Hisse Senedi / Büyük Şirket / Ulaştırma-Lojistik

24/11/2026

Gürsel Taşımacılık

AL

İzleme Listesine Ekleme

Yükselme Potansiyeli 66%

Öngörülebilirliği yüksek gelir, sınırlı yatırımla büyüme ve yurtdışında genişleme imkanları

Gür-Sel Turizm'i 399,33 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesiyle izleme listemize ekliyoruz. Hedef fiyatımız %66 artış potansiyeline işaret ediyor. Kurumsal personel ve öğrenci taşımacılığında Türkiye'nin önde gelen operatörlerinden olan Şirket, gelirinin tamamına yakınını yıllara yaygın sözleşmelerden elde ediyor, %32 FAVÖK marjı yaratıyor ve net nakit pozisyonunda. Hisse 2027T için 3,1x FD/FAVÖK ile emsallerinin medyan çarpanının 5,7x'in belirgin biçimde altında işlem görüyor. Yurtiçinde yeni müşteri kazanımları ile büyümenin devam etmesi, henüz neticelenmeyen Ürdün BRT ihalesinin hisse fiyatına yansımamış olması, mevcut seviyelerden uygun bir giriş fırsatı sunuyor.

Sözleşmeli ve öngörülebilir gelir tabanı. Gelirin tamamına yakını yıllara yaygın sözleşmelerden geliyor: En büyük 50 müşterinin ortalama ilişki süresi 13 yıl, müşteri koruma oranı %98, ilk 10 müşterinin payı yalnızca %18. Akaryakıt maliyetinin belli gecikmeyle de olsa sözleşmeler üzerinden fiyata yansıması sayesinde brüt kâr marjı 9A25'teki %31,1'den 9A26'da %33,4'e yükseldi.

Özmal araçlarının artması kar marjını destekliyor. Özmal araçların brüt marjı tedarikçi araçlardan yaklaşık 26 puan yüksek. Özmal gelir payının 2031'e kadar %29,5'ten %37'ye çıkmasıyla FAVÖK marjının 2,3 puan genişlemesini ve FAVÖK'ün 2026–2031 döneminde yıllık %26 büyümesini bekliyoruz.

Kendini finanse eden büyüme. Hizmet öncesi tahsilat sayesinde net işletme sermayesi, 100–110 günlük alacak vadesine rağmen cironun yaklaşık %10'unda kalıyor. Faaliyetlerden yaratılan nakit yatırım harcamalarını fazlasıyla karşılıyor. Vergi ve işletme sermayesi sonrası faaliyet nakdinin FAVÖK'e oranının 2026T'de %64, 2027T'den itibaren yaklaşık %74 olmasını bekliyoruz.

Tahditli plaka rekabet önünde bir bariyer. Plaka portföyü 2025'te %22 büyüdü, İstanbul dışındaki plaka sayısı Eylül 2026 sonunda yıllık %17 büyüyerek 435'e ulaştı. Değerini koruması beklenen bu varlık, pazar payını Anadolu'da ikiye katlama hedefinin en önemli dayanağı.

Değerleme cazip. Hisse 2027T için 5,4x F/K ile emsal medyanının %46 altında işlem görüyor. Büyüme tahminlerimize göre çarpanlar 2028T'de 2,4x FD/FAVÖK ve 4,4x F/K'ya geriliyor. Hedef fiyatımız 2027T için 8,9 x F/K ima ediyor.

Ürdün BRT ihalesi henüz fiyatlanmadı. Şirket'in kısa listede olduğu, yaklaşık 1 milyar ABD dolarlık Amman BRT ihalesini baz senaryomuza dahil etmedik. Şirket ihalenin 2027 içinde sonuçlanmasını bekliyor ve hazırlıklarını tamamladı. İhalenin kazanılması hisse başına 16,13 TL (%4,0) ek değer yaratıyor ve BRT dahil hedef fiyatı 415,46 TL'ye taşıyor.

