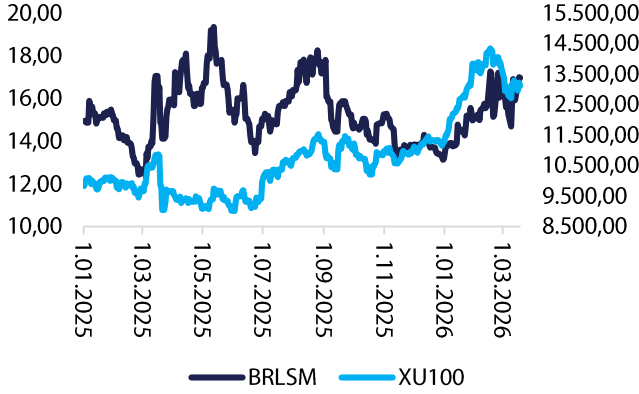


Son Fiyat	16,96
Piyasa Değeri (mln TL)	3.799
Piyasa Değeri (mln \$)	86
FD/FAVÖK	10,91
PD/DD	2,29
Hisse Sayısı (mln lot)	224
FDPO (%)	48,16
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	61



ORTAKLIK YAPISI	%
İdris Çakır	25,89
Mesut Altan	25,89
Diğer	48,22

BRLSM	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-0,24	5,67	2,60
Getiri (\$)	-0,27	4,55	-14,86
Getiri (XU100-Rölatif)	0,54	13,70	-18,81

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	39,88	10,43
Brüt Kar Marjı (Ç%)	26,08	16,03
FAVÖK Marjı (Y%)	19,99	9,26
FAVÖK Marjı (Ç%)	8,58	5,59
Net Kar Marjı (Y%)	11,09	-4,29
Net Kar Marjı (Ç%)	-0,28	-9,97
Net Borç (mln TL)	667,24	925,76
İşletme Sermayesi (mln TL)	1.885,09	1.740,46
Cari Oran	1,56	1,25
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-969,91	19,15
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	2,76	10,68
Brüt Kar Büyüme (Y%)	-43,52	-66,08
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	486,76	-66,08
FAVÖK Büyüme (Y%)	177,16	-58,82
FAVÖK Büyüme (Ç%)	-59,12	-77,85

Birleşim Mühendislik - Olumsuz

Hak ediş maliyetlerinin açıkça yansımaları

Birleşim Mühendislik, 2025 4.çeyrekte 1,66 milyar TL hasılat, 85 milyon TL FAVÖK, 177 milyon TL net zarar ile tahminlerimize paralel sonuçlar paylaştı. (Piyasa Beklentisi:Yok/Pusula Yatırım:1,3 milyar TL hasılat, 100 milyon TL FAVÖK, 170 milyon TL net kar)

