

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat Taahhüt A.Ş.

Backlog'da Rekor, Avrupa'da Büyüme

Gülermak Ağır Sanayi'yi (GLRMK) 285,50 TL hedef fiyat ve %63 getiri potansiyeli ile araştırma kapsamına alıyoruz. Yatırım teması olarak Orta ve Doğu Avrupa'da altyapı yatırımlarında büyüme, Balkanlar'da yeniden yapılanma, düşük borçluluk ve sağlıklı nakit akışı öne çıkmaktadır.

2025'in başında halka arz olan Gülermak, yurt içinde ve dışında başta tünel kazımı ve metro taahhüt projeleri olmak üzere ulaşım ağırlıklı kamu altyapı projelerini yüklenen köklü bir sanayi şirkettir. Şirketin bekleyen iş hacmi (backlog) tutarı 4.9 milyar EUR seviyesine ulaşmış olup ilerleyen yıllarda başta Sırbistan ve Romanya olmak üzere Balkan ülkeleri ve CEE (Orta ve Doğu Avrupa) ülkelerinde hızlanan altyapı yatırımlarıyla bu rekor tazelenabilir.

Altyapı Yatırım İhtiyacı: Avrupa Birliği'nde TEN-T koridorlarında demiryolu modernizasyonu ve yeni hat inşaatı için 2040'a kadar **~845 milyar EUR** yatırım gerekmektedir. Bunun yanında AB'de karayolu tıkanıklığı yıllık **~230 milyar EUR** maliyet yaratmaktadır. Demiryolu ve metro odaklı bir taahhüt şirketi olan Gülermak'a bu yatırım dalgası yeni iş imkanı sunabilir.

Şirketin Krakow kamu özel işletme kredileri haricinde önemli bir finansal borcu bulunmamaktadır. Net nakit pozisyonunda olan şirketin özsermaye kârlılığı %30'un üstünde seyretmektedir. Düşük borçluluğu göz önünde bulundurulduğunda şirket kârlılık olarak iyi durumdadır.

Değerleme sonucumuza göre Gülermak'ın EUR bazlı yükseliş potansiyeli ~%35 olup, 1 yıllık forward EUR/TL paritesi ile TL bazlı hedef fiyata çevirdiğimizde ~%63 yükseliş potansiyeline tekabül etmektedir.

Riskler

- Altyapı yatırımlarına akan fonlardaki döngüsellik; kamu projelerinin yavaş ilerleme riski
- Gelişmekte olan ülke para birimlerinden oluşan kur riski

Hisse Detayları

| Bloomberg Kodu | GLRMK TI |
|----------------------------------|---------------------|
| Öneri | Endeks Üzeri Getiri |
| Hisse Fiyatı, TL | 174,70 |
| Hedef Fiyat, TL | 285,50 |
| Getiri Potansiyeli | 63,42% |
| Piyasa Değeri, milyon TL | 56.358 |
| Piyasa Değeri, milyon ABD doları | 1.223 |
| BIST-100 Endeks Ağırlığı | 0,34% |
| BIST Tüm Endeks Ağırlığı | 0,24% |

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

| Finansal Tahminler (TL mn) | 2025 | 2026T | 2027T |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Hasılat | 45.533 | 57.834 | 70.242 |
| FAVÖK | 6.099 | 7.981 | 9.974 |
| FAVÖK Marjı | 13,4% | 13,8% | 14,2% |
| Net Kâr | 4.282 | 6.103 | 8.900 |
| Net Kâr Marjı | 9,4% | 10,6% | 12,7% |

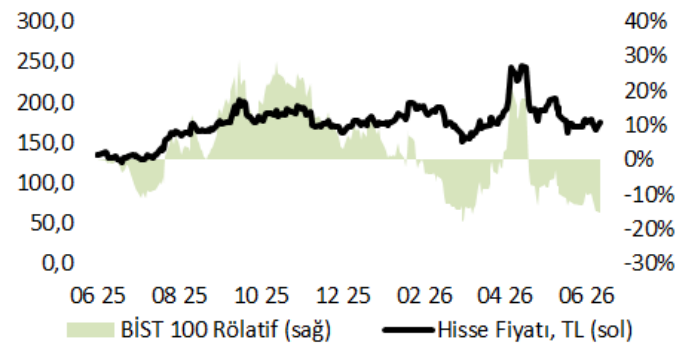
| Piyasa Çarpanları | 2025 | 2026T | 2027T |
|-------------------|------|-------|-------|
| F/K | 13,2 | 9,2 | 10,8 |
| FD/FAVÖK | 8,0 | 6,4 | 5,1 |

Kaynak: PhillipCapital Araştırma

| Ortaklık Yapısı | Hisse (mn) | Oran |
|------------------------------------|--------------|------------|
| Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım | 149,2 | 46,3% |
| Gülermak Turizm İşletme Yatırım | 70,4 | 21,8% |
| Diğer | 85,2 | 26,4% |
| Pusula Portföy PBH Fonu | 17,8 | 5,5% |
| Toplam | 322,6 | 100 |

Kaynak: Matriks

Hisse Fiyat Performansı



| | 1a | 3a | 6a | 1y |
|----------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Nominal | -5,5% | 7,5% | -1,1% | 32,3% |
| Rölatif | -6,0% | -2,6% | -21,6% | -14,7% |
| Ort. İşlem Hacmi milyon \$ | 18,4 | 43,7 | 24,9 | 17,8 |