Riskler. Akaryakıt artışlarının fiyata gecikmeli yansıması, Ürdün'deki daralma, kapasitenin %83'ünün tedarikçi ağına bağlı olması, öğrenci segmentinde mevsimsellik, düzenleyici kararlara bağımlılık ve talebin müşterilerin istihdamına bağlı olması başlıca risklerdir. Ekonomide darlama, istihdamın azalması, toplu taşıma gibi alternatif ulaşım imkanlarının payının artması, sektörde rakabetin artması ve olası müşteri kayıpları büyüme / karlılık tahminlerimizde aşağı yönlü sapma yaratabilir.

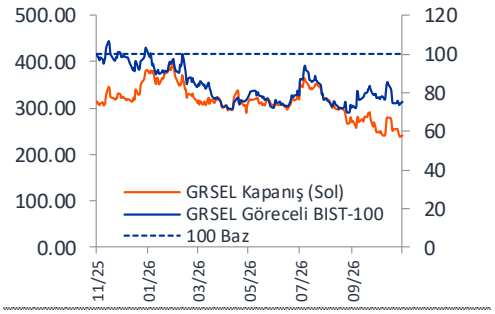
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	240.10
12 Aylık Hedef Fiyat*	399.33
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	24,490
Halka Açık PD (mn)	5,442
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	41.4
Hisse sayısı (Adet mn)	102
Takas Saklama Oranı (%)	22
Yabancı Oranı (%)	11

*Güncelleme tarihi: 24/11/2026

Çarpanlar ($)	2026	2027	2028
F/K	7.3	5.4	4.4
PD/DD	1.4	1.0	0.7
FD/FAVÖK	4.3	3.1	2.4

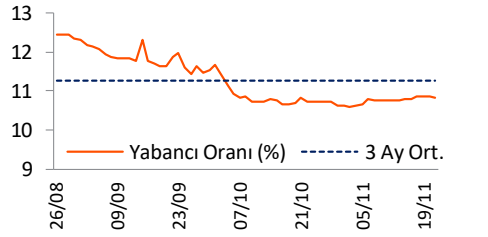
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıliçi	12 Ay
TL	-2.8	-24.6	-22.5
ABD $	-4.6	-36.1	-35.1
BIST-100 Relatif	-2.7	-23.6	-23.8

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	237.30	318.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 10.84



İlayda Özdemir İşlek
iislek@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 48

Gürsel Taşımacılık

Ortaklık Yapısı (%)	
Levent Birant	28.37
Ismail Bülent Birant	28.37
Diğer	22.48
Türker Karahasan	7.09
Hürer Fethi Gündüz	7.09
Azimut Portföy G Mobilite Hisse Senedi Serbest Oze	6.6

Faaliyet Konusu

Yolcu taşımacılığı

Gelir Tablosu (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satış Gelirleri	**11,555**	**15,670**	**21,338**	**27,397**	**33,284**	**39,685**
Brüt Kar (Zarar)	**3,770**	**5,003**	**6,952**	**9,093**	**11,226**	**13,530**
Operasyonel Giderler	379	486	661	849	999	1,191
Esas Faaliyet Karı	**3,391**	**4,517**	**6,291**	**8,244**	**10,227**	**12,340**
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	139	276	375	482	585	698
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z	0	0	0	0	0	0
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	303	246	336	431	523	624
Net Finansman Gelir (Gideri)	-275	-377	-613	-1,312	-1,550	-2,446
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	**3,558**	**4,662**	**6,388**	**7,845**	**9,786**	**11,216**
Vergi Giderleri (Gelirleri)	531	1,165	1,597	1,961	2,446	2,804
Azınlık Payları	138	157	216	265	330	379
Net Kar	**2,889**	**3,339**	**4,576**	**5,619**	**7,009**	**8,033**
Düzeltilmiş Net Kar	**2,889**	**3,339**	**4,576**	**5,619**	**7,009**	**8,033**
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2,884	3,388	4,718	6,183	7,670	9,255
FAVÖK	**3,746**	**5,097**	**7,049**	**9,216**	**11,375**	**13,694**

