ayırtmaktadır. Bu altyapı, şirketin büyük ölçekli ihalelerde araç ve personeli kısa sürede mobilize edebilmesini sağlamaktadır. Ayrıca hizmet kalitesinin şehirler arasında standartlaşması, sözleşmede verilen taahhütlerin daha kolay yerine getirilmesine imkân tanır. Bu da müşteri memnuniyeti ve yeni ihalelerde kurumsal referanslar açısından avantaj yaratmaktadır.

Hizmet verilen segmentten ötürü ekonomik gelişmelere hassasiyet daha azdır, çünkü maliyetleri yansıtmaya gücü özel sektörde farklı segmentlerde faaliyet gösteren rakiplerine göre daha yüksektir. Bunun yanında özel sektöre hizmet verdiği için kamuya hizmet veren rakiplerine göre de fiyatlamaya açısından eli daha güçlüdür.

5. Büyüme Hedefleri**Yurt İçi Büyüme**

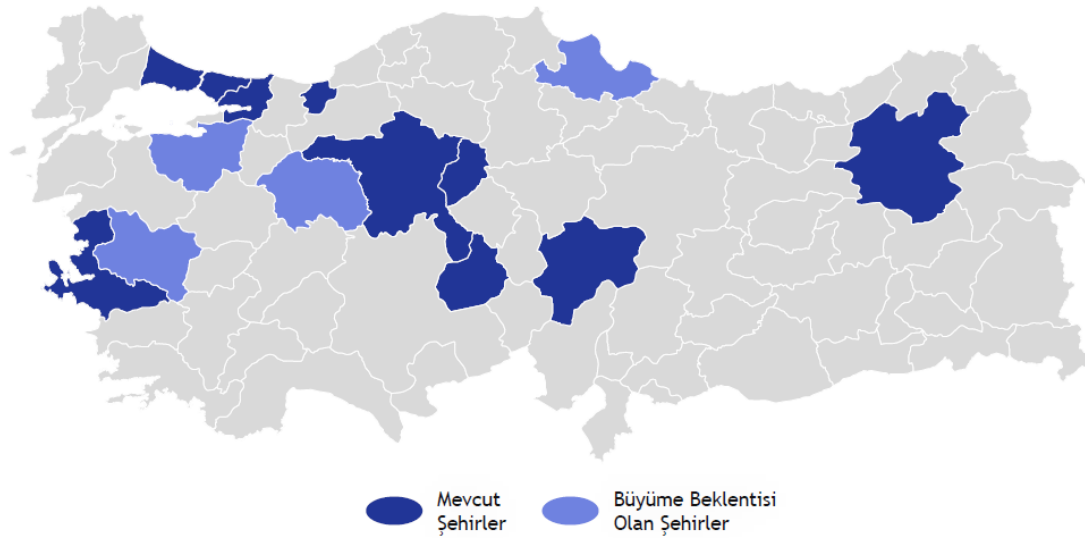
İstanbul, kurumsal şirketlerin ve vakıf öğrenim kurumlarının yoğunlukta olduğu bir kenttir. Bu yüzden Gürsel Turizm dahil çoğu taşımacılık şirketi, ağırlıklı olarak İstanbul ve çevresinde hizmet vermektedir. Şirketin sektörde güncel pazar payı %7 olup İstanbul dışındaki şehirlerde büyüme hedefi vardır; böylece pazar payını önümüzdeki beş yılda %14'e taşımayı planlamaktadır.

Türkiye'nin çeşitli şehirlerinde personel ve öğrenci taşıma faaliyeti göstermek için mevzuat ve yerel düzenlemeler gereği arzi sınırlı olan **"ticari plakalara"** sahip olunması gereklidir. Bu plaka ihtiyacı şirketin ihalelere katılabilmesini, yeni sözleşmeleri hızla devreye alabilmesini ve rakiplere kıyasla daha güçlü bir başlangıç konumuna sahip olmasını sağlayan bir **"giriş bariyeri"** oluşturmaktadır. FlixBus – Kamil Koç iş birliği kapsamında Bursa, Manisa ve Düzce'de personel taşımacılığı operasyonları başlatılmıştır. Şirketin güncel yatırım harcamalarının %30'u yukarıda bahsettiğimiz üzere plaka yatırımı olup İstanbul dışında faaliyet göstermek için somut adımlar atılmaktadır. İstanbul dışında konumlanan diğer kurumlarda personel taşıma ve özellikle öğrenci taşıma segmenti için potansiyel bulunmaktadır.

