GLRMK 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Net kar yıllık ve çeyreklik bazda geriledi… Gülermak, 3Ç26 finansal sonuçlarını 551 milyon TL (10 milyon EUR) net kar ile açıkladı. Net kar yıllık %68, çeyreklik %55 gerilerken, 9A26 net karı yıllık %49 düşüşle 2.519 milyon TL (45 milyon EUR) seviyesinde gerçekleşti. Net kardaki gerilemede operasyonel karlılıktaki zayıflamanın yanı sıra artan finansman ve vergi giderleri etkili oldu. Üçüncü çeyrekte net finansman giderleri yıllık 236 milyon TL'den 792 milyon TL'ye yükselirken, vergi giderleri 431 milyon TL'den 602 milyon TL'ye çıktı. Buna karşılık net parasal pozisyon kaybının 411 milyon TL'den 284 milyon TL'ye gerilemesi karlılık üzerindeki baskıyı kısmen sınırladı. Dokuz aylık dönemde ise 1.646 milyon TL parasal kayıp kaydedilmesi, geçen yılın aynı dönemindeki 697 milyon TL parasal kazanca kıyasla net karı olumsuz etkiledi. Net kar marjı yıllık 10,8 puan daralarak %3,8'e gerilerken, ikinci çeyrekteki %10,4 seviyesinin de belirgin altında kaldı. Net kardaki düşüşte finansal kalemlerin etkisi önemli olmakla birlikte, bu çeyrekte operasyonel marjlardaki bozulmanın da belirleyici olduğunu değerlendiriyoruz.

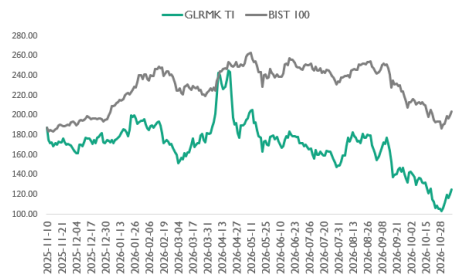
Hasılatta büyüme gerçekleşirken maliyet artışları dikkat çekiyor… Şirket, 3Ç26'da yıllık %23, çeyreklik %24 artışla 14.447 milyon TL (260 milyon EUR) satış geliri elde etti. Böylece 9A26 hasılatı yıllık %11 büyüyerek 37.657 milyon TL'ye (678 milyon EUR) ulaştı. İlk yarıda proje ilerlemelerinin hızlanmasıyla başlayan ciro ivmesinin üçüncü çeyrekte güçlenmesini operasyonel faaliyetler açısından olumlu buluyoruz. Bununla birlikte satışların maliyeti aynı dönemde yıllık %33 artarak hasılat büyümesinin üzerinde gerçekleşti. İnşaat sözleşmelerinden elde edilen gelirler üçüncü çeyrekte 13.189 milyon TL'ye yükselirken, bu sözleşmelere ilişkin maliyetlerin 12.125 milyon TL'ye ulaşması dikkat çekiyor. Söz konusu faaliyetlerin brüt kar marjı geçen yılın aynı dönemindeki yaklaşık %19,1 seviyesinden %8,1'e gerilerken, inşaatla ilgili diğer satışların karlılığı toplam brüt marjdaki düşüşü kısmen sınırladı. Özellikle ana taahhüt faaliyetlerindeki bu daralma, proje bazlı maliyet kontrolü ve sözleşmelerin fiyat farkı mekanizmalarının önümüzdeki dönem karlılığı açısından önemini artırıyor. Ciroda büyümeye rağmen maliyetlerin daha hızlı yükselmesini üçüncü çeyrek sonuçlarının zayıf taraflarından biri olarak görüyoruz.

FAVÖK'te marj baskısı derinleşti… Şirket'in FAVÖK'ü 3Ç26'da yıllık %23 gerileyerek 1.867 milyon TL (34 milyon EUR) seviyesinde gerçekleşirken, ikinci çeyreğe göre %25 artış kaydetti. FAVÖK marjı ise geçen yılın aynı dönemindeki %20,6 seviyesinden %12,9'a gerileyerek yıllık 7,7 puan daraldı. Bir önceki çeyreğe göre marjın yaklaşık 0,1 puan iyileşmesi sınırlı bir toparlanmaya işaret etse de yıllık bazdaki daralma operasyonel karlılık üzerindeki baskının sürdüğünü gösteriyor. Brüt kar yıllık %15 azalarak 2.085 milyon TL'ye gerilerken, brüt kar marjı 6,5 puan düşüşle %14,4 oldu. Ayrıca genel yönetim giderlerinin yıllık %85 artarak 463 milyon TL'ye yükselmesi faaliyet karlılığını sınırladı. Bu kapsamda esas faaliyet karı yıllık yaklaşık %27 düşüşle 1.585 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Dokuz aylık dönemde ise FAVÖK yıllık %14 azalarak 5.095 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK marjı %17,3'ten %13,5'e düştü. Hasılatta sağlanan büyümenin FAVÖK'e aynı ölçüde yansımamasını olumsuz değerlendiriyoruz.