Büyümeler & Opr. Perf.	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Büyümeler						
Net Satışlar	6.0%	35.6%	36.2%	28.4%	21%	19.2%
Faaliyet Karı	17%	33%	39%	31%	24%	20.7%
FAVÖK	3%	36%	38%	31%	23%	20.4%
Net Kar	34%	16%	37%	23%	25%	14.6%
Operasyonel Performans						
Brüt Marj	32.6%	31.9%	32.6%	33.2%	33.7%	34.1%
Faaliyet Kar Marjı	29.3%	28.8%	29.5%	30.1%	30.7%	31.1%
FAVÖK Marjı	32.4%	32.5%	33.0%	33.6%	34.2%	34.5%
Efektif Vergi Oranı	14.9%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Net Kar Marjı	25.0%	21.3%	21.4%	20.5%	21.1%	20.2%
Özkaynak Karlılığı	30.9%	24.1%	21.5%	17.9%	15.9%	13.7%
Aktif Karlılığı	21.1%	17.7%	16.7%	14.5%	13.3%	11.6%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	36.9%	29.8%	28.6%	27.7%	26.4%	25.3%
Operasyonel Nakit Akışı / Satış	24.5%	20.1%	23.2%	22.9%	23.3%	23.8%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	7.3%	7.9%	13.1%	14.9%	15.3%	15.8%

Rasyo Analizi	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Düzeltilmiş F / K (x)	8.5	7.3	5.4	4.4	3.5	3.0
FD / FAVÖK (x)	5.9	4.3	3.1	2.4	1.9	1.6
FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	-	-	-
FD / Satışlar (x)	1.9	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6
PD / Defter Değeri (x)	2.3	1.4	1.0	0.7	0.5	0.4
Nakit Akışı / PD	3.4%	5.1%	11.4%	16.6%	20.8%	25.5%
Hisse Başı Kazanç (₺)	28.32	32.74	44.86	55.09	68.71	78.76
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	1.92	2.75	3.78	4.72	5.65
Temettü Verimi	0.0%	0.6%	1.1%	1.6%	2.0%	2.4%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-1,761	-3,218	-6,496	-11,586	-18,182	-26,211
Net Borç / FAVÖK (x)	-0.470	-0.631	-0.921	-1.257	-1.598	-1.914
Net Borç / Özsermaye (x)	-0.166	-0.188	-0.254	-0.312	-0.358	-0.393

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dönen Varlıklar	**5,674**	**8,526**	**13,463**	**20,292**	**28,749**	**38,730**
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,055	3,593	6,695	11,702	18,109	25,971
Ticari Alacaklar	3,042	4,159	5,739	7,298	9,051	10,869
Stoklar	8	10	14	18	22	26
Diğer Dönen Varlıklar	568	764	1,015	1,274	1,567	1,864
Duran Varlıklar	**9,512**	**13,913**	**18,837**	**25,008**	**31,548**	**39,040**
Maddi Duran Varlıklar	6,635	9,363	12,262	15,768	19,324	23,286
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,606	2,653	3,906	5,499	7,286	9,403
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1,272	1,897	2,669	3,740	4,937	6,351
Toplam Varlıklar	**15,186**	**22,438**	**32,300**	**45,300**	**60,297**	**77,770**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**3,493**	**4,276**	**5,693**	**7,061**	**8,508**	**10,027**
Finansal Borçlar	522	672	571	571	479	405
Ticari Borçlar	1,020	1,390	1,904	2,398	2,954	3,528
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükle	1,951	2,213	3,218	4,092	5,075	6,094
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**1,056**	**1,056**	**1,056**	**1,056**	**1,056**	**1,056**
Finansal Borçlar	0	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükl	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
Özkaynaklar	**10,637**	**17,107**	**25,552**	**37,183**	**50,734**	**66,687**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,637	17,107	25,552	37,183	50,734	66,687
Ödenmiş Sermaye	102	102	102	102	102	102
Rezerv ve Diğer Kalemler	7,646	13,666	20,874	31,462	43,623	58,552
Dönem Net Karı (Zararı)	2,889	3,339	4,576	5,619	7,009	8,033
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	**15,186**	**22,438**	**32,300**	**45,300**	**60,297**	**77,770**