Bunun yanında, özellikle İstanbul piyasası için operasyonel riskler vardır. Yapay zekadan ötürü personel ihtiyacının azalması durumunda uzun vadede iş arzi ve personel taşıma ihtiyacı düşebilir, buradan etkilenecek başlıca şehir İstanbul'dur. Ayrıca geçtiğimiz yıllarda üniversite sınavına giren öğrenci sayısı artmaktaydı, fakat artık azalmaktadır. Buna rağmen Gürsel Turizm'in, hizmet verdiği eğitim kurumlarının gördüğü rağbetten dolayı bu riskten daha az etkileneceğini düşünüyoruz.

Gürsel Turizm’in aşağıdaki şehirlerde ticari plakası bulunmaktadır.

(Kaynak: Gürsel Turizm 2025 yıl sonu yatırımcı sunumu, s. 22.)

**Yıldan yıla il bazında plaka sayıları aşağıdaki tablodaki gibidir.**

(Kaynak: Şirket Yönetimi)

Gürsel Turizm’in Yurt İçindeki Mevcut Ayak İzi		
Şehir	Plaka Adedi '24	Plaka Adedi '25
İstanbul	511	557
Eskişehir	141	144
Kocaeli	47	58
Aksaray	33	33
Samsun	30	57
Kırıkkale	6	7
İzmir	6	6
Ankara	1	13
Kayseri	1	1
Bursa		24
Erzurum		8
Düzce		2
Manisa		6
Toplam Plaka Adedi	776	916

Yurt Dışı Büyüme

Şirket, Ürdün’ün Amman kentinde 2030’a kadar metrobüs işletmeye devam edecektir. Ek olarak Gürsel Turizm Ürdün’de toplam 1 milyar Dolar büyüklüğünde yeni bir BRT ihalesine katılmıştır, bu ihalenin 2026’nın son çeyreğinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Gürsel Turizm aynı zamanda yurtdışındaki operasyonlarını da giderek büyütmektedir. Şirket, Almanya’da başlamış olan operasyonların ölçeklendirilmesi ile farklı şehirlerdeki toplu taşıma ve kamu hizmeti ihalelerini takip etmektedir. Özbekistan’da ise kamu ve personel taşımacılığı ihalelerine yönelik fırsatlar değerlendirilmektedir.

Metrobüs hattı işletimi, şirketin geleneksel iş kolu olan personel ve öğrenci taşımacılığına kıyasla daha düşük FAVÖK marjı ile çalışmakla birlikte daha sınırlı sermaye ihtiyacı gerektiren bir iş modeline sahiptir. Mevcut Amman metrobüs operasyonlarında araçlar Amman Belediyesi’ne aittir; personel, yakıt gibi diğer işletme giderlerini Gürsel Turizm üstlenmektedir. Bunun yanında yeni BRT ihalesinde araç yatırımını üstlenen taraf ihaleyi kazanan taraf olacağı için gelir/gider modeli farklılaşacaktır. Bu tip ihaleler, kazanıldıktan sonra uzun vadeli öngörülebilir nakit akışı sunarak değer yaratmaktadır.

Otonom Sürüş Teknolojisi

Yurtdışında otonom sürüş teknolojileri yeni bir büyüme hikayesi olabileceği için buna değinmekte fayda buluyoruz. Şirket 2025 yılında dijital otobüs operatörlüğü teknolojisinde büyüme amacıyla ABD’de şirket kurmuş olup önümüzdeki yıllarda buradaki ihalelere katılacaktır. Otonom otobüs sürüşü için emsal iş modeli, Uber’in yaptığı sürücüsüz taksi hizmetidir.