Kaynak: BIST, Finnet

Ata Yiğit Şener

ata.sener@phillip.com.tr

Sadrettin Bağcı

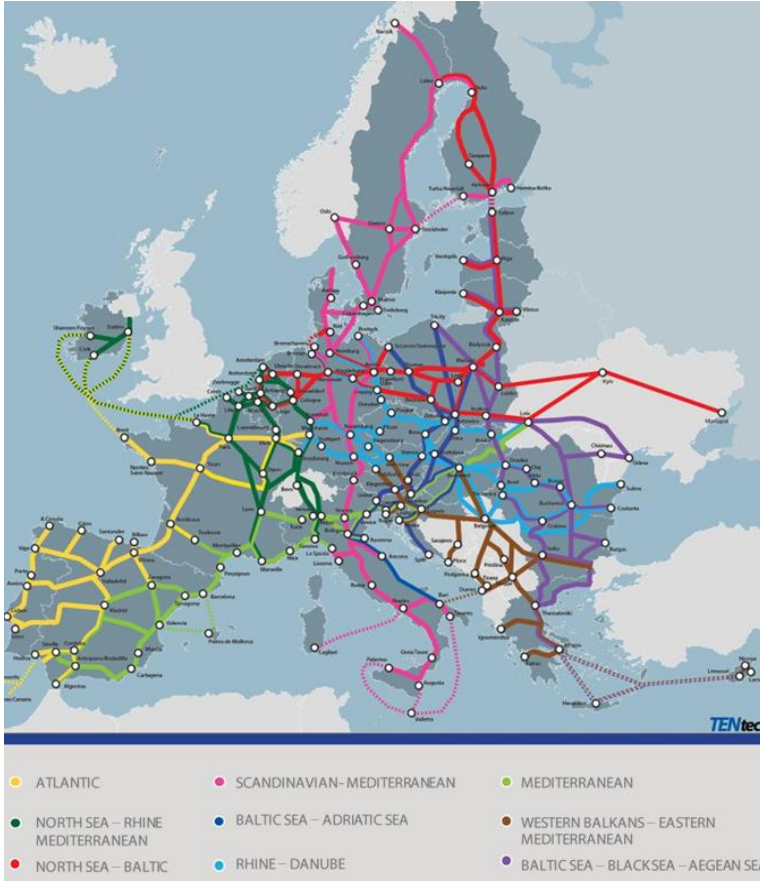
sadrettin.bagci@phillip.com.tr

Altyapı Sektörüne Bakış

Küresel raylı sistem altyapısı pazarı 2025 yılında 101 milyar USD büyüklüğe ulaşmış olup 2030 yılına kadar %4,6 bileşik yıllık büyüme oranıyla (CAGR) 126,5 milyar USD'ye ulaşması öngörülmektedir. Avrupa ulaşım altyapısı inşaatı ise 2025'te 312 milyar USD'den 2031'e kadar %4,2 YBBO ile 399 milyar USD'ye genişlemesi beklenmektedir. (*Mordor Intelligence*)

Avrupa Birliği Pazarı¹

Ulaşım sistemleri için yapılacak yatırımlar mal, hizmet ve kaynaklara ulaşımı sağlıklı bir şekilde sağlaması açısından AB ekonomisi için kritik bir öneme sahiptir. Ayrıca sürdürülebilirlik açısından diğer sektörlere kıyasla emisyon oranları henüz yeteri kadar düşürülemediği için AB firmaları küresel demiryolu tedarik siparişlerinin üçte birini almaktadır (~€50 milyar). AB, 2000'den beri dünyanın en büyük net ihracatçısı olup halen potansiyelin altındadır; altyapıya yapılacak yatırımlar ek büyümeyi destekleyebilir. TEN-T'nin tamamlanmasının 2050 yılında baz senaryoya kıyasla yıllık ~€467 milyarlık bir GSYİH artışı sağlaması öngörülmektedir.



TEN-T koridorları 2040'a kadar 845 milyar EUR yatırıma ihtiyaç duymakta olup özel finansmana erişim çok kısıtlı kalmaktadır.² Yaşlanan TEN-T altyapısı nedeniyle önümüzdeki on yılda bakım maliyetlerinde sert bir artış beklenmektedir. Karayolu tıkanıklığının AB'ye maliyeti ise yıllık ~€230 milyar seviyesindedir. (*Draghi, 2024*)

Council of the European Union, 2024. Renkli hatlar TEN-T koridorlarını göstermektedir.

¹ Draghi, M. (2024). The future of European competitiveness, s. 205-211.

² Bu doğrultuda Gülermak'ın avantajı, kamu kaynaklı projeleri yüklenen bir firma olarak konumlanmasıdır. Özel finansman kıtlığının şirketi derinden etkilemesini beklemiyoruz.

CEE (Orta ve Doğu Avrupa) Pazarı

AB'nin en dinamik büyüme bölgesi olan CEE, altyapı açığını kapatma baskısı, jeopolitik dönüşümler ve artan uluslararası yatırımcı ilgisiyle güçlü bir proje hattına kavuşmaktadır. (Amber Infrastructure, 2025) **Gülermak'ın ana faaliyet alanı burasıdır.** Büyümenin temel motoru, AB'nin TEN-T koridor yükümlülükleri kapsamında dokuz ana hat üzerinde zorunlu kıldığı demiryolu elektrifikasyonu ve altyapı yenileme programlarıdır. (Mordor Intelligence)

WBIF proje listesine göre Batı Balkanlar'da ulaştırma yatırımlarının hâlâ yoğun bir inşaat ve hazırlık aşamasında olduğu görülüyor. Projelerin büyük çoğunluğu "implementation" veya "preparation" statüsünde; tamamlanan projeler ağırlıklı olarak 2012–2023 dönemine ait, **bu da mevcut pipeline'ın 2025 ve sonrasına yığıldığını ortaya koyuyor.** Kuzey Makedonya ve Kosova'da demiryolu ağırlıklı olarak öne çıkarken Sırbistan hem demiryolu hem otoyol segmentinde aktif; Bosna Hersek'te ise otoyol projeleri bulunmaktadır. Dikkat çekici bir nokta, **Arnavutluk ve Karadağ'ın portföyü hâlen büyük ölçüde "Preparation/Tendering" aşamasındadır.** Genel görünüm, hızlanan TEN-T uyum yatırımlarının Balkanlarda güçlü bir inşaat talebi yaratacağına yönündedir.

Demiryolu segmenti, sektörün en hızlı büyüyen kolu konumundadır: Avrupa'da %4,9, küresel ölçekte yüksek hızlı demiryollarında ise %9,2 YBBO beklenmektedir. İnşaat faaliyetleri sınır ötesi tüneller ve kentsel metro hatları öncülüğünde ivme kazanmaktadır. (Mordor Intelligence). AB-27 genelinde demiryolu altyapısına yapılan toplam harcama 2018'deki 38,7 milyar Euro'dan 2022'de 50,8 milyar Euro'ya yükselmiştir. Bu harcamanın yarısı bakım ve yenilemeye kalan yarısı ise mevcut altyapının yükseltilmesine ve yeni altyapı yatırımlarına ayrılmıştır (European Commission).

Gülermak'ın Faaliyet Gösterdiği Ülkeler

Gülermak, operasyonlarını **Batı, Doğu ve Türkiye** olarak üçe ayırmaktadır. *Batı* operasyon grubu sadece Polonya'dan oluşurken *Doğu* grubu yurtdışındaki diğer tüm ülkeleri kapsamaktadır.³ En büyük faaliyet gösterilen pazarlar Türkiye, Polonya ve Romanya olup **bu pazarlara önümüzdeki süreçte Sırbistan da girebilir.**

Türkiye

Türkiye, ulaşım altyapısına GSYİH'nin yaklaşık %1-1,5'ini ayırarak Almanya ve Fransa gibi olgun ekonomilerin üzerinde bir yatırım temposu sürdürmektedir. (International Transport Forum, 2025). Türkiye jeopolitik açıdan da giderek daha kritik bir konuma taşınmaktadır. Çin-Avrupa demiryolu yük trafiğinin Orta Koridor'a (Kazakistan-Hazar Denizi-Azerbaycan-Türkiye) kaymasıyla birlikte Türkiye, kıtalar arası lojistikte stratejik bir merkez olarak öne çıkmaktadır. (Amber Infrastructure, 2025) Gülermak, tamamladığı projelerden ötürü Türkiye pazarında oturmuş bir pazar payına sahip olup ENR verilerine göre liderdir.

