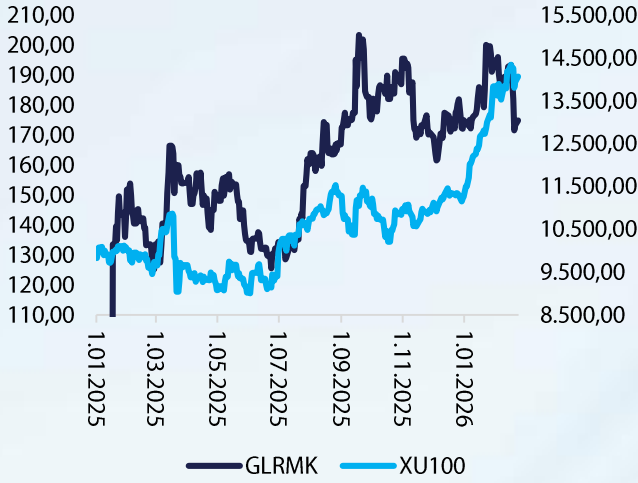


Son Fiyat	174,90
Piyasa Değeri (mİn TL)	56.423
Piyasa Değeri (mİn \$)	1.291
HEDEF FİYAT	320,00
TAVSİYE	AL
POTANSİYEL	82,96%
F/K	14,86
FD/FAVÖK	10,69
PD/DD	3,44
Hisse Sayısı (mİn lot)	323
FDPO (%)	12,01
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	735



ORTAKLIK YAPISI	%
Gülermak Emlak Yapı	59,83
Gülermak Turizm	28,16
Diğeri	12,01

GLRMK	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	0,92	-11,93	31,01
Getiri (\$)	0,93	-12,87	8,70
Getiri (XU100-Rölatif)	0,01	-20,16	-15,43

Gülermak Ağır Sanayi – 320 TL – AL

Taahhüt sektöründe bir tecrübe

Taahhüt sektöründe bir tecrübe olarak karşımıza çıkıyor. Gülermak, temelleri 1958 yılında atılan ve başlangıçta küçük bir şahıs şirketi olarak faaliyetlerine başlayan köklü bir kuruluştur. 1976 yılında anonim şirket yapısına kavuşan firma, zamanla Türkiye'nin önde gelen ağır sanayi ve inşaat taahhüt şirketlerinden biri haline gelmiş, günümüzde ise 67 yıllık deneyimiyle küresel ölçekte projeler yürüten dev bir yapıya dönüşmüştür. Şirketin ana uzmanlık alanı, özellikle metro, tramvay, demiryolu ve tünel inşaatları gibi raylı ulaşım sistemleridir. Mühendislik News-Record (ENR) listelerinde "Toplu Taşıma ve Demiryolu" alanında dünyanın en büyük 13. müteahhidi olarak sıralanan Gülermak, bu alandaki teknik yetkinliğini 1.500 km'den fazla tamamlanmış demiryolu/hafif raylı sistem ve 300 km'yi aşkın tünel inşaatı ile kanıtlamıştır

Backlog iştahını takip etmekte fayda var. Finansal büyüklük açısından bakıldığında, şirket 2025 yılı itibarıyla 4,71 milyar avro büyüklüğünde bir backlog portföyüne sahiptir. Bu backlog çözünme çerçevesi önümüzdeki dönemde güçlü FAVÖK ve gelir elde edinimine neden olabilecektir.

Yurt dışı operasyonları geleceğe ışık saçıyor. Şirketin operasyonları Türkiye sınırlarını aşarak geniş bir uluslararası coğrafyaya yayılmıştır. Polonya, Romanya, Hindistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Filipinler ve İskandinav ülkeleri gibi pek çok bölgede aktif olan şirket, operasyonlarını Batı (Polonya merkezli) ve Doğu (diğer yurtdışı ülkeler) olmak üzere gruplandırarak yönetmektedir. Şirketin gelirlerinin ve backlog'unun önemli bir kısmı döviz bazlı yurtdışı projelerinden gelmektedir.

Projelerin hepsi birer "imza projesi". Yurtiçinde imza attığı projeler arasında İstanbul, Ankara ve İzmir'deki kritik metro hatları öne çıkmaktadır. İstanbul'da Haliç Metro Geçiş Köprüsü, Mecidiyeköy-Mahmutbey Metro Hattı, Sabiha Gökçen Metrosu; Ankara'da Yüksek Hızlı Tren Gar Kompleksi gibi simge yapılar şirket tarafından inşa edilmiştir. Ayrıca devam eden projeler arasında İzmir Buca Metrosu ve İstanbul Halkalı-Ispartakule demiryolu gibi stratejik hatlar bulunmaktadır. **Yurtdışındaki başarıları** ise şirketin küresel marka değerini oluşturmaktadır. Varşova Metrosu'nun 2. Hattı, Dubai Expo 2020 Metrosu ve Polonya'daki S2 Otoyolu tüneli gibi prestijli projeleri başarıyla tamamlamıştır. Halihazırda Romanya'da Cluj Metrosu, Polonya'da Krakow otoyol projeleri ve Hindistan'da çeşitli metro hatları gibi büyük ölçekli işleri yürütmeye devam etmektedir. **Yapılan her bir proje imza projesi olarak karşımıza çıkmaya devam etmektedir.**

Yenilenebilir enerji yatırımlarını takip ediyoruz. Şirket, büyüme stratejisini sadece inşaatla sınırlı tutmayıp yenilenebilir enerji alanına da taşımıştır. 2025 yılı itibarıyla güneş enerjisi yatırımlarını 300 MW kurulu güce çıkarmayı hedefleyen şirket, İngiltere'de enerji depolama alanında faaliyet gösteren Corshellach Energy Storage Ltd. şirketini satın alarak enerji portföyünü çeşitlendirmiştir.