Gürsel Turizm ayrıca 2025 yılında yine otonom araçlar için yazılım üreten Türk kökenli girişim ADASTEC’e 121 milyon TL yatırım yaptı. ADASTEC hizmetlerine ABD’de başladı, şu an ise Avrupa’nın çeşitli ülkelerinde sürücüsüz otobüs teknolojisini ilerletmektedir. Türkiye’de ise İstanbul Teknik Üniversitesi’nde otonom shuttle servisleri faaliyet göstermektedir. Yakın zamanda Türk Hava Yolları, ADASTEC’in otonom otobüs yazılımını İstanbul Havalimanı’nın apronunda test etmişti.² Gürsel Turizm’in bu şirketteki ortaklığı güncel olarak %2’dir. Gürsel’in geleneksel servis taşımacılığı ve operatörlük deneyimini ADASTEC’in yenilikçi sürüş teknolojisi ile birleştirmesiyle birlikte sinerji oluşturulacaktır.

Klasik bir otobüsün işletim saatleri belirlidir ve fiziksel olarak personel bulundurulmalıdır. Otonom sürüş, hem gece/gündüz hizmet saatleri hem de düşük operasyonel gideriyle klasik bir filoya göre **daha ölçeklenebilir bir iş modelidir.** Henüz Türkiye’de bu teknolojinin kapsamlı bir şekilde uygulanması yakın süreçte mümkün görünmese de ADASTEC, başta ABD ve Almanya, Hollanda, Norveç gibi Avrupa ülkelerinde kısa menzilli hatlarda toplu taşıma, öğrenci servis taşıma gibi faaliyetlere başlamıştır.

6. Operasyonel Görünüm

Filo Büyüme Oranları

Şirketin güncel araç filosu, geçtiğimiz 4 yıldan beri istikrarlı bir büyümeye sahip olup segment bazında ilgili yılın 1. çeyreğindeki **aktif olarak kullanılan** araç sayısı ve bu süreçte yıllık bileşik büyüme oranları (CAGR) aşağıdaki gibidir. Toplam filo büyüklüğü ise 1Ç26 sonu itibarıyla 8361 araçtır.

Aktif Araç Sayısı	2022	2023	2024	2025	2026	CAGR
Personel Taşıma	3813	4097	4098	4300	5066	7,4%
Öğrenci Taşıma	1103	1001	1430	1616	1419	6,5%
Comfort Go	256	231	269	335	353	8,4%
Toplam	5172	5329	5797	6251	6838	7,2%

Araçların filoda kalma süresi yaklaşık 5 yıl olup eskiyen aracın filodan çıkarımı ve yeni araç alımı arasındaki zaman farkı, toplam araç sayısını değiştirmektedir, **bu yüzden toplam filo yerine yıllık bileşik büyüme oranının (CAGR) izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz.** Bununla birlikte filoya yıllık ortalama 400 araç eklendiğini söyleyebiliriz.

Yatırım Harcamaları

Geçtiğimiz iki yılda şirketin yatırım harcamalarının satışlara oranı çift haneli seyretmiştir. Eskiyen aracın filodan çıkarılması ve yenisinin alınması gerektiği için idame yatırımları yüksektir. Toplam yatırım harcamasının satışlara oranı 2024 yılında %12,6 iken 2025 yılında %17,2 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin 2026 yılı için idame yatırım beklentisi, satışlara oranla %8 olup toplam yatırım harcaması için bu oran %12’dir. Buradan hareketle şirketin filo büyüme hızı da giderek yavaşlamakta; şirket yukarıda bahsettiğimiz üzere farklı segmentlerde fırsatları ve yenilikleri takip etmektedir.

Bu yatırımların kırılımı, güncel olarak %70 araç alımı, %30 plaka alımı şeklindedir. Geçtiğimiz yılda yatırım harcamaları tamamen özkaynak finansmanı ile gerçekleşmiştir. Nitekim şirket, 1Ç26 itibarıyla 1,6 Milyar TL net nakit pozisyonundadır.