Hedef Fiyat: "*Gözden Geçiriliyor*"

Piyasa Bilgileri	
Bloomberg Kodu	GLRMK TI
Hedef Fiyat (TL/hisse)	*Gözden Geçiriliyor*
Piyasa Değeri (milyon EUR)	722
Piyasa Değeri (milyon USD)	808
Firma Değeri (milyon EUR)	756
Sermaye (milyon EUR)	6
Halka Açıklık Oranı (%)	26.00

Tahminler, EURmn	2025	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	905	952	942
Büyüme (%)	1%	5%	-1%
FAVÖK	121	124	140
Büyüme (%)	4%	2%	13%
Net Kar	85	54	75
Büyüme (%)	-8%	-36%	39%
Karlılık (%)			
FAVÖK Marjı	13.4%	13.0%	14.9%
Net Kar Marjı	9.4%	5.7%	8.0%
Borçluluk			
Net Borç	-14	49	51
Net Borç/FAVÖK	-0.12	0.40	0.36
Değerleme Çarpanları			
F/K	8.50	13.37	9.63
FD/FAVÖK	6.25	6.10	5.40



Araştırma

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

GLRMK 3Ç26 Finansal Sonuç Değerlendirmesi

Batı taahhüt grubunda faaliyetler sürerken Doğu grubunda karlılık zayıfladı…Şirketin coğrafi operasyonlarını incelediğimizde, 9A26 döneminde Batı taahhüt grubunun 31,0 milyar TL, Türkiye operasyonlarının 10 milyar TL ve Doğu taahhüt grubunun 7,9 milyar TL bölüm bazlı satış geliri oluşturduğunu görüyoruz. Grup içi işlemlere ilişkin eliminasyonların ardından hasılat 37,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Polonya, İsveç, İngiltere ve Almanya operasyonlarını içeren Batı grubunun brüt kârı 3,37 milyar TL ile yıllık bazda yatay kalırken, Türkiye operasyonlarında brüt kâr %21 artışla 1,33 milyar TL'ye yükseldi. Buna karşılık Hindistan, Filipinler ve diğer Doğu bölgesi operasyonlarını içeren grubun brüt karı yıllık %64 gerileyerek 471 milyon TL'ye düştü. Doğu grubunda satış gelirlerinin yıllık yaklaşık %5 artmasına rağmen brüt kar marjının %17,5'ten %6,0'ya gerilemesi dikkat çekiyor. Bölgesel karlılıktaki bu ayrışma, toplam operasyonel marjların zayıflamasında Doğu grubunun önemli payı bulunduğuna işaret ediyor.

Nakit akışındaki bozulma finansal görünümün zayıf tarafı… Nakit akışı tarafında üçüncü çeyrekte sınırlı iyileşme görülse de dokuz aylık görünüm zayıf seyrediyor. Şirketin işletme faaliyetlerinden nakit akışı 3Ç26'da 307 milyon TL negatif gerçekleşirken, geçen yılın aynı çeyreğindeki 7.179 milyon TL pozitif seviyenin oldukça altında gerçekleşti. Serbest nakit akışı da 1.319 milyon TL negatif gerçekleşti. Dokuz aylık dönemde ise 4.699 milyon TL negatif işletme nakit akışı ve 2.914 milyon TL yatırım harcaması kaynaklı nakit çıkışı sonucunda serbest nakit akışı 7.613 milyon TL negatif seviyeye geriledi. Geçen yılın aynı döneminde 1.032 milyon TL pozitif serbest nakit akışı yaratılmış olması, nakit üretimindeki bozulmanın boyutunu ortaya koyuyor. Ticari alacakların 2025 yıl sonundaki 7,5 milyar TL'den 10,2 milyar TL'ye yükselmesi ve sözleşme varlıklarının 36,8 milyar TL seviyesinde bulunması, hakediş ve tahsilat süreçlerinin önemini artırıyor. Diğer taraftan 2026 yılında sağlanan yaklaşık 6,8 milyar TL sermaye avansı finansman tarafını desteklerken, şirketin 2Ç26 sonundaki 384 milyon TL net nakit pozisyonundan 3Ç26 sonunda yaklaşık 1,9 milyar TL net borç pozisyonuna geçmesi dikkat çekiyor. Şirketin sipariş portföyüne rağmen operasyonel nakit yaratımındaki zayıflığı, finansal performansın sürdürülebilirliği açısından önemli bir risk unsuru olarak değerlendiriyoruz.

