

29/07/2025

Yüksek büyüme potansiyeli ile ön planda

Gülermak'ı hisse başına 326,40TL hedef fiyatla ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ile takip ettiğimiz şirketler kapsamına alıyoruz. Gülermak, bugüne kadar dünya çapında 300 kilometrenin üzerinde tünel, 120 yeraltı metro istasyonu ve 1.500 kilometreden fazla demiryolu/yüksek hızlı tren (YHT) hattı projesini gerçekleştirmiştir. Şirket şu ana dek anahtar teslim ve EPC (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) modelindeki metro ve raylı sistemlerdeki deneyimiyle ağırlıklı olarak yurt içi ve yurt dışında 100'den fazla projeyi tamamlayarak teslim etmiştir. Gülermak, 1Ç25 itibarıyla 4,65 milyar Euro backlog (imzalanmış ama henüz hasılatla dönüşmemiş projeler) tutarına sahiptir. 1Ç25'te satışların %63'ü metro, hafif raylı sistem ve tramvay projelerinden sağlanırken, demiryolu projelerinin katkısı %11, otoyol projelerinin katkısı ise %24 seviyesinde gerçekleşmiştir. Çeşitlendirilmiş bir proje portföyüne sahip olan şirketin 2025 yılı satışlarının yıllık %34 artışla 1,3 milyar EUR'ya, 2026'da ise %13 artışla 1,4 milyar EUR'ya yükselmesini bekliyoruz. Net karın 2025 yılında 160 milyon EUR'ya, 2026 yılında ise %11 artışla 183 milyon EUR'ya ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin mevcut değerlemesini 2026 tahmini 5,9x Fiyat/Kazanç, 5,1x Firma Değeri/FAVÖK ve 1,9x Fiyat/Defter Değeri oranı ile cazip buluyoruz. 2025-2026 döneminde ortalama %46 özkaynak getirisi öngördüğümüz Gülermak'ın içsel sermaye yaratım potansiyelinin henüz yeterince fiyatlanmadığını düşünüyoruz.

Operasyonel karlılık yükseliş trendinde ilerliyor.

Şirketin yılbaşından beri yaptığı sözleşmeler toplamı 43,3 milyar TL'ye ulaşmış olup şirketin 2024 yılı hasılatının yaklaşık %114'üne denk gelmektedir. Mevcut backlog'un %76'sını oluşturan metro ve hafif raylı sistemlerin FAVÖK artışında öncü rol oynayacağını düşünüyoruz. FAVÖK'ün 2025 yılında 164 milyon EUR'ya 2026 yılında ise 183 milyon EUR'ya ulaşmasını beklerken FAVÖK marjının 2025 yılında %13,1'e yükseleceğini öngörüyoruz. Uzun vadeli (2025-32) FAVÖK marjının ortalama %13,5 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Net nakdin VAFÖK'e oranının yükselmesini bekliyoruz.

Şirketin büyümek için tercihi kendi özkaynakları olup borçluluk seviyesinin düşük tutmaya gayret etmektedir. 1Ç25 itibarıyla 31 milyon EUR (Kamu-Özel İşbirliği kredisi düzeltilmiş 95 milyon EUR) nakit varlığa sahip olan Gülermak için 2025 yılı net nakdin FAVÖK'e oranının 0,5x seviyesinden 2026 yılında 0,8x'e yükselmesini öngörüyoruz. Net işletme sermayesinin satışlara oranını tahmin aralığımızda (2025-2032) ortalama %25,3 olacak şekilde makul bir seviyede öngördük. Serbest nakit marjının ise 2025-2032 yılları arasında ortalama %9,0 olarak gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

GLRMK

Bloomberg/Reuters Kodu	GLRMK TI / GLRMK.IS
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı (TL)	156.90
Hedef Fiyat (TL)	326.40
Yükseliş Potansiyeli	108%