³ Güncel Doğu grubu ülkeleri: K. Makedonya, Romanya, Sırbistan, Hindistan, Filipinler.

Polonya

Polonya, CEE'nin en gelişmiş ekonomisi olarak Batı Avrupa pazarlarına açılan kapı ve bölgesel entegrasyonun motoru konumundadır. TEN-T koridorlarının genişlemesi, Ukrayna'dan gelen talep artışı ve başta Varşova olmak üzere büyük şehirlerdeki toplu taşıma yatırımları önümüzdeki dönemde Polonya'da güçlü bir proje hattı oluşturmaktadır (*Amber Infrastructure, 2025*). Nitekim Gülermak Polonya'da çeşitli ihaleler almış ve bu büyüyen pazarda otoyol, tramvay, metro, demiryolu gibi çeşitli faaliyetlerine devam etmektedir. Türkiye ile birlikte Polonya, Gülermak'ın en yoğun faaliyet gösterdiği ülke konumundadır.

Romanya

Romanya, TEN-T koridorları kapsamında yatırım yapılan ülkeler arasında yer almakta ve AB uyum fonlarından yararlanmaktadır. Ukrayna savaşının ardından ülke sınır kapıları üzerindeki yük trafiği önemli ölçüde artmış; Romanya'nın bölgesel lojistikte ağırlığı artmaktadır. CEE'nin öne çıkan ülkelerinden olan Romanya'da altyapı açığını kapatma amacıyla büyük şehirlerde toplu taşıma yatırımları hız kazanmakta, metro ve tramvay projeleri hayata geçirilmektedir (*Amber Infrastructure, 2025*). Gülermak, Romanya'da görece az projeye sahip olsa da Romanya'nın toplam backlogdaki payı %43,4 olup, bu payın büyük bir kısmı buradaki metro ihalelerinden gelmektedir.

Sırbistan

Gülermak'ın yeni giriş yaptığı Pazar olan Sırbistan, son on yılda Avrupa'nın en büyük ulaşım yatırımı artışını gerçekleştiren ülkesidir. Uzun süredir yetersiz altyapı yatırımından bu harcamaların GSYİH'ye oranı 2011-2013 %0,9'dan 2021-2023'te %2,5'e yükselmiştir.⁴ Bu sıçramanın temelinde Pan-Avrupa Koridorları ile 2019'da açıklanan Ulusal Yatırım Planı yatmaktadır. Otoyol ve demiryolu projeleri ülkenin bölgesel bağlantısını dönüştürme potansiyeli taşımaktadır. Sırbistan'ın genel olarak altyapı modernizasyonuna da ihtiyacı olup, önümüzdeki dönemlerde Gülermak için büyümeyi sağlayan pazarlardan biri olabilir. **Bize bu pazardaki büyüme, araştırma raporumuzdaki en önemli bulgulardan birisi olabilir.**

Diğer Faaliyet Gösterilen Ülkeler

Gülermak, Filipinler Hindistan gibi birkaç ülkede daha faaliyet gösterse de bu ülkelerin ana faaliyet pazarlarına göre henüz dönemsel proje bazlı ilerlemektedir. Yukarıdaki makalede belirttiğimiz gibi, **Balkan ve Doğu Avrupa coğrafyası büyüme potansiyeli en yüksek bölgeler olarak görünmektedir.** Şirket bu bölgede Kuzey Makedonya ve Sırbistan'da halihazırda faaliyet göstermekte olup bölgedeki yeni pazarlara giriş beklenebilir.

⁴ International Transport Forum, "Spending on Transport Infrastructure", s. 8.

Altyapı Kredileri

EBRD ve EIB'den sağlanan kredileri yatırımı büyümesi için proxy olarak rapora dahil ediyoruz. **EBRD'nin GLRMK ülkelerine yönelik toplam yatırımı 2024'te rekor seviyelere ulaşmıştır:** Polonya €1,4 milyar, Romanya €707 milyon, Sırbistan €807 milyon, Türkiye €2,6 milyar. Sırbistan'da altı, Türkiye'de beş transport projesi aktif kullandırım aşamasındadır; Kuzey Makedonya'da Koridor VIII projeleri sürmektedir. EBRD verileri tüm sektörleri kapsamakta olup ulaşım için spesifik kırılım mevcut değildir.

EIB tarafında Polonya, on yıldır kesintisiz yıllık €1,2–2,5 milyar transport kredisi almaktadır. Romanya'da 2023–2025 döneminde toplam €2,5 milyar imzalanmış; yıldan yıla toplam kredi büyümekte; kapsam otoyoldan demiryoluna genişlemektedir. Sırbistan'da aynı dönemde €1,2 milyar Koridor X kredisi devreye girmiştir. Türkiye ise 2018'den bu yana EIB transport kredisi almamaktadır. Kredi akışları döngüsel; bazı yıllar bazı ülkelere sağlanan kredi sıfırdır. Fakat **pandemi sonrasında Polonya ve Romanya'ya verilen kredilerde artış dikkat çekicidir.**

Seçim Döneminde Hükümet Harcamaları

Gülermak kamu projelerini yüklediği için, bu konu ilginç bir araştırma alanıdır. Literatürde seçim yaklaştıkça hükümetlerin mali genişlemeye yöneldiği, **politik bütçe döngüsü teorisi** altında yaygın biçimde incelenmiştir (Nordhaus, 1975; Rogoff, 1990).

Gelişmekte olan ülkeler özelinde literatür iki eksende ayrışır: bir grup çalışma toplam harcama düzeyi değişmeden bileşimin kaydığını, cari harcamanın artıp sermaye yatırımının gerilediğini ortaya koyarken (Vergne, 2009), diğer grup seçim öncesi toplam harcamanın ve bütçe açığının arttığını öne sürmektedir (Shi ve Svensson, 2006; Nguyen ve Tran, 2023). Bulgular, çalışmaların yapıldığı tarihe ve metodolojiye göre değişkenlik göstermekte olup net bir yorum yapamıyoruz.

KAYNAKÇA

Europe – 2025 outlook report.

<https://www.amberinfrastructure.com/media/hdj55s/outlook-report-vf.pdf>

Council of the European Union. (2024). *Annex III: Alignment of the European transport corridors* (SN 1448/24 ADD 14 REV 1).

https://www.europarl.europa.eu/pdf/plenary/ANNEX_III/Part14en.pdf

Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness – Part B: In-depth analysis and recommendations*. European Commission.

https://commission.europa.eu/topics/competitiveness/draghi-report_en

European Bank for Reconstruction and Development. (t.y.). *EBRD investment projects*.

<https://www.ebrd.com/home/what-we-do/projects.html#customtab-70eec7766a-item-4654c5d413-tab>

European Bank for Reconstruction and Development. (2024). *EBRD annual review 2024*.