Gülermak'ı araştırma kapsamımızdan çıkarıyoruz… 13 Kasım 2025 tarihinde araştırma kapsamına aldığımız Gülermak'ta, hisse fiyatının Nisan 2026'da 12 aylık hedef fiyatımıza ulaşmasıyla başlangıçtaki değerleme beklentimiz karşılık bulurken, takip eden dönemde finansal görünüm ve risk-getiri dengesine ilişkin değerlendirmemiz değişti. Şirketin uluslararası altyapı projelerindeki güçlü konumu ve geniş iş birikimi uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklemekle birlikte, finansal gerçekleşmelerin halka arz dönemindeki değerleme projeksiyonlarından belirgin ölçüde ayrışması temkinli yaklaşımımızı güçlendiriyor. Fiyat tespit raporunda 2026 yılı için öngörülen 1.414 milyon EUR hasılat ve 184 milyon EUR FAVÖK tahminlerinin ilk dokuz ayda sırasıyla %48'i ve %50'si gerçekleşirken, yıl sonu projeksiyonlarına ulaşılması için son çeyrekte oldukça güçlü bir performans gerekiyor. Özellikle ciro büyümesine karşın operasyonel marjlardaki daralma, iş birikimindeki gerileme, mevcut projelerin sürdürülebilir karlılığa ve nakit oluşumuna ilişkin belirsizlikleri artırıyor. Finansal görünümdeki bu gelişmelerin yanı sıra son dönemde hisse özelinde yaşanan fiyat oynaklığını, pay sahipliği kompozisyonunu ve piyasa koşullarını da değerlendirmemize dahil ediyoruz. Bu çerçevede, finansal öngörülebilirliğin zayıflaması, değerleme varsayımlarına ilişkin belirsizliklerin artması ve araştırma evrenimizdeki önceliklerimiz doğrultusunda Gülermak'ı araştırma kapsamımızdan çıkarıyoruz. Söz konusu karar, şirketin uzun vadeli faaliyet potansiyeline yönelik olumsuz bir görüşten ziyade, mevcut risk-getiri görünümüne ve değerleme öngörülebilirliğine ilişkin daha temkinli yaklaşımımızı yansıtıyor.

Özet Finansal Görünüm

	2026/3Q	2025/3Q	% Değ.	2026/2Q	% Değ.	2026/9	2025/9	% Değ.
Gelir Tablosu (milyon EUR)	**3Ç26**	**3Ç25**	**y/y (%)**	**2Ç26**	**ç/ç (%)**	**9A26**	**9A25**	**y/y (%)**
Net Satışlar	**260**	**211**	**23**	**219**	**19**	**678**	**612**	**11**
Satışların Maliyeti (-)	223	167	33	192	16	585	508	15
Brüt Kar/Zarar	**38**	**44**	**-15**	**27**	**37**	**93**	**104**	**-11**
Faaliyet Giderleri (-)	8	5	85	4	107	16	14	17
Esas Faaliyet Karı	**29**	**40**	**-26**	**23**	**25**	**77**	**90**	**-15**
Amortisman	4	4	15	5	-8	15	16	-6
FAVÖK	**34**	**43**	**-23**	**28**	**20**	**92**	**106**	**-14**
Diğ. Gelir/Gider (net)	-1,219	-0	a.d.	7	a.d.	3	-4	a.d.
Yat. Fal. Gel. (net)	6	3	95	4	65	12	12	-1
Finansal Gelir/Gider (net)	-14	-4	a.d.	-6	a.d.	-26	22	a.d.
Parasal Kazanç (Kayıp)	-5	-7	a.d.	-7	a.d.	-30	13	a.d.
Vergi Öncesi Kar/Zarar	**21**	**38**	**-46**	**29**	**-28**	**66**	**120**	**-45**
Vergi	-11	-8	a.d.	-6	a.d.	-21	-32	a.d.
Kont. Gücü Olmayan Paylar	-0	-0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.
Ana Ortaklık Net Kar	**10**	**31**	**-68**	**23**	**-57**	**45**	**88**	**-49**

Karlılık	**3Ç26**	**3Ç25**	**y/y (%)**	**2Ç26**	**ç/ç (%)**	**9A26**	**9A25**	**y/y (%)**
Brüt Kar Marjı	14.4%	20.9%	-6.5bps	12.4%	2.0bps	13.7%	17.0%	-3.3bps
Esas Faaliyet Kar Marjı	11.2%	18.8%	-7.6bps	10.6%	0.6bps	11%	15%	-3.4bps
FAVÖK Marjı	**12.92%**	**20.61%**	**-7.7bps**	**12.8%**	**0.1bps**	**13.5%**	**17.3%**	**-3.8bps**
Vergi Oranı	-52.2%	-20.2%	a.d.	-20.8%	a.d.	-32%	-27%	a.d.
Net Kar Marjı	3.8%	14.65%	-10.8bps	10.4%	-6.6bps	6.7%	14%	-7.7bps
***Net Borç**	**1,873**	**646**	**190**	**-384**	**a.d.**	**1,873**	**646**	**190**
Net Borç (EUR)	34	13	155	-7	a.d.	34	13	155
Net Borç/FAVÖK	-0.05	0.19	a.d.	0.33	a.d.	-0.05	0.19	a.d.

Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör
ARAŞTIRMA DİREKTÖRÜ

Ubeyde Safvan Erbaş
YÖNETMEN
Teknik Analist

Muhammet Çakmak
YÖNETMEN
Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Eren Bozdoğan
YÖNETMEN
Perakende, Sanayi, Savunma

Furkan Ataş
UZMAN YARDIMCISI

Ali Osman Okut
UZMAN YARDIMCISI
Çimento

Uğur Kara
UZMAN YARDIMCISI

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.