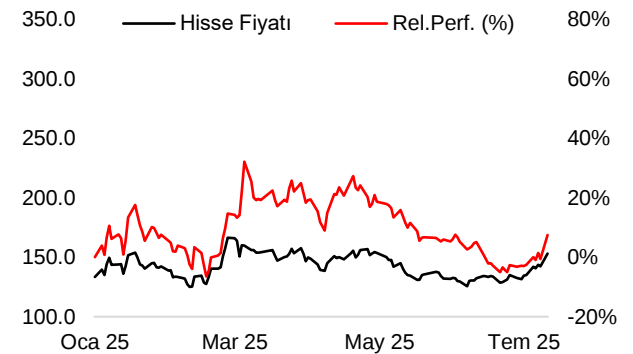
Piyasa Değeri (mn EUR)	1,071
Halka Açıklık (%)	12.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	166.40 / 125.00
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	20.2
Net Borç (mn EUR) - 1Ç25	-31
Firma Değeri (mn EUR)	1,040

Tahminler* (mn EUR)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	720	939	1,255	1,415
% büyüme	18%	30%	34%	13%
FAVÖK	94	121	164	183
% marj	13.1	12.9	13.1	12.9
Net Kar	45	97	160	183
% marj	6.2	10.3	12.7	12.9
Sermaye Getirisi	32%	52%	53%	39%
Temettü	0	0	0	0
% Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Çarpanlar	2023	2024	2025T	2026T
F/K	23.7x	11.0x	6.7x	5.9x
FD/FAVÖK	10.3x	8.4x	6.1x	5.1x
F/DD	7.3x	4.8x	2.8x	1.9x

	1M	3M	12M	YTD
Rel. Getiri	6%	-8%	0%	0%
Mutlak	19%	-8%	0%	0%

* IAS29 uygulanmıştır



OYAK Yatırım Araştırma

Değerleme

EUR bazlı İNA değerlememizde, %11,0 özkaynak maliyeti, %6,5 borçlanma maliyeti ve 1,00 hisse senedi betasına dayanan %9,0 AOSM kullandık. Uç değer büyüme oranı varsayımımız ise %3,5'tir. Tahmin döneminde Şirket'in mevcut backlog tutarı hasıllata dönüşürken aynı zamanda yeni projelerde alacağı ve mevcut backlog seviyesini koruyacağı varsayılmıştır. Hedeflenen yeni projelerin sözleşmelerinin 2025-2032 yılları arasında imzalanıp backlog'a dahil olması hedeflenirken, muhafazakar yaklaşımla 6 yıl içinde tamamlanacağı varsayılarak hasılat öngörüsü yapılmıştır. Şirket'in projelerinin yaklaşık %65'i döviz cinsinden ve büyük kısmı AB ülkelerinde olduğu için değerleme çalışmasında EUR para birimi kullanılmıştır. Sonuç olarak, İNA değerlememiz GÜLERMAK için hisse başına 326,40TL 12 aylık hedef fiyatı işaret ederken %108'lik getiri potansiyeline karşılık gelmektedir.