<https://www.ebrd.com/home/news-and-events/publications/annual-review/annual-review-2024.html>

European Commission. (2025, Temmuz). *COM(2025) 439 final*.

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025DC0439>

European Investment Bank. (t.y.). *EIB investment projects*.

<https://www.eib.org/en/projects/loans/index>

International Monetary Fund. (2026, Nisan). *World economic outlook*.

<https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/04/14/world-economic-outlook-april-2026>

International Transport Forum & OECD. (2025, Temmuz). *Statistics brief – Spending on transport infrastructure*.

<https://www.itf-oecd.org/sites/default/files/transport-investment-stats-brief-2025.pdf>

Mordor Intelligence. (2025). *Rail infrastructure market*.

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/rail-infrastructure-market>

Mordor Intelligence. (2026). *Europe transportation infrastructure construction market*.

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-transportation-infrastructure-construction-market>

Nguyen, T. C., & Tran, T. L. (2023). The political budget cycles in emerging and developing countries. *Journal of Economics and Development*, 25(3), 205–224.

<https://doi.org/10.1108/JED-01-2023-0015>

Nordhaus, W. D. (1975). The political business cycle. *The Review of Economic Studies*, 42(2), 169–190.

<https://doi.org/10.2307/2296528>

Rogoff, K. (1990). Equilibrium political budget cycles. *The American Economic Review*, 80(1), 21–36.

Shi, M., & Svensson, J. (2006). Political budget cycles: Do they differ across countries and why? *Journal of Public Economics*, 90(8–9), 1367–1389.

<https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2005.09.009>

Vergne, C. (2009). Democracy, elections and allocation of public expenditures in developing countries. *European Journal of Political Economy*, 25(1), 63–77.

<https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.09.003>

Western Balkans Investment Framework. (t.y.). *WBIF investment projects*.

<https://www.wbif.eu/wbif-projects>

Gülermak'a Bakış

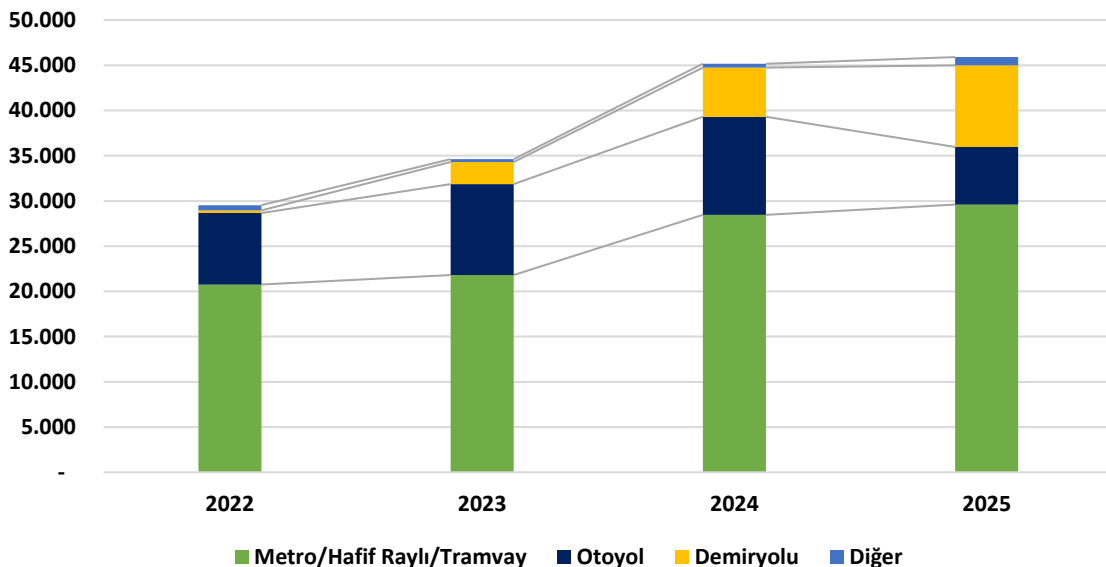
Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. çelik konstrüksiyon imalat faaliyetleriyle kurulan bir Türk altyapı ve inşaat taahhüt şirketidir. Şirket, 1984 yılında bugünkü unvanını alarak ağır sanayi inşaatı ve taahhüt alanına odaklanmış; 2000'li yılların başından itibaren ise ağırlık merkezini raylı sistemler ve toplu taşıma altyapısına kaydırmıştır. Ocak 2025 itibarıyla Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır. ENR (Engineering News Record) Dünyanın En Büyük Uluslararası Müteahhitleri 2025 sıralamasına göre Gülermak, "Toplu Ulaşım ve Raylı Sistemler" kategorisinde dünyada 9., Avrupada 5. ve Türkiye'de 1. sıradadır.

Faaliyet Alanları

Şirketin ana faaliyet segmenti metro, hafif raylı sistemler ve tramvay inşaatıdır. Bunun yanı sıra demiryolu (konvansiyonel ve YHT) ile otoyol projeleri de portföyün önemli bir parçasıdır. Hasılat kırılım oranları proje ilerlemelerine bağlı olarak değişkenlik göstermekle beraber ana başlıklar belirgindir. 4 ana kategori öne çıkmaktadır:

- **Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay:** Hasılatın açık ara en büyük kısmını oluşturmaktadır. Şirketin uzmanlık alanı burasıdır; yeraltı tünel kazımından (TBM operasyonları), istasyon inşaatına, elektromekanik ve ray döşeme işlerine kadar geniş bir kapsam söz konusudur.
- **Demiryolu Projeleri.** Yüksek hızlı tren güzergahı inşaatı, sinyalizasyon ve telekomünikasyon dahil konvansiyonel hat yapım işlerini kapsamaktadır. Yıldan yıla hasılat içinde büyüme trendinde olup hasılatta ikinci sıradadır. Backlog miktarı ise otoyol projelerinden büyüktür.
- **Otoyol Projeleri** Hasılatta en büyük 3. kalemidir. Polonya'daki otoyol projeleri bu kategorinin bel kemiğini oluşturmaktadır.
- **Diğer** (yaklaşık %2) ise sulama, baraj ve benzeri projelerden oluşmaktadır.