Sektörde neler oluyor? Elektromekanik taahhüt sektörü, inşaat sektörünün nabzını tutan en kritik faaliyet alanlarından biri olmaya devam etmektedir. 6 Şubat depremleri sonrasında kentsel dönüşüm ve yeni konut projeleri devam etmiş; buna bağlı olarak hastane, okul ve kamu altyapılarının yenilenmesi sektör için önemli bir iş alanı oluşturmuştur. **Bununla birlikte özel sektör yatırımlarında belirgin bir yavaşlama yaşanmış, ertelenebilir projelerin önemli bölümü ötelemeye alınmıştır. Son dönemde maliyet kompozisyonundaki yapısal değişim daha belirginleşmiş, işçilik maliyetleri hızla artmış ve malzeme ile işçilik dağılımı neredeyse dengelenmiştir. İşveren üzerindeki sosyal güvenlik yükleri ve nitelikli personel arzındaki daralma; sektörün temel sorunlarından biri haline gelmiştir.** Finansmana erişimde yaşanan zorluklar ve sıkı para politikası uygulamaları, sektörde rekabeti belirgin biçimde artırmıştır. İş hacminin daraldığı ortamda birçok firma nakit akışı baskısıyla karşı karşıya kalmış, bazı firmalar küçülmek ya da iş gücünü azaltmak zorunda kalmıştır. **Orta ölçekli firmalar finansman ve nakit akışı baskısıyla zorlanırken, faaliyetlerini sürdürebilen yapılar daha çok ölçek avantajına ve güçlü bilançoya sahip şirketler ile daha küçük, esnek firmalar olmuştur.** Enerji verimliliği, dijitalleşme ve sürdürülebilirlik ekseninde gelişen yeni ihtiyaçlar, sektörümüzün çözüm üretme kapasitesini daha da görünür kılmaktadır. Hastane, endüstriyel tesis, ticari yapılar ve konut projelerine yönelik talepler, **nitelikli teknik bilgi ve uzmanlık gerektiren hizmetlere olan ihtiyacı belirgin şekilde artırmaktadır.** Mevcut konjonktürde, dijitalleşme ve yapay zeka uygulamalarının hızlı yükselişi, veri ihtiyacının katlanarak artması, veri merkezi yatırımlarının önemli bir gelişim odağı haline gelmesini sağlamıştır. **Önümüzdeki dönemde bu alandaki yatırımların artarak devam etmesi beklenmektedir.**

İş portföyü tarihi zirvelere ulaştı. 2026 yılına girerken Pegasus Hangar ve Uçak Boyama Teisleri, Yüksek Güvenlikli Proje, Ankara Adalet Sarayı, Data Center gibi yüksek standartlı projelerle birlikte gelir kalitesi sürdürülebilir hale getirilmesi amaçlandı. **İş portföyü tutar ve gelişim anlamında tarihin en yüksek tutarına ulaşarak 1 yıldan daha uzun operasyonel sürdürülebilirliği sağlayabilecektir.** Yurtdışı tarafında jeopolitik gerginlik çerçevesi ile artık şirket temkinli yaklaşmayı planlıyor. 2025 yılında hasılatla oranla %101,11 oranında iş ilişkisi imzalanırken 2026 yılında ise hasılatla oranla yıl yeni başlarken 1,35 milyar TL'lik iş ilişkisi ile %28,95 oranında iş ilişkisi sözleşmesi imzalandı. Gerginlik çerçevesi dengelenip makro çerçeve iyileştikçe burada taleplerin birikimli şekilde artması beklenebilir.

Gelir büyümesinde problem yok ancak operasyonel çerçeve maliyet artışlarından olumsuz etkileniyor. Gelirler 2025 yılında %11 daralma ile 4,68 milyar TL'ye düşerken 4.çeyrekte ise hak edişlerle birlikte %37,45 artışla 1,66 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel tarafta hak ediş maliyetlerinde yaşanan artışla FAVÖK 2025 yılında %59 düşüşle 432,9 milyon TL; 4.çeyrekte %80 düşüşle 85 milyon TL oldu. Marjlar özelinde ise gözle görülür gerilemeyle 1073 baz puan düşüşle %9,26'ya geriledi. %10 altı kalıcılığı olumsuz buluyoruz.

Net nakitte kalımı önemsiyoruz. Karmaşa bakımından net borç yıldan yıla %50 artarken net borç/FAVÖK 2,14'e ulaştı. Bu doğrultuda net nakitte kalmasını olumlu karşılasak dahi net borç varlığı artışının yakından izlenmesi gerektiğini değerlendiriyoruz. İlaveten iş yükü büyüklüğünün realizasyon süresinin maliyetlerin arkasında kalması olumsuz etki birikimini artırıyor.

BRLSM nezdinde finansalları olumsuz bulurken geleceğe yönelik görece temkinli iyimser duruşumuzu korumaya ve önemsemeye devam ediyoruz. Dezenflasyon ortamı devam ettikçe ve küresel gerginlik dengelendikçe iş ilişkilerinin reel karlılığa yansısı beklenebilir.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/53 34394
Şişli/İstanbul