Tablo 1: GÜLERMAK İNA Analizi

EUR mn	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	939	1,255	1,415	1,245	1,257	1,320	1,399	1,525	1,647
Yıllık büyüme	30%	34%	13%	-12%	1%	5%	6%	9%	8%
Brüt Kar	109	153	175	157	161	172	185	204	224
Yıllık büyüme	44%	41%	15%	-11%	3%	7%	8%	11%	10%
Brüt kar marjı	11.6%	12.2%	12.4%	12.6%	12.8%	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%
EBIT	96	137	154	138	142	152	164	182	199
Yıllık büyüme	40%	43%	12%	-10%	3%	7%	8%	11%	10%
FVÖK marjı	10.2%	11.0%	10.9%	11.1%	11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	12.1%
FAVÖK	121	164	183	165	169	180	193	211	230
Yıllık büyüme	29%	35%	11%	-10%	3%	6%	7%	10%	9%
FAVÖK marjı	12.9%	13.1%	12.9%	13.2%	13.5%	13.6%	13.8%	13.9%	14.0%
Net İşletme Sermayesi	358	389	374	330	297	312	331	361	390
İşletme Sermayesi Değişimi	250	31	-15	-44	-33	15	19	30	29
Satışlara oranı	38.1%	31.0%	26.4%	26.5%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.7%
Yatırım Harcamaları	19	25	28	25	25	26	28	30	33
Satışlara oranı	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Vergi	19	27	31	28	28	30	33	36	40
Serbest nakit akışı	-167	81	139	156	149	108	113	115	128
Yıllık büyüme	-	-	72%	13%	-5%	-27%	4%	2%	11%
Serbest nakit akışı marjı	-17.8%	6.4%	9.8%	12.6%	11.8%	8.2%	8.1%	7.5%	7.8%
AOSM	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
İskonto faktörü	1.00	0.92	0.85	0.78	0.71	0.66	0.60	0.56	0.51
Serbest nakit akışının bugünkü değeri	-167	74	117	121	106	71	68	64	65
Serbest nakit akışı - Bugünkü değer toplamı	688								
Uç değer bugünkü değeri	1,288								
Firma değeri	1,977								
Net borç (1Ç25)	-31								
Öz sermaye değeri	2,008								
Azınlık Payları	0								
Hisse adeti (mn)	323								
Hesaplanan değer	6.22								
12 aylık hedef fiyat (EUR)	6.91								
12 aylık hedef fiyat (TL)	326.40								
Cari hisse fiyatı (TL)	156.90								
Yükselme potansiyeli	108%								
						AOSM		8.8%	
						Borçlanma maliyeti		6.5%	
						Özkaynak maliyeti		11.0%	
						Risksiz getiri oranı		6.0%	
						Hisse risk primi		5.0%	
						Hisse beta		1.00	
						Borçların ağırlığı		45%	
						Özkaynak ağırlığı		55%	
						Uç değer oranı		3.5%	
						Uç değer		2,524	

*2023 yılı ve sonrası için enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Riskler

- Şirketin teklif verdiği veya ön yeterlilik aldığı projelere ilişkin gelişmeler değerlemeyi etkilemektedir. Backlog'un hasılatla dönüşüm zamanı operasyonel karlılık tahminlerimizi etkilediğinden değerlemeyi etkilemektedir.
- Tüm müşterilerin kamu kurumlarından oluşması, kamu harcama ve bütçe limitlerine bağlı olunması, kamu ihalelerinin rekabete açık olması ve işlerin devamı için açılan ihalelerin kazanılmasında potansiyel zorluk yaşanması şirketin finansallarını olumsuz etkileyebilir.
- TL bazlı sözleşmelerin Şirket'in bakiye sipariş büyüklüğündeki payının artması, beklenenin altında yeni sözleşme edinimi ile TL'de beklenenin üzerinde reel değerlenme Şirket için temel aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Ancak sözleşmelerde mevcut olan fiyat farkı mekanizması sebebiyle bu riski minimum olarak değerlendiriyoruz.
- Yurt dışından beklenenin üzerinde yeni iş alımı ile avans tahsilatlarının hızlanması değerlememiz için yukarı yönlü risklerdir.
- Şirket'in projelerinin yaklaşık %65'i döviz cinsinden ve büyük kısmı AB ülkelerinde olduğu için EUR/USD paritesindeki değişim hasılat tahminlerimizi ve değerlememizi etkileyebilir. Bu bağlamda, FED'in faiz indirimi şirket için yukarı yönlü risklerdendir.
- Risksiz faiz oranındaki değişim değerlemeyi etkilemektedir. Risksiz faiz oranındaki her 1 puanlık değişim değerlememizi %9 oranında etkilemektedir.

Şirket Profili

1958 yılında Ankara'da kurulan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ("Gülermak" ya da "Şirket"), mühendislik, tedarik ve inşaat (EPC) modeliyle gerçekleştirdiği büyük ölçekli altyapı projeleriyle hem yurt içinde hem de uluslararası pazarda güçlü bir konuma ulaşmış bir mühendislik ve inşaat şirkettir. 1958'den bu yana köklü bir geçmişe sahip olan Şirket, yerel ve uluslararası pazarda birçok ulaşım, altyapı ve endüstriyel projeyi üstlenmiş, özellikle son 25 yılda ulaşım sektöründe bir yoğunlaşma göstermiştir.