Segmentlere Göre Hasılat



Ülke Bazında Proje Tabloları

| 2025 Yılında Alınan Projeler | | | | |
|------------------------------|---|--------------------|---------------|-----------------|
| ÜLKE | PROJE ADI | KATEGORİ | ORTAKLIK PAYI | SÖZLEŞME DEĞERİ |
| Türkiye | Ankara Natoyolu–Dikimevi HRS Metro su | Hafif Raylı Sistem | %100 | 14.084 mn TL |
| | Gebze–Köseköy Demiryolu | Demiryolu | %100 | 1.875 mn TL |
| Polonya | Szczyrzyc–Tymbark Demiryolu | Demiryolu | %50 | 2.083 mn PLN |
| | Varşova Metro su 1. Hattı Telsiz Modernizasyonu | Metro | %100 | 29,8 mn PLN |
| | C1 Tymbark–Limanowa Demiryolu | Demiryolu | %65 | 1.637 mn PLN |
| | A1 Kabaty Metro İstasyonu Hat Genişletmesi | Metro | %100 | 34 mn PLN |
| Sırbistan | Belgrad–Niş, Stalac–Djunis Demiryolu | Demiryolu | %50 | 349 mn EUR |

| Devam Eden Projeler | | |
|-------------------------------------|--|---------------|
| ÜLKE | PROJE ADI | KATEGORİ |
| Türkiye | Buca Metro | Metro |
| | Ümraniye–Ataşehir–Göztepe Metro | Metro |
| | Mezitli–3 Ocak Metro | Metro |
| | Halkalı–Ispartakule Demiryolu | Demiryolu |
| | Çerkezköy–Ispartakule Demiryolu | Demiryolu |
| | Sincan - Ankara - Kayaş HRS | HRS |
| | Ankara Natoyolu - Dikimevi Metro | Metro |
| | Gebze - Köseköy Demiryolu | Demiryolu |
| | İzmir HRS Araç Depo İnşaatı | Diğer |
| Alaşehir Sulaması Yenilemesi İkmali | Diğer | |
| Hamzadere Barajı Sulaması | Diğer | |
| Polonya | Varşova Metro Mory | Metro |
| | Krakow Y.H. Tramvay İşletmesi | Tramvay (KÖİ) |
| | Krakow S-52 Otoyolu | Otoyol |
| | Krakow S-7 Otoyolu | Otoyol |
| | Limanowa–Klęczany Demiryolu | Demiryolu |
| | C1 Tymbark–Limanowa Demiryolu | Demiryolu |
| | S19 Otoyolu | Otoyol |
| | A1 Kabaty Metro İstasyonu Hat Genişletmesi | Metro |
| Szczyrzyc–Tymbark Demiryolu | Demiryolu | |
| Romanya | Cluj Metro | Metro |
| | Bükreş Metro M6 Lot 1.2 | Metro |
| | Cluj Lot 3 Demiryolu | Demiryolu |
| Hindistan | Kanpur Metro | Metro |
| | Pune Metro | Metro |
| | Surat Metro | Metro |
| Filipinler | Paket S-07 Demiryolu | Demiryolu |
| Sırbistan | Stalac - Djunis Demiryolu | Demiryolu |
| K. Makedonya | Beljakovce Demiryolu Koridoru | Demiryolu |
| Toplam: 29 | | |

Seçilmiş Devam Eden Projeler



Ümraniye – Ataşehir – Göztepe Metro



Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi



İzmir Buca Metro

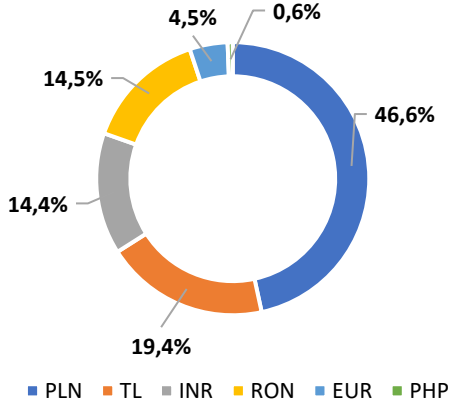


Beljakovce–Kriva Palanka Demiryolu
Görsellerin kaynağı: Gülermak internet sitesi.

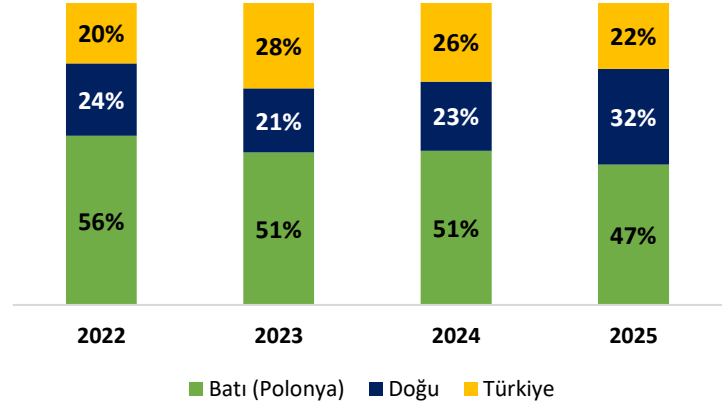
Şirketin Finansal Analizi

Toplam hasılatın para birimi dağılımı bu tablodaki gibidir. Etketif para birimi TL olup bu para birimleri EUR'ya çevrilmek üzere değereleme yapılmıştır. Yurtdışındaki ülkelerdeki sözleşmeler genel olarak yerel para biriminden yapılmaktadır.

Para Birimine Göre Hasılat (2025)



Coğrafya - Hasılat Kırılımı (%)



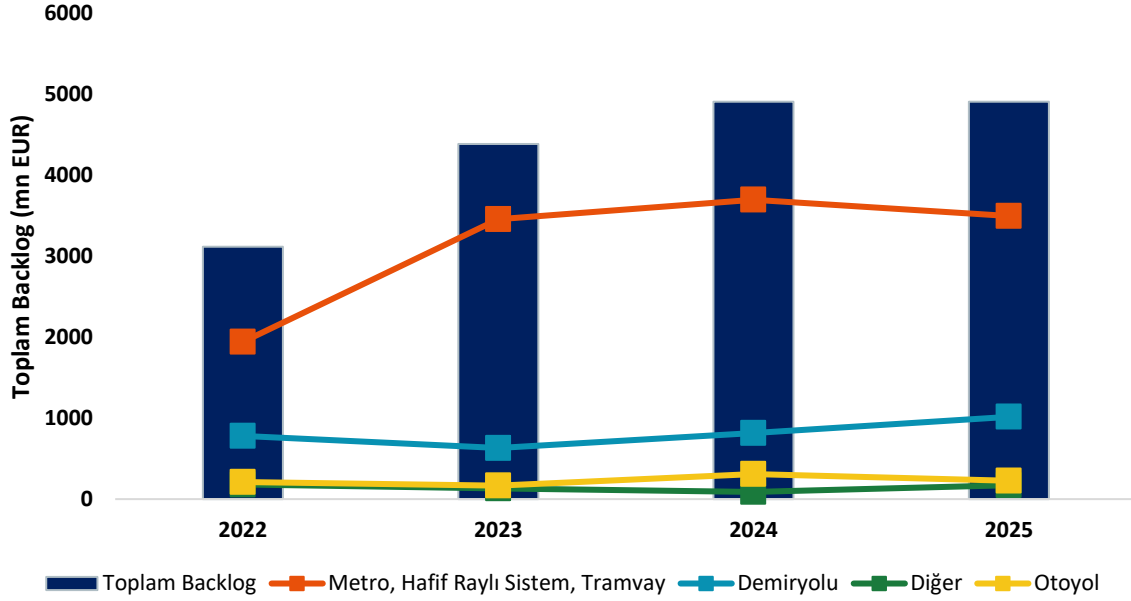
Kaynak: 2026 Q1 Yatırımcı Sunumu

Şirketin operasyonlarını ayırdığı 3 grupta en büyük hasılat payı güncel olarak Polonya'dan gelmektedir. Romanya ve Türkiye'den gelen yüksek backlog'ların hasılatına dönüşmesi durumuyla birlikte bu üç ülkenin gelir katkısı benzer seviyede görünmektedir.