² İlgili haber için bkz. <https://www.dha.com.tr/ekonomi/thynin-otonom-otobuslerinin-testleri-istanbul-havalimaninda-yapildi-2876359>

7. Senaryo Analizi

Yukarıda bahsettiğimiz gibi şirketin operasyonel verimliliği yıldan yıla artmaktadır. Geçmiş veriler gelecek hakkında bilgi verse de önümüzdeki süreçte asıl fark yaratacak konular, otonom taşımacılık teknolojisi, Ürdün, Özbekistan gibi ülkelerdeki yeni toplu taşıma ihaleleri ve şirketin %33,5 FAVÖK marjının sürdürülebilirliği. Piyasanın güncel olarak neyi fiyatladığını daha iyi anlamak için senaryo analizimiz güncel operasyonlar etrafında şekillenmektedir.

Varsayımlar ve Metodoloji

Yatırım harcaması varsayımlarımız yönetim beklentileri etrafındadır; net işletme sermayesi ise hasılatın belirli bir yüzdesi olarak modellenmiştir. Filo araç büyümesi (CAGR) için tarihsel büyüme oranları baz alınmıştır. AOSM her senaryo için aynı tutulmuştur. Terminal büyüme için, terminal enflasyon oranından 100 baz puan yukarıda, %1 reel büyüme benimsenmiştir. Kurumlar vergisi %25 olsa da nakit vergi oranı yaklaşık %11'dir. Tahminlerimizde vergi oranı, terminal yıla doğru giderek artacak şekilde modellenmiştir.

Senaryo Değişkenleri

Araç başı gelir ve segment FAVÖK marjları şeklinde sıralanabilir. Senaryo analizlerimizde hasılat ve FAVÖK'e segment bazında modelleme yapıp aşağıdan yukarı (*bottom-up*) şekilde ulaştık. Modelde FAVÖK'ün serbest nakit akışına dönüşme oranı %40-45, hasılatın serbest nakit akışına dönüşme oranı %12-15 bandındadır.

Kötümser Senaryo

Bu senaryo maliyetler yükselirken şirketin araç başı reel gelirinin yıldan yıla ciddi ölçüde daraldığı, maliyetlerin de yükselip marjların birkaç yıl önceki %25 seviyelerine kademeli olarak gerilediği senaryodur. Hem hasılat hem de karlılık baskılanmaktadır.

Baz Senaryo

Baz senaryoda araç başı gelir büyümesi, enflasyonun kısmen altında kalmaktadır. Çok hızlı yükselen marjların normalleşmesi ile birlikte konsolide FAVÖK marjının %30 bandına çapa attığı, maliyetlerin karlılığı baskıladığı senaryodur. Bu senaryonun sonucu olan 564 TL, raporda kullanılan nihai hedef fiyattır.

İyimser Senaryo

İyimser senaryo şirketin güncel marjlarını koruduğu, araç başı reel gelirlerini de kısmen arttırıp operasyonel verimliliği yukarıya taşıdığı senaryodur. Buna göre FAVÖK marjı %33 civarında normalize olmaktadır.