Şirket, bugüne kadar 300 kilometrenin üzerinde tünel, 120 yeraltı metro istasyonu ve 1.500 kilometreden fazla demiryolu ile yüksek hızlı tren (YHT) hattı inşa etmiştir. Ayrıca 40'tan fazla tünel delme makinesinin (TBM) kullanımı ve işletilmesi süreçlerini başarıyla yönetmiştir. Gülermak, anahtar teslim metro ve raylı sistem projelerindeki yetkinliğiyle dikkat çekmektedir. Bu alandaki deneyimi sayesinde, Türkiye'nin yanı sıra Polonya, İsveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Hindistan gibi ülkelerde toplam 100'ün üzerinde projeyi tamamlamıştır.

Uluslararası müteahhitlik sektöründe EPC projeleri kapsamında yüksek teknik uzmanlığa ve proje yönetim kapasitesine sahip olan şirketin faaliyet alanları tünelcilik, metro inşaatı, yüksek hızlı tren hatları, hafif raylı sistemler ve kent içi ulaşım altyapısı inşaatı gibi çok çeşitli mühendislik disiplinlerini kapsamaktadır. Şirketin geçmişte tamamladığı sanayi projeleri de mevcuttur.

Faaliyet Alanları

Gülermak, faaliyetlerini iki ana segment altında yapılandırmış durumda. Şirketin ana iş kolu, kamuya yönelik büyük ölçekli ulaşım ve altyapı projeleri olurken, ikinci alan olarak uzun vadeli gelir üretme kapasitesine sahip yatırım projeleri geliştirmektedir. Bu yapı, şirketin hem yüklenici (EPC) rolünde uzmanlaşmasına hem de proje sahipliği üzerinden gelir çeşitlendirmesi sağlamasına olanak tanımaktadır.

Ulaşım ve altyapı segmenti, şirketin tüm faaliyetlerinin temelini oluşturmaktadır. Bu çatı altında metro, hafif raylı sistem ve tramvay hatları; demiryolu inşaatları; otoyol, köprü ve viyadük projeleri ile sınırlı sayıdaki endüstriyel, enerji ve çevre projeleri yer alıyor. Şirket, kamu otoriteleri tarafından yürütülen projelerde yüksek teknik yeterlilik ile öne çıkmaktadır. Projelerin tasarım, mühendislik, inşaat ve devreye alma süreçlerinin tamamını üstlenerek anahtar teslim çözüm sunmaktadır.

Gülermak'ın özellikle yer altı ulaşım sistemlerinde uzmanlaştığı görülüyor. Şirket, teknik olarak zorlu zemin koşullarında tam mekanize tünel açımı sağlayan TBM (Tunnel Boring Machine) teknolojisi ile derin tünel projelerinde tercih edilen bir çözüm ortağı haline gelmiş durumdadır. Bu yetkinlik, büyükşehir ulaşım sistemlerinde artan yatırım eğilimiyle birlikte Gülermak'ın rekabet avantajını desteklemektedir.

Segmentlere Göre Faaliyet Alanları

Metro, Hafif Raylı Sistem ve Tramvay Projeleri

Şirket, yer altı ve yer üstü hatlar dahil olmak üzere metro ve hafif raylı sistem projelerini hem iç kaynakları hem de dış hizmet alımı yoluyla tasarlayıp inşa etmektedir. Kent içi ulaşımında sürdürülebilirlik, enerji verimliliği ve çevresel faydalar nedeniyle bu tür projelere kamu yatırımları giderek artıyor. Gülermak, bu projelerdeki teknik kapasitesi ve saha tecrübesi ile öne çıkmaktadır.