| Ülke - Backlog Kırılımı (mlr EUR) | | | | |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ülke | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Türkiye | 1.387 | 1.013 | 1.467 | 1.631 |
| Polonya | 856 | 702 | 883 | 733 |
| Romanya | 192 | 2.257 | 2.234 | 2.132 |
| Hindistan | 214 | 117 | 89 | 45 |
| B.A.E | 17 | 17 | 18 | 0 |
| K. Makedonya | 155 | 149 | 129 | 120 |
| İsveç | 207 | 47 | 0 | 0 |
| Sırbistan | | | | 174 |
| Filipinler | 90 | 87 | 94 | 75 |
| Toplam | 3.119 | 4.389 | 4.913 | 4.912 |

Kaynak: Şirket Verileri.

Yıllık Toplam Backlog ve Segment Dağılımı (mn EUR)



Önceden de belirttiğimiz gibi, şirket gelirini ağırlıklı olarak toplu taşıma projelerinden kazanmaktadır. Hem hasılat hem de backlog kırılımlarında toplu taşıma birinci sırada olup demiryolu ve otoyol segmentleri onun arkasından gelmektedir. Avrupa'da bahsi geçen altyapı gelişmelerinin bu toplam backlog tutarını 5 milyar EUR üstünde tutacağını öngörüyoruz. Sırbistan gibi yeni girilen pazarlardaki kazanımlar ise backlog'un büyüme kısmına pozitif etki edebilir.

Gelir Modeli

Gülermak **proje bazlı taahhüt modeli** ile çalışmaktadır. Gelir, tamamlanan iş ilerleme yüzdesi (tamamlanma oranı yöntemi) esasına göre muhasebeleştirilir. İhale sürecinde şirket tekil yüklenici ya da ortak girişim (JV) olarak teklif verebilmektedir. Sözleşmeler ağırlıklı olarak kamu işverenleriyle (belediyeler, devlet demiryolu idareleri, ulaştırma bakanlıkları) imzalanmaktadır. EBRD ve Dünya Bankası finansmanlı projelerde çalışma kabiliyeti, şirketin önemli bir rekabet avantajı olarak öne çıkmaktadır.

Hasılatın küçük bir kısmı ise proje tamamlandıktan sonra arta kalan hammadde ve benzeri artık malların satış kârlarıdır.⁵ **Backlog**, şirketin gelir görünürlüğü açısından kritik öneme sahiptir. 2025 yılsonu itibarıyla toplam backlog 4,9 milyar EUR olup 2021–2025 döneminde %26 Euro bazlı CAGR ile büyümüştür. Şirketin backlog hedefi, sürdürülebilirlik açısından⁶ kısa vadede 5 milyar EUR üstüdür. Uzun vadede ise bu tutarın altına düşüş beklemiyoruz. Ortalama teklif başarı oranı (hit ratio) yaklaşık %25 düzeyindedir.

Gelecekte diğer bir gelir kaynağı ise Polonya'da Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesinden (KÖİ) gelecek nakit akışlarıdır; bu gelirler ilgili proje için alınan kredileri ödemek için

⁵ Bkz. "İnşaat ile ilgili satışlar".

⁶ Şirketin kolay ölçeklenemiyor olması kısmen negatif değerlendirilebilir. Agresif bir büyüme sonucu ilerleyen dönemde düşük bir büyüme ile karşılaşma ihtimali vardır.

kullanılacaktır. Değerlememizdeki “finansal borçlar”, bu projeden kaynaklanan kredileri dışarıda tuttuğu için bu projenin nakit akışlarını tutarlılık açısından değerlemeye dahil etmiyoruz.

Maliyet Yapısı

Ana maliyet kalemleri olan malzeme, taşeron ve ekipman giderleri ile işçilik giderleri satışların maliyeti (COGS) altında muhasebeleştirilmektedir. Satışların maliyeti 2025 yılında hasılatın %87,4'üne karşılık gelmiştir. Maliyet yapısı inşaat maliyetleri (%49), doğrudan malzeme maliyetleri (%33), personel giderleri (%8), amortisman (%3), kira giderleri (%1) ve diğer kalemlerden (%6) oluşmaktadır. Şirketin kendi ekipman parkına (TBM'ler dahil) sahip olması, büyük ölçekli projelerde kira maliyetini sınırlamaktadır. Genel yönetim giderleri ve amortisman nispeten küçük ve sabit bileşenlerdir.

Bilanço Yapısı, Borçluluk ve Nakit Pozisyonu

Gülermak'ın bilanço yapısı inşaat taahhüt sektörünün tipik özelliklerini yansıtmaktadır. Varlık tarafında *nakit ve nakit benzerleri* ile *devam eden inşaat ve taahhüt işlerinden doğan sözleşme alacakları* baskın kalemleri oluşturmaktadır. Maddi duran varlıklar ağırlıklı olarak TBM'ler ve ağır iş makinelerinden oluşmakla birlikte bilançoda küçük bir yer kaplamaktadır. Bu yapı, şirketin yoğun sermaye yatırımı (CapEx) gerektirmeyen, proje bazlı bir iş modeline sahip olduğuna işaret etmektedir. Yukarıda bahsettiğimiz gibi, şirket asıl giderlerini satışların maliyeti (COGS) altında tek seferlik muhasebeleştirilmektedir.

Yükümlülükler tarafında şirketin işverenlerden proje başında aldığı nakit avanslar ertelenmiş gelir olarak bilançoda yer almaktadır. Bu avanslar hem çalışma sermayesi avantajı sağlamakta hem de nakit pozisyonunu güçlü tutmaktadır. Finansal borçlar içinde iki önemli kalem öne çıkmaktadır: Krakow KÖİ projesi kapsamında alınan teminatlı proje kredisi ve ekipman kiralama borçları. Her ikisi de operasyonel nitelikte olmayıp sırasıyla projenin kendi gelir akışından ve proje bazlı ekipman kullanımından kaynaklanmaktadır. Finansal borçlar çeşitli döviz cinslerinden oluşmaktadır. Tüm bu düzeltmeler sonucunda şirketin Mart 2026 itibarıyla net nakit pozisyonu **5.5 Milyar TL** olarak hesaplanmakta olup Gülermak'ın önemli bir finansal borç yükü taşımadığı görülmektedir.

| Finansal Rasyolar | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Karlılık | | | |
| Brüt Kar Marjı | 10,5% | 11,6% | 12,6% |
| FAVÖK Marjı | 13,1% | 12,9% | 13,4% |
| Net Kar Marjı | 6,2% | 10,3% | 9,4% |
| Getiri | | | |
| ROE | 32,0% | 52,4% | 30,0% |
| ROIC | 28,4% | 24,3% | 15,6% |
| Likidite | | | |
| Cari Oran (x) | 1,5x | 1,8x | 2,2x |
| Faiz | | | |
| Faiz Karşılama (x) | N/A | 23,5x | 13,1x |

Yandaki tablodaki seçilmiş finansal rasyolar, şirketin finansal olarak oldukça sağlıklı durumda olduğunu göstermektedir.