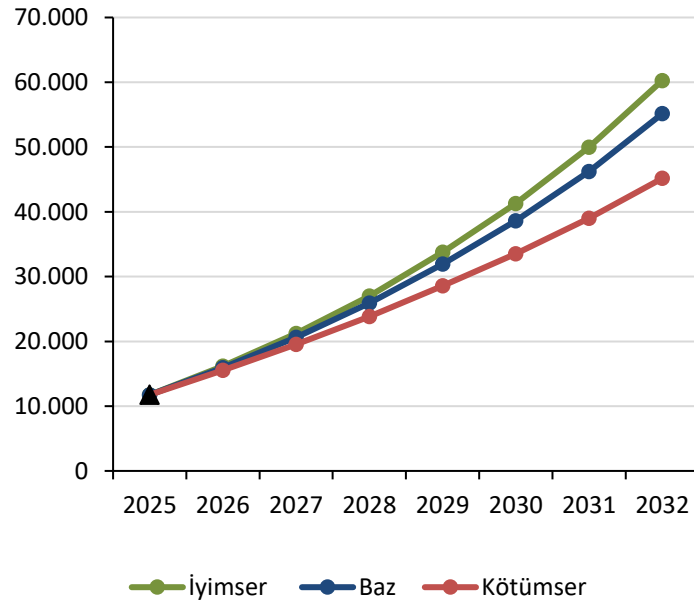
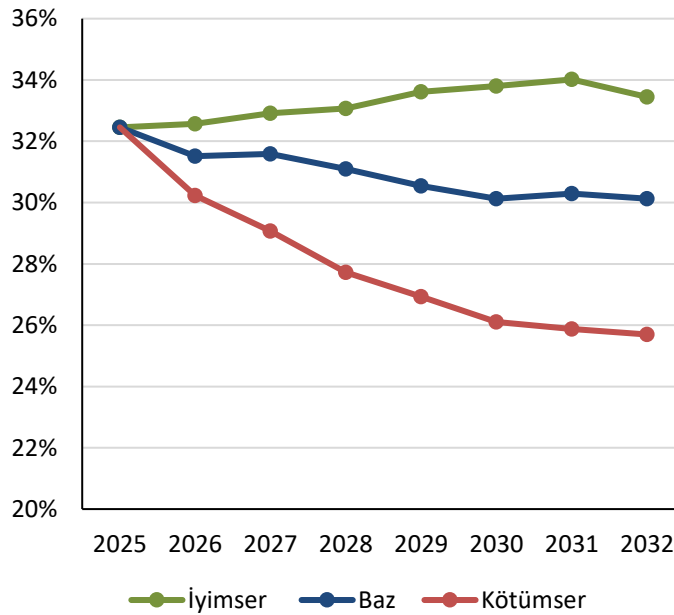
Tablo: Senaryo bazında sonuçlar

Senaryo	Hedef Fiyat	Yükseliş Potansiyeli
Kötümser	394 TL	14%
Baz	564 TL	63%
İyimser	697 TL	102%

Senaryo Bazında Tahminler

Hasılat	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
İyimser	11.555	16.156	21.197	26.975	33.770	41.254	49.970	60.269
Baz	11.555	15.945	20.635	25.892	31.952	38.603	46.239	55.144
Kötümser	11.555	15.524	19.538	23.830	28.573	33.526	38.996	45.162

FAVÖK marjı	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
İyimser	33,6%	32,57%	32,92%	33,07%	33,62%	33,80%	33,99%	33,45%
Baz	33,6%	31,52%	31,59%	31,10%	30,55%	30,13%	30,29%	30,13%
Kötümser	33,6%	30,23%	29,07%	27,73%	26,93%	26,10%	25,87%	25,70%

Senaryo - Hasılat (Nominal, mn TL)**Senaryo - FAVÖK Marjı**

Piyasa Neyi Fiyatlıyor?

Kötümser senaryoya göre 1 yıllık hedef fiyat metodolojisi ile yükseliş potansiyeli %14'tür. Buradan hareketle güncel fiyatın kötümser senaryodan daha iyi, baz senaryodan ise daha kötü bir aralığı yansıttığı söylenebilir.

Buna göre aynı filo büyümesi, yatırım harcaması ve net işletme sermayesi varsayımları altında piyasa, Gürsel Turizm'in yeni büyüme kolları olmayacağını, FAVÖK marjını %33'te sürdüremeyeceğini, %26-27 seviyelerine gerileyeceğini fiyatlamaktadır. **Ürdün BRT ihalesinin kazanılması bile şirketin içsel değerini yukarı taşıyıp tahminlerimize göre %20 ek potansiyel getiri sunmaktadır.**