Resim 1: İstanbul Otogar-İkitelli Metro



Kaynak: Şirket Sunumları

Resim 2: Varşova Metrosu Hat 2



Kaynak: Şirket Sunumları

Demiryolu Projeleri

Yüksek hızlı tren hatları, bağlantı tünelleri ve diğer yer altı/yer üstü demiryolu projeleri Gülermak'ın bir diğer uzmanlık alanıdır. Şirket, demiryolu hatlarının tasarımı ve yapımında, ülke ölçeğinde karmaşık projeleri hayata geçirebilecek kapasiteye sahiptir.

Resim 3: Ankara Yüksek Hızlı Tren Depo ve Bakım Kompleksi



Kaynak: Şirket Sunumları

Otoyol ve Karayolu Projeleri

Otoyol, köprü, viyadük ve bağlantı yolları inşaatları, Gülermak'ın ulaşım altyapısı segmentinin tamamlayıcı unsurlarını oluşturmaktadır. Büyük ölçekli karayolu projelerinde proje yönetimi, zamanlama ve teknik zorluklara karşı çözüm geliştirme konularında kayda değer bir tecrübe mevcuttur.

Resim 4: Varşova S2 Karayolu



Kaynak: Şirket Sunumları

Resim 5: Haliç Metro Geçiş Köprüsü



Kaynak: Şirket Sunumları

Resim 6: Konya-Karaman Hızlı Tren Demiryolu

Kaynak: Şirket Sunumları

Diğer Projeler (Endüstriyel, Enerji ve Çevre)

Grup, çimento, cam ve şeker fabrikaları gibi endüstriyel tesislerin yanı sıra hidroelektrik ve doğalgaz çevrim santralleri gibi enerji projelerinde de faaliyet göstermektedir. Ayrıca, içme suyu hatları, atık su arıtma sistemleri ve su yapıları gibi çevre projeleri de faaliyet portföyünde yer almaktadır. Bu projeler çoğunlukla kamudan ihale edilen altyapı yatırımları çerçevesinde üstlenilmektedir.

Resim 7: Kargı Hidroelektrik Santrali

Kaynak: Şirket Sunumları

Yatırım Projeleri: İşletme Modeline Geçiş Adımı

Grup, seçili projelerde yalnızca yüklenici değil, aynı zamanda yatırımcı-işletmeci konumunda da bulunuyor. Bu kapsamda, ulaşım sektöründe bir proje için işletme süresi boyunca bakım ve onarım sorumluluğunu da üstlendiği modeller uygulanmaktadır. Bu yapı, daha uzun vadeli ve öngörülebilir nakit akışı sağlayan iş modellerine geçişin ilk örneklerini temsil etmektedir.

Müşteri Profili: Kamu Odaklı Proje Portföyü

Gülermak'ın iş hacmi büyük ölçüde kamu sektöründen gelmektedir. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı başta olmak üzere, belediyeler, bölgesel kamu otoriteleri ve diğer kamu kuruluşları şirketin ana işverenleri konumundadır. Bu yapı, uzun vadeli kamu yatırım planları ile şirket faaliyetleri arasında yüksek korelasyon yaratmaktadır.

Teknik kapasitesi, mühendislik gücü ve proje uygulama performansı ile Gülermak, özellikle ulaşım altyapısı alanında kamuya yönelik büyük ölçekli projelerde güçlü bir EPC oyuncusu olarak konumlanıyor. Geniş proje çeşitliliği ve uzmanlaşmış segmentlerdeki faaliyet yapısı, yatırımcı perspektifinden sürdürülebilir büyüme kapasitesine işaret ediyor.

Gülermak, Küresel Raylı Sistem Projelerinde Gücünü Pekiştiriyor

Metro ve raylı sistem inşaatında uzmanlaşan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş., küresel ölçekte toplu ulaşım altyapısının geliştirilmesine katkı sağlayan projeleriyle dikkat çekiyor. Kentsel dönüşüm ve ulaşım yatırımlarında üstlendiği kritik rol, şirketin sektördeki konumunu daha da güçlendirirken; inşaat mühendisliğe, yeraltı kazılarında modernizasyon çalışmalarına kadar geniş bir faaliyet alanı üzerinde uzmanlık geliştirildiği görülüyor.