Düşük kaldıraçlı operasyonlarına karşın %30 üstü seyreden ROE, yüksek cari oran ve yeterli faiz karşılama oranı öne çıkmaktadır.

FAVÖK marjında artış trendi olup %14 üstünde bir FAVÖK marjı bekliyoruz.

Krakow KÖİ proje kredileri ROIC'te baskı yaratmaktadır.

Değerleme

1. Göreceli Değerleme

| Şirket | FD/FAVÖK | Açıklama | Ticker |
|-----------------------|----------|---|------------|
| Budimex | 13,53x | Polonya kökenli altyapı devidir ve ülkedeki devasa raylı sistem yatırımlarının yüklenicisidir. Benzer pazarlarda operasyonel olarak çok yakın bir şirkettir. | WSE: BDX |
| Enka İnşaat | 11,16x | Endüstriyel tesis ve üst yapı müteahhitliği yapar. İş modeli ve ölçeği Gülermak'tan oldukça farklı olsa da BIST taahhüt sektörü için yerli referanstır. | IST: ENKAI |
| Salcef Group | 10,10x | Demiryolu altyapısı, tünel üst yapısı ve elektrifikasyon odaklı bir şirkettir. Morgan Stanley tarafından kontrol primi ödenerek borsadan çekildiği için işlem bazlı referansıdır. | M&A Deal |
| Balfour Beatty | 9,07x | İngiltere ve ABD odaklı, tünel, büyük ulaşım ve raylı sistem elektrifikasyon altyapısında faaliyet gösterir. Bilanço yapısı ve operasyonel benzerlikleriyle Gülermak için rasyonel emsallerden biridir. | LON: BBY |
| Webuild SPA | 2,83x | Küresel ölçekte devasa baraj ve mega altyapı projeleri yürütür. Taahhüt portföyü kısmen benzese de emsallerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir | BIT: WBD |
| STRABAG | 3,95x | Avrupa genelinde dikey entegre yol ve bina inşaatları yapar. Rus ortaklık yapısı ve beraberindeki uluslararası yaptırım/hukuk krizleri nedeniyle piyasada jeopolitik iskonto görmektedir. | VIE: STR |

Kaynak: Bloomberg. Cari çarpanlar değişkenlik gösterebilir.

Gülermak'ın güncel FD/FAVÖK çarpanı olan **~9x**, tablodaki referans şirketlerin etrafında kısmen iskontolu görünmektedir (**Medyan: 9,58x**). Bu şirketlerin ölçeği, operasyonel farklılıkları ve piyasa koşulları doğrultusunda Gülermak için göreceli FD/FAVÖK çarpanını 9,0x olarak belirledik.

| Özet Göreceli Değerleme (EUR mn) | |
|----------------------------------|-------------|
| FAVÖK | 136 |
| FD/FAVÖK | 9,0 |
| Firma Değeri | 1220 |
| Net Nakit | 103 |
| Özsermaye Değeri | 1323 |

Tablodaki net nakit, 1Ç 2026 sonu *düzeltilmiş* bakiyedir. FAVÖK ise 2026 yılsonu tahminidir.

2. İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli

| Simülasyon Değişkenleri ⁷ | Alt/Üst Limit |
|--------------------------------------|----------------|
| Kapanış Backlog CAGR | [5% - 15%] |
| WACC | [8,5% - 10,5%] |
| Terminal büyüme | [1,5% - 3,5%] |
| Backlog eritme hızı | [18% - 22%] |

Modelde kullanılan kapanış backlog yıllık bileşik büyüme oranını (CAGR), ilk sayfalarda belirttiğimiz küresel raylı sistem pazarı YBBO beklentisinin üstünde (%4,6) olup şirketin ihale stratejileri ile tutarlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek pazar büyümesi beklenebilir.

Reel GSYİH Büyümesi Tahmini (Yıllık, %)

| Ülke | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|----------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Türkiye | 3,6 | ↓ 3,4 | ↑ 3,5 | ↑ 3,8 | ↑ 4,0 | ⇒ 4,0 |
| Polonya | 3,6 | ↓ 3,3 | ↓ 2,4 | ↑ 2,6 | ⇒ 2,6 | ↓ 2,5 |
| Romanya | 0,7 | ⇒ 0,7 | ↑ 2,5 | ↑ 2,7 | ↑ 2,9 | ↑ 3,1 |
| Sırbistan | 2,0 | ↑ 2,8 | ↑ 3,5 | ⇒ 3,5 | ⇒ 3,5 | ⇒ 3,5 |
| K. Makedonya | 3,5 | ↓ 3,1 | ↓ 3,0 | ⇒ 3,0 | ⇒ 3,0 | ⇒ 3,0 |
| Gelişmekte Olan Piyasalar | 4,4 | ↓ 3,9 | ↑ 4,2 | ⇒ 4,2 | ↓ 4,1 | ↓ 4,0 |

Kaynak: IMF World Economic Outlook, 2026

Gülermak'ın faaliyet coğrafyalarının uzun dönem ağırlıklandırılmış reel GDP büyümeleri (~%3,0) ile ECB uzun dönem enflasyon hedefinin toplamı ~%5,0 nominal büyüme, teorik tavadır. Olgunlaşan backlog dinamikleri, ihale döngüsü riski ve **model hassasiyeti** nedeniyle terminal büyüme için muhafazakar davranıyoruz. Baz senaryo için uzun dönem EUR enflasyon hedefinin biraz üstünde, %2,5 benimsenmiş; duyarlılık analizinde %1,5–%3,5 aralığı test edilmiştir.