2025 gayet başarılı geçti. 2025 yılı, şirket için yeni proje kazanımları açısından oldukça verimli geçmiştir. Ankara Natoyolu-Dikimevi Metrosu, Polonya S19 Otoyolu ve Sırbistan ile Polonya'daki çeşitli demiryolu modernizasyon ihaleleri kazanılmış ve sözleşmelere bağlanmıştır. Bu yeni projeler, şirketin elindeki iş hacmini ve gelecekteki gelir akışını güvence altına almaktadır.

Şirket nezdinde fırsatlar ön plana çıkıyor. Fırsatlara kısaca bakmak gerekirse i) Küresel İnşaat Sektörünün Büyüme İştahı, ii) AB ve Polonya Altyapı Yatırımları, iii) Yenilenebilir Enerji Yatırımları, iv) Türkiye'nin 2053 Demiryolu Hedefi, v) YHT Trafiği Artışı, vi) Hindistan Altyapı Pazarı, vii) Güçlü Backlog, viii) Yeni Coğrafyalara Açılma Stratejisi, ix) 2025 yılı kazanımları, x) Romanya Altyapı Büyüme İştahı fırsat olarak karşımıza çıkarken i) Coğrafi Yoğunlaşma Riski, ii) Maliyet Artışları, iii) Döviz Kuru Dalgalanmaları riskler olarak görülmektedir. Fırsatların daha belirgin olduğu bir yapı takip ediyoruz.

4.çeyreğe beklentimiz net: 22,35 milyar TL hasılat, 3,58 milyar TL FAVÖK ve 450 milyon TL net kar bekliyoruz. VUK-TFRS endişeleriyle net kar tarafında karmaşa beklenebilir. Operasyonel tarafta hiçbir problem beklememekle birlikte yukarı yönlü potansiyel var olmaktadır. Önümüzdeki dönemde iş ilişkileri realize oldukça güçlü gelir elde ediminin devamını bekliyoruz.

Ortalama %12,67 FAVÖK marjı bekliyoruz. 2025-2040 arasında ortalama %12,67 FAVÖK marjı üzerinden FTR'ye uyumlu çerçevede bileşik 4,36 milyar avro backlog beklentimiz mevcuttur.

Şirket; 23.000'den fazla çalışanı, güçlü makine parkı (40'tan fazla TBM), uluslararası ortaklık kültürü ve mühendislik birikimiyle hem Türkiye'nin hem de dünyanın sayılı altyapı taahhüt şirketlerinden biridir. Vizyoner yönetim kadrosu ile raylı sistemler ve altyapı projelerinde "anahtar teslim" çözümler sunarak büyümeye devam etmektedir.

GLRMK nezdinde bu veriler çerçevesinde 6,2 avro hedef fiyat üzerinden güncel kur ile 320 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. 320 TL hedef fiyat ile AL tavsiyesini başlatıyoruz.

Detaylarına bir sonraki sayfadan itibaren erişebilirsiniz.

FIRSATLAR VE RİSKLER

Fırsatlara bakacak olursak:

- 1- **Küresel İnşaat Sektörünün Büyümesi:** Küresel inşaat sektörü büyüklüğünün 2030 yılında 9,7 trilyon dolardan 15,5 trilyon dolara ulaşmasının öngörülmesi, şirket için büyük bir pazar potansiyeli yaratmaktadır .
- 2- **Avrupa Birliği ve Polonya Altyapı Yatırımları:** Polonya Devleti'nin 10 yıl içinde otoyol ve demiryolları için 80 milyar Euro bütçe ayırması ve AB fonları, şirketin güçlü olduğu bu pazarda yeni iş fırsatları sunmaktadır .
- 3- **Yenilenebilir Enerji Yatırımları:** Şirketin güneş enerjisi yatırımlarını 300 MW kurulu güce çıkarmayı planlaması ve İngiltere'de enerji depolama şirketi (Corshellach Energy Storage Ltd.) satın alması, gelir çeşitliliği sağlamaktadır .
- 4- **Türkiye'nin 2053 Demiryolu Hedefleri:** Türkiye'nin demiryolu ağını 2053 yılına kadar 28.600 km'ye çıkarma hedefi, raylı sistemlerde uzmanlaşmış şirket için uzun vadeli iş potansiyeli oluşturmaktadır .
- 5- **Yüksek Hızlı Tren Trafiği Artışı:** Avrupa Komisyonu'nun Yüksek Hızlı Tren trafiğini 2030'a kadar iki, 2050'ye kadar üç katına çıkarma hedefi, şirketin Avrupa'daki raylı sistem projeleri için fırsattır .
- 6- **Hindistan Altyapı Pazarı:** Hindistan hükümetinin 2024 yılında altyapı projelerine 59 milyar USD ayırması ve GSYH'nin %3,3'ünü bu sektöre planlaması, şirketin Doğu grubu operasyonları için büyüme alanıdır .
- 7- **Güçlü Backlog:** Şirketin elinde 4,7 milyar Euro tutarında devam eden backlogbulunması, gelecekteki nakit akışını ve gelirlerini büyük ölçüde güvence altına almaktadır .
- 8- **Yeni Coğrafyalara Açılma Stratejisi:** Mevcut pazarların yanı sıra Doğu Avrupa, Orta Doğu, Orta Avrupa ve Orta Asya pazarlarında büyüme hedefi, pazar riskini dağıtma fırsatı sunmaktadır .
- 9- **2025 Yılı Yeni İhale Kazanımları:** Ankara Natoyolu-Dikimevi Metrosu ve Polonya S19 Otoyolu gibi büyük projelerin sözleşmelerinin 2025'te imzalanmış olması, yakın vadeli ciro büyümesini destekleyecektir .
- 10- **Romanya Altyapı Büyümesi:** Romanya hükümetinin altyapı sektörünün 2025 ve 2026 yıllarında %9 büyüyeceğini öngörmesi, şirketin bu ülkedeki varlığı için (Bükreş ve Cluj Metrosu gibi) avantajdır .

Riskleri inceleyecek olursak:

- 1- **Coğrafi Yoğunlaşma Riski:** Şirketin backlog'unun %51,4'ünün Türkiye'de, %35,3'ünün ise Polonya'da olması, bu iki ülkedeki siyasi veya ekonomik istikrarsızlıklara karşı şirketi hassas hale getirmektedir .
- 2- **Döviz Kuru Dalgalanmaları:** Gelirlerin TL, EUR, PLN (Polonya Zlotisi), INR (Hindistan Rupisi) ve RON (Romen Leyi) gibi farklı para birimlerinden oluşması, kurlardaki değişimlerin karlılığı etkileme riskini doğurmaktadır .
- 3- **Maliyet Artışları:** İşgücü, emtia ve diğer gelişmeler çerçevesinde artabilecek maliyetler doğal olarak şirketin faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.

DEĞERLEME

GLRMK	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Hasılat	1.056.000.000	1.350.000.000	1.316.000.000	1.353.430.000	1.374.300.000	1.420.730.000
Backlog	4.800.000.000	5.000.000.000	4.700.000.000	4.667.000.000	4.581.000.000	4.583.000.000
FAVÖK Marjı	12,90%	12,30%	12,35%	12,40%	12,45%	12,50%
FAVÖK	136.224.000	166.050.000	162.526.000	167.825.320	171.100.350	177.591.250
İskonto Oranı	0,95	0,90	0,85	0,81	0,77	0,73
Artık Gelirin Bugünkü Değeri	64.622.391	149.471.247	138.803.691	135.986.263	131.536.973	129.532.247

GLRMK	2031	2032	2033	2034	2035
Hasılat	1.422.720.000	1.451.010.000	1.428.000.000	1.575.000.000	1.566.000.000
Backlog	4.446.000.000	4.397.000.000	4.200.000.000	4.500.000.000	4.350.000.000
FAVÖK Marjı	12,55%	12,60%	12,65%	12,70%	12,80%
FAVÖK	178.551.360	182.827.260	180.642.000	200.025.000	200.448.000
İskonto Oranı	0,69	0,66	0,62	0,59	0,56
Artık Gelirin Bugünkü Değeri	123.560.281	120.037.257	112.526.092	118.216.520	112.397.075

GLRMK	2036	2037	2038	2039	2040
Hasılat	1.480.000.000	1.710.000.000	1.696.500.000	1.400.000.000	1.332.500.000
Backlog	4.000.000.000	4.500.000.000	4.350.000.000	3.500.000.000	3.250.000.000
FAVÖK Marjı	12,85%	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%
FAVÖK	190.180.000	220.590.000	218.848.500	180.600.000	171.892.500
İskonto Oranı	0,53	0,50	0,48	0,45	0,43
Artık Gelirin Bugünkü Değeri	101.176.002	111.341.708	104.803.316	82.055.668	74.098.114

Güncel FAVÖK	93.427.169
Artık Gelirlerin Bugünkü Değeri (2025-2040)	1.810.164.843
Hedef Piyasa Değeri	1.903.592.012
TD Çarpanı	1,0500
%	5
Terminal Değer	1.998.771.614
Ödenmiş Sermaye (lot)	322.600.000
Hedef Fiyat (EUR)	6,20
Son Kapanış Fiyatı (EUR)	3,39
Potansiyel Getiri	83,01%

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 ve 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: 74A/53 34394
Şişli/İstanbul