İnşaat sektörünün alt kolu olan metro yapım faaliyetleri, günümüzde sadece ulaşımı kolaylaştırmakla kalmıyor, aynı zamanda şehirlerin trafik, çevre ve sürdürülebilirlik sorunlarına da çözüm sunuyor. Bu alanda uzun yıllara dayanan teknik birikime sahip olan Gülermak, raylı sistemler, köprüler, tüneller ve metro hatları gibi altyapı projelerinde hem yer üstünde hem de yer altında kompleks mühendislik çözümleri geliştiriyor.

Şirketin yürüttüğü projeler, yalnızca yeni hatların inşasıyla sınırlı değil. Gülermak, aynı zamanda mevcut metro hatlarının modernizasyonu, istasyonların yapısal ve mimari olarak iyileştirilmesi, sistemlerin teknolojik olarak geliştirilmesi ve bu ağların mevcut kentsel ulaşım sistemlerine entegrasyonu gibi kapsamlı süreçleri de başarıyla yürütüyor. Bu çok yönlü yaklaşım, şirketi hem gelişmekte olan metropollerde hem de altyapısını güncellemek isteyen büyük şehirlerde öne çıkarıyor.

Yüksek mühendislik kapasitesi, proje yönetim becerisi ve saha uygulamalarındaki başarısıyla tanınan Gülermak, toplu taşıma ve kentsel ulaşım çözümleriyle şehirlerin en temel sorunlarına doğrudan katkı sağlıyor. Şirketin projeleri, artan trafik sıklığı, karbon salımı ve sürdürülebilir ulaşım ihtiyacına karşı çevreci ve etkili çözümler sunarak şehirlerin yaşam kalitesini artırmaya yönelik stratejik yatırımlar arasında değerlendiriliyor.

Gülermak'ın küresel ölçekteki etkinliği, uluslararası müteahhitlik sektöründe saygınlığı yüksek olan ENR (Engineering News Record) tarafından da tescil edilmiş durumdadır. ENR'nin 2024 yılı itibarıyla yayımladığı "Toplu Ulaşım ve Raylı Sistemler" kategorisinde dünyanın en büyük 13. firması olarak listelenen Gülermak, Türkiye'nin mühendislik ihracatında da önemli bir temsilci konumuna ulaşmış durumdadır.

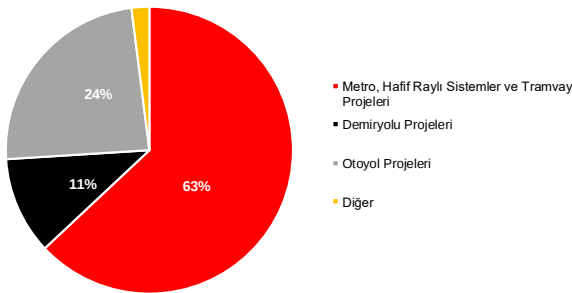
Şirketin raylı sistemlerdeki deneyimi ve yenilikçi yaklaşımı, önümüzdeki dönemde büyük altyapı yatırımlarına yön verecek aktörlerden biri olarak Gülermak'ı ön plana çıkarıyor. Kentleşmenin hızla arttığı ve toplu taşıma ihtiyacının büyüdüğü küresel ortamda, şirketin yürüttüğü projelerin etkisinin daha da artması bekleniyor.

Yeni Sözleşmelerde Güçlü Büyüme

Gülermak, faaliyet modelini doğrudan mühendislik çözümlerinden ziyade, yüklenici sıfatıyla kamu altyapı projelerine teklif vererek ve bu projeleri üstlenerek şekillendiriyor. Şirketin büyüme ivmesi, faaliyet gösterdiği ve hedeflediği pazarlarda altyapı yatırım hacmiyle yakından ilişkilidir. Bu doğrultuda, ülkelerin kamu harcamaları düzeyi ve özellikle ulaştırma altyapısına yönelik yatırım eğilimleri, Gülermak'ın orta-uzun vadeli gelir potansiyelinin değerlendirilmesinde temel belirleyicilerden biri olarak öne çıkıyor.