Ek: Piotroski F-Skoru

Kriter	Güncel Durum (GRSEL)	Puan
1. Karlılık		
• Aktif Karlılığı (ROA): Pozitif olmalıdır. (> %0)	Pozitif. (%22,1)	1
• Net Kar: Pozitif olmalıdır. (> 0)	Pozitif. (3.027 mn)	1
• Operasyonel Nakit Akışı (OCF): Pozitif olmalıdır. (> 0)	Pozitif (2.831 mn)	1
• Operasyonel Nakit Akışı (OCF): Net kardan yüksek olmalıdır.	Daha az³ (2.831 < 3.027)	0
2. Kaldıraç, Likidite ve Finansman Kaynağı		
• Finansal Kaldıraç Oranı: Geçen yıla göre daha az olmalıdır.	Azaldı (1,52 → 1,43)	1
• Cari Oran: Geçen yıla göre daha fazla olmalıdır.	Azaldı (1,69 → 1,63)	0
• Hisse sayısında değişim: Olmamalıdır. (sıfır seyrelme)	Değişim yok.	1
3. Operasyonel Verimlilik		
• Brüt kar marjında değişim: Pozitif olmalıdır (> %0)	Pozitif. (%29,6 → %32,6)	1
• Aktif devir hızı: Pozitif olmalıdır (> %0)	Pozitif. (0,84)	1

Bu kriterlere göre Gürsel Turizm'in puanı 7/9 olmaktadır. **Bu skor, %40 ROIC, istikrarlı serbest nakit akışı ve yükselen FAVÖK marjlarıyla çizdiğimiz kaliteli şirket tablosunu desteklemektedir.**

Bu gibi finansal verilerin geçmiş veriyi yansıttığı ve gelecekte böyle devam etmeme ihtimali olduğunu hatırlatmakta fayda buluyoruz. Yine de yüksek yatırım harcaması gerektiren, duran varlık yoğunluğu yüksek olan bir şirketi analize başlamak için faydalı bir "screening" göstergesidir.

³ 2025 yılından itibaren şirket amortisman yöntemi değişikliğine gidip "kalıntı değer amortisman" yöntemine geçti. Eski amortisman yöntemi olsaydı bu koşul da sağlanacaktı.

8. Detaylı Finansal Tahminler

BİLANÇO (mn TL)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
VARLIKLAR					
Nakit ve nakit benzerleri	1.841.495	2.055.438	4.506.462	7.871.440	11.945.680
Finansal Yatırımlar	134.113	69.368	90.178	112.723	137.522
Ticari alacaklar	3.035.205	3.042.372	4.368.565	5.653.415	7.093.826
Diğer Alacaklar	1.672	6.547	9.035	20.635	25.892
Stoklar	9.263	7.583	14.959	19.338	24.439
Peşin Ödenmiş Giderler	165.085	229.302	318.905	515.874	776.774
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	18.035	65.021	65.021	65.021	65.021
Diğer Dönen Varlıklar	18.179	30.019	41.424	61.905	90.624
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	5.223.047	5.505.650	9.414.549	14.320.351	20.159.779
Maddi + maddi olmayan D.V.	6.190.470	8.240.328	11.877.222	16.196.639	21.262.352
<i>Maddi Duran Varlıklar</i>	5.165.910	6.634.729	9.501.777	12.957.312	17.009.882
<i>Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	1.024.560	1.605.599	2.375.444	3.239.328	4.252.470
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.465	36.230	47.099	58.874	71.826
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	833.908	1.235.529	1.606.188	2.007.735	2.449.436
Finansal Yatırımlar	-	157.536	204.797	255.996	312.315
Diğer Alacaklar	85	66	66	66	66
Peşin Ödenmiş Giderler	8.467	10.285	13.371	16.713	20.390
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	7.036.395	9.679.974	13.748.742	18.536.023	24.116.385
TOPLAM VARLIKLAR	12.259.442	15.185.624	23.163.290	32.856.374	44.276.164
YÜKÜMLÜLÜKLER					
Kısa Vadeli Yükümlülükler					
Kısa Vadeli Borçlanmalar	35.060	4.567	6.378	8.254	10.357
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	517.302	379.775	24.642	87.973	46.671
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	3.833	22.963	22.963	22.963	22.963
Ticari Borçlar	881.293	1.020.434	1.316.397	1.701.729	2.150.663
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	77.963	91.909	126.829	175.397	233.032
Diğer Borçlar	81.994	105.696	145.854	188.752	236.844
Ertelenmiş Gelirler	1.296.586	1.678.835	2.184.282	2.826.708	3.546.913
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	123.700	-	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	72.569	64.069	95.672	134.127	181.247
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.090.300	3.368.248	3.923.017	5.145.903	6.428.690
Uzun Vadeli Yükümlülükler					
Uzun Vadeli Borçlanmalar	103.078	98.569	351.891	186.684	125.883
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	-	15.834	15.834	15.834	15.834
Ertelenmiş Gelirler	19.490	10.663	10.663	10.663	10.663
Uzun Vadeli Karşılıklar	67.438	88.684	88.684	88.684	88.684
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	895.143	966.918	1.393.670	1.900.510	2.494.919
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.085.149	1.180.668	1.860.742	2.202.375	2.735.983
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	4.175.449	4.548.916	5.783.759	7.348.278	9.164.673
ÖZKAYNAKLAR					
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	8.083.993	10.636.708	17.379.532	25.508.096	35.111.491
TOPLAM KAYNAKLAR	12.259.442	15.185.624	23.163.290	32.856.374	44.276.164