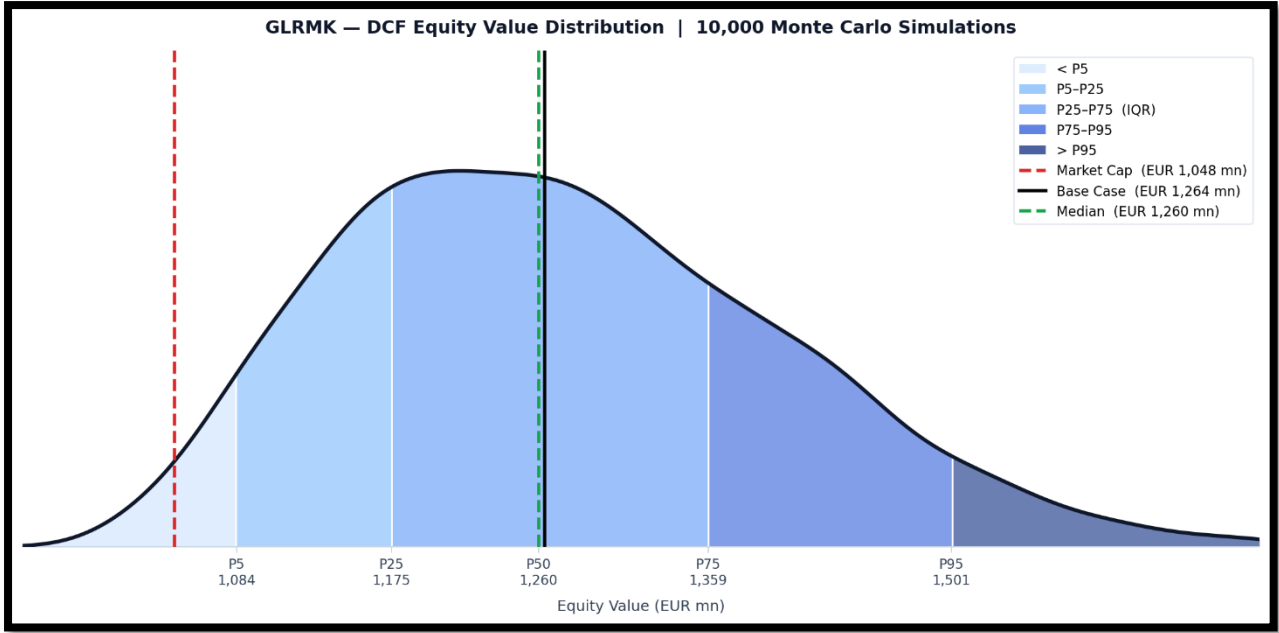
Modelin Kısıtlamaları

Simülasyonumuzda değişkenler, birbirinden bağımsız örneklenmiştir. Bunu, değişkenlerin alt/üst limitlerini birbirine yakınlaştırarak telafi etmek istedik. Diğer bir kısıtlama terminal değerinin toplam değerdeki ağırlığıdır. Şirketin kısa vadeli büyüme hedefleri ve backlog tutarlarında kısıtlı büyüme olması, nakit akışlarının toplam değerdeki ağırlığını azaltmaktadır.⁸ Bu sebepten ötürü backlog büyümesi ya da FAVÖK marjı, değerlendirme sonucunda görece az etkiye sahiptir. **Bu kısıtlamalara rağmen; güncel piyasa değerinin aşağıdaki simülasyon sonuçlarına göre düşük kaldığına dikkat çekmek istiyoruz.**

⁷ Baz senaryoda kullanılan sayılar, bu limitlerin orta noktasıdır.

⁸ Klasik bir DCF modelinde, birkaç yıllık büyüme hikayesinin ardından normalleşme eğilimi gösteren bir terminal değer olur, bu yüzden terminal değerinin ağırlığı daha azdır. Burada tam tersi bir senaryo vardır.

Simülasyon Sonucu



Yorum: DCF modeli için yaptığımız 10,000 senaryolu Monte Carlo simülasyonunun sonucuna göre, baz senaryodan elde edilen içsel değer (siyah) ile simülasyon medyanı (yeşil) birbirine çok yakın çıkmıştır. Her ikisi de ~1,26 milyar EUR seviyesindedir.

Piyasa Neyi Fiyatlıyor?

Değer dağılımının en kötü %5'lik dilimi (P5) 1.084 mn EUR'nun altına karşılık gelmektedir; bu senaryo için girilen değişkenler, şirketin yeterince yeni iş kazanmadığı, mevcut projelerini yavaş teslim ettiği bir daralma senaryosunu tanımlamaktadır; ayrıca iskonto oranı ve terminal büyüme oranı için de oldukça muhafazakar limitler vardır. Mevcut piyasa değeri olan 1.048 mn EUR bu eşiğin altında seyretmekte, **dolayısıyla piyasanın güncel olarak Gülermak'ın daralma senaryosunu fiyatladığına işaret etmektedir.**

Dağılımın iyimser ucunda ise %95'lik eşik (P95) 1.501 mn EUR'ya karşılık gelmekte olup teorik simülasyon tavanı yerine bu değeri iyimser senaryo olarak referans alıyoruz. Bu değer şirketin kısmen yüksek büyüme ivmesine sahip olduğu, eritme hızının normal seyrettiği ve backlog büyümesinin kısmen iyimser olduğu bir senaryoya karşılık gelmektedir. Şirketin değerlemesi için yukarıda belirttiğimiz orta noktaları kullanıyoruz.

Özetle;

- Kötümser Senaryo: 1.084 mn EUR
 - Baz Senaryo: 1.264 mn EUR
 - İyimser Senaryo: 1.501 mn EUR
- olup, piyasa Gülermak için kötümser senaryoyu fiyatlamaktadır.

Aşağıdaki tablolar baz senaryonun sonuçlarıdır;

| Backlog Köprüsü (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 | 904 | 1.474 | 1.621 | 1.783 | 1.961 | 2.157 |
| Kapanış Backlog | 4.912 | 5.403 | 5.944 | 6.538 | 7.192 | 7.911 |

| DCF modeli (mn EUR) | 2025 | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Hasılat | 903 | 982 | 1.081 | 1.189 | 1.308 | 1.438 |
| FAVÖK | 121 | 136 | 153 | 172 | 190 | 209 |
| FAVÖK marjı | 13,4% | 13,8% | 14,2% | 14,5% | 14,5% | 14,5% |
| Serbest Nakit Akışı | 45 | 67 | 65 | 74 | 81 | 89 |

3. Sonuç

| Bugünkü Değer | |
|---------------------------------------|--------------|
| Baz Senaryo DCF Değeri | 1.264 |
| Göreceli Değer | 1.323 |
| İçsel Değer, Ortalama (EUR mn) | 1.293 |

| 12 Aylık Hedef Fiyat | |
|----------------------------------|---------------|
| İçsel Değer (1 Yıl İleri) | 1.416 |
| Forward EUR/TRY | 65,06 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat (TL) | 285,50 |
| Getiri Potansiyeli | %63,42 |

DCF değeri ile göreceli değer birbirine yakın olması dikkate değerdir. Gülermak, bulduğumuz EUR hedef fiyata göre ~%35 yükseliş potansiyeli sunmaktadır. Bunu TL bazlı hedef fiyata çevirdiğimizde;

- Gülermak için 12 aylık hedef fiyatımız **285,50 TL**'dir.
- Güncel hisse fiyatı olan 174,70 TL itibarıyla **getiri potansiyeli %63,4'tür**.
- Bu sonuçlar doğrultusunda, **GLRMK için Endeks Üzeri Getiri** önerisinde bulunuyoruz.

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 yayımlandıktan 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 zararla 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.