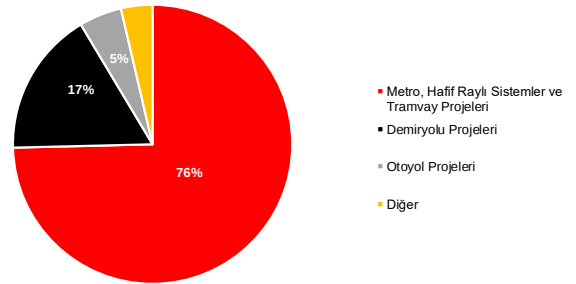
2025 yılının ilk çeyreğinde elde edilen cironun %63'ü metro, hafif raylı sistem ve tramvay projelerinden sağlanırken, demiryolu projelerinin katkısı %11, otoyol projelerinin katkısı ise %24 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin mevcut sözleşmeler portföyü/backlog (Grup raporlama tarihleri itibarıyla, imzalamış olduğu sözleşmelerden henüz hasılatını gerçekleştirmediği için hakkediş haline getirmediği gelirlerini, backlog kavramı ile takip etmektedir) incelendiğinde metro ve hafif raylı sistemlerin toplamın %76'sını oluşturduğu; demiryolu projelerinin %17 ve otoyol projelerinin %5 paya sahip olduğu görülüyor.

Grafik:1 Gülermak Ciro Kırılımı (2025 1Ç)



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

Grafik 2: Gülermak Backlog Kırılımı (2025 1Ç)



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

Şirket tarafından yılbaşından beri yapılan sözleşmeler toplamı 43,3 milyar TL'ye ulaşmış olup bu tutar, şirketin 2024 yılında gerçekleştirdiği 38 milyar TL'lik toplam hasılatının %114'üne denk gelmektedir.

Tablo 2: Gülermak 2025 Yılı Yeni Sözleşme Kazanımları

2025 Yılı Kazanılan Sözleşmeler (bin)		
Tarih	TL	EUR
25.07.2025	1,875,000	
10.07.2025	11,484,391	
13.05.2025	14,084,200	
01.05.2025	305,263	
25.04.2025*	7,573,542	174,353
28.01.2025	8,001,162	
Toplam	43,323,558	174,353

Kaynak: Şirket KAP açıklamaları

*Sırbistan Demiryolu Altyapı Genelmüdürlüğü ile yapılan sözleşme Euro cinsindendir. Yıl boyunca imzalanan bütün sözleşme tutarlarının görülebilmesi için 174.4 milyon Euro tutarındaki sözleşme bedeli sözleşme tarihindeki Euro/TL kuru ile TL'ye çevrilmiştir.

Yeni sözleşmelerin sektörel dağılımı, Gülermak'ın uzmanlık alanı olan raylı sistemlere odaklı kalmaya devam ettiğini teyit ederken, proaktif teklif stratejisinin finansal büyüklük olarak da karşılık bulduğunu ortaya koyuyor. Bu çerçevede, yılın geri kalanında olası yeni sözleşme kazanımları, hisse performansı açısından temel bir katalist işlevi görebilir. Halihazırda sözleşme büyüklükleri açısından kaydedilen artış, yatırımcı beklentilerinin yukarı yönlü revizyonunu beraberinde getirebilir. Şirketin teklif verdiği veya ön yeterlilik aldığı projelere ilişkin gelişmelerin, değerlemeler üzerinde anlamlı etkiler yaratması muhtemeldir.

Şirketin satışları genel olarak üç temel bölgeye ayrılmış satışların bir bileşeni olarak da sunulmaktadır. Bu çerçevede bu üç temel bölge "Batı", "Doğu" ve "Türkiye" olarak ayrılmıştır.