GELİR TABLOSU (mn TL)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Hasılat	10.902.471	11.555.019	15.945.261	20.634.965	25.892.464
Konsolide FAVÖK	3.660.863	3.885.276	5.025.153	6.518.348	8.051.735
FAVÖK Marjı	33,6%	33,6%	31,5%	31,6%	31,1%
(-) Amortisman & İtfa	(726.352)	(355.260)	(589.183)	(816.559)	(1.086.795)
FVÖK	2.934.511	3.530.016	4.435.969	5.701.789	6.964.940
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/(Gider)	92.951	302.781	300.000	300.000	300.000
Net Finansman Geliri/(Gideri)	(400.886)	88.223	50.000	50.000	50.000
Parasal Kazanç (Kayıp)	(284.143)	(362.796)	(992.089)	(1.698.857)	(2.433.659)
Vergi Öncesi Kâr	2.342.433	3.558.223	3.793.881	4.352.932	4.881.282
Toplam Vergi Gideri (-)	(59.086)	(531.213)	(607.021)	(696.469)	(781.005)
Net Dönem Kârı	2.283.347	3.027.010	3.186.860	3.656.463	4.100.277
(-) Kontrol Gücü Olmayan Paylar	123.438	137.919	179.295	224.118	273.424
Ana Ortaklık Payı	2.159.909	2.889.090	3.007.565	3.432.344	3.826.852

NAKİT AKIŞI (mn TL)	2026T	2027T	2028T
İşletme Faaliyetleri			
Net dönem kârı	3.186.860	3.656.463	4.100.277
(+) Amortisman & İtfa	589.183	816.559	1.086.795
(+) Ertelenmiş vergi	426.752	506.839	594.409
(-) Parasal kazanç/(kayıp)	992.089	1.698.857	2.433.659
(-) İşletme sermayesi değişimi *	(528.974)	(360.599)	(418.402)
İşletme faaliyetlerinden nakit	4.665.910	6.318.119	7.796.737
Yatırım Faaliyetleri			
(-) CapEx (maddi+maddi olmayan)	(1.753.979)	(2.166.671)	(2.589.246)
Yatırım faaliyetlerinden nakit	(1.753.979)	(2.166.671)	(2.589.246)
Finansman Faaliyetleri			
Borçlanma net ihraç/(geri ödeme)	(100.000)	(100.000)	(100.000)
(-) Temettü, ana ortaklık	(360.908)	(686.469)	(1.033.250)
Finansman faaliyetlerinden nakit	(460.908)	(786.469)	(1.133.250)
Net Nakit Değişimi	2.451.024	3.364.979	4.074.240
Dönem başı nakit	2.055.438	4.506.462	7.871.440
Dönem sonu nakit	4.506.462	7.871.440	11.945.680

* Buradaki işletme sermayesi, İNA modelinden farklı olarak tam çizelgedir.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir, Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez, Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir, Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir, Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir, Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez, Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir, Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir, “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür, Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir, PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir, Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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.