Şirketin 2025 yılı ilk çeyreğinde elde ettiği 6.8 milyar TL'lik cironun yaklaşık yarısını temsil eden 3.1 milyar TL "Batı" grubuna dahil olan Polonya'dan, 1.3 milyar TL'si Hindistan, Kuzey Makedonya, Romanya ve Filipinlerden oluşan "Doğu" grubundan, 2.4 milyar TL'si ise Türkiye'den gelmiştir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde şirketin özellikle tek Türkiye'de değil, dünyanın bir çok ülkesinde aktif olarak faaliyet gösteriyor olması, şirketin bölgesel ve lokal ekonomik daralma veya krizlere karşı doğal bir hedge mekanizmasına sahip olduğunu göstermektedir. Şirket, dinamik işleyiş ve faaliyet yapısı sayesinde hem Türkiye'ye komşu olan hem de daha uzak bölgelerde konumlanan ülkelerde aktif olarak yüklenim faaliyet gösterebilmekte bu sebeble ekonomik krizlere karşı bir koruma sağlamaktadır.

Bu çerçevede şirket yeni pazarlara da açılmaktadır. Geçtiğimiz aylarda kazanılan bir ihale ile şirket ilk kez Sırbistan pazarına girecek. Şirket aktif olarak Doğu Avrupa, Orta Doğu, Orta Avrupa ve Orta Asya pazarlarındaki büyüme hedefleri doğrultusunda çalışırken diğer yandan yenilenebilir enerji alanında da faaliyetlerini genişletmeyi amaçlıyor. Şirket Polonya ve İngiltere'de sahip olduğu 104,4 MW'lık Güneş Enerjisi kapasitesini ilk aşamada 300 MW'a çıkarmayı hedefliyor.

Tablo 3: GÜLERMAK Özet Finansallar (Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış)

Özet Gelir Tablosu (mn EUR)	2024	2025T	2026T
Satışlar	940	1,255	1,415
Satışların Maliyeti	831	1,102	1,239
Brüt Kar	109	153	175
Faaliyet Giderleri	13	16	21
Faaliyet Gelirleri	96	137	154
FAVÖK	121	164	183
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	4	3	3
Finansal Gelirler/(Giderler)*, Net	17	25	32
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	1	3	3
Vergi Öncesi Kar	118	168	192
Vergi Gideri	4	8	10
Net Kar/(Zarar)	97	160	183

*Net parasal kazanç (kayıp) dahil

Özet Bilanço (mn EUR)	2024	2025T	2026T
Nakit ve nakit benzerleri	235	258	345
Ticari alacaklar**	617	624	627
Stoklar	6	8	8
Diğer dönen varlıklar	142	253	361
Dönen varlıklar	1,005	1,142	1,341
Maddi duran varlıklar	53	53	56
Maddi olmayan duran varlıklar	0	0	0
Diğer duran varlıklar	76	78	88
Duran varlıklar	130	132	144
Toplam varlıklar	1,135	1,274	1,485
Kısa vadeli borçlanmalar	113	105	119
Ticari borçlar	265	242	261
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	190	196	204
Kısa vadeli yükümlülükler	572	543	584
Uzun vadeli borçlanmalar	74	78	82
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	263	270	255
Uzun vadeli yükümlülükler	340	348	337
Özkaynaklar	224	382	565
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	1,135	1,274	1,485
Net borç	-96	-75	-145

**Devam Eden İnşaat İşlerinden Alacaklar dahil

Nakit Akışı (mn EUR)	2024	2025T	2026T
FAVÖK	121	164	183
Faaliyet Karı Vergisi	4	8	10
Net işletme Sermayesi Değişimi	250	31	-15
Yatırım Harcamaları	19	25	28
Serbest Nakit Akımı	-167	81	139

Rasyolar	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	11.6%	12.2%	12.4%
FAVÖK Marjı	12.9%	11.0%	10.9%
Net Kar Marjı	10.3%	12.7%	12.9%
Efektif Vergi Oranı	3.7%	5.0%	5.0%
Aktif Karlılığı	9.9%	13.3%	13.2%
Özkaynak Karlılığı	52.4%	52.8%	38.6%
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.5	-0.8

Kaynak: Şirket Finansalları, OYAK Yatırım

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisselerle ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisselerle ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 değiştirebilir.

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.