Nakit Akım (mn ₺)	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	**2,831**	**3,145**	**4,940**	**6,269**	**7,750**	**9,427**
Düzeltme Öncesi Kar	3,027	3,496	4,791	5,884	7,339	8,412
Amortisman & İtfa Payları	355	580	758	972	1,147	1,354
İşletme Sermayesindeki Değ.	137	-665	-261	-400	-441	-455
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-688	-266	-348	-187	-296	116
Yatırım Faal. Kay. Nakit	**-1,987**	**-1,899**	**-2,147**	**-2,192**	**-2,663**	**-3,175**
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,987	-1,899	-2,147	-2,192	-2,663	-3,175
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	0	0	0	0	0
Serbest Nakit Akım	**844**	**1,245**	**2,793**	**4,077**	**5,088**	**6,252**
Finansman Faal. Kay.Nakit	**-230**	**419**	**548**	**1,353**	**1,723**	**2,040**
Finansal Borçlardaki Değişim	-138	151	-101	0	-92	-74
Temettü Ödemeleri	-	-196	-281	-385	-481	-576
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-93	465	930	1,739	2,296	2,690
Net Nakit Değişimi	**614**	**1,665**	**3,341**	**5,430**	**6,811**	**8,293**

Rakamlar TMS-29 kapsamında nominal olarak sunulmuştur, baz yıl uygulanmamıştır.

YATIRIM TEMALARI

Gelir tabanı sözleşme bazlı ve öngörülebilirliği yüksek. Gelirin tamamına yakını kurumsal ve kamu müşterileriyle imzalanan çok yıllı servis sözleşmelerinden geliyor. En büyük 50 müşterinin ortalama ilişki süresi 13 yıl, 2025 müşteri koruma oranı %98. İlk 10 müşterinin satışlardaki payı ise yalnızca %18. Müşteri tabanı kamu kurumları, sanayi şirketleri, özel sektör ve eğitim kurumları arasında dağılıyor. Yani gelirin büyük bölümü her yıl yeniden ihaleye çıkmıyor, tek bir müşterinin kaybı da sonuçları belirlemiyor. Sözleşmelerin çoğunda akaryakıttaki değişim aylık olarak fiyata yansıyor. Bu sayede şirket brüt marjını yüksek enflasyon döneminde korunmakla kalmadı, 2024'teki %29,6'dan 9A26'da %33,4'e yükseltebildi. 3Ç26'da akaryakıt artışlarının fiyata gecikmeli yansıması marjı geçici olarak baskıladı. Şirket fiyat uyarlamalarıyla marjın normalleşmesini bekliyor. Eylül sonunda %89'a ulaşan kapasite kullanım oranı ise Şirket'i yeni sözleşmelerde fiyatlama açısından güçlü bir konumda tutuyor.

Özmal araçların payının artması kar marjını destekliyor. Personel taşımacılığında özmal araçlar, tedarikçi araçlara göre yaklaşık 26 puan daha yüksek brüt marj üretiyor (%55,3'e karşı %29,5). Öğrenci taşımacılığında fark 13 puan. Tedarikçi bedeli aracın maliyetini de içerdiği için özmal payındaki her artış doğrudan marja yansıyor. Özmal gelir payının 2031'e kadar personelde %29,5'ten %37'ye, öğrencide %13'ten %18'e çıkmasıyla FAVÖK marjının %32,5'ten %34,8'e yükselmesini ve FAVÖK'ün hasılattan her yıl yaklaşık 2 puan daha hızlı büyümesini bekliyoruz. Bu patika fiyat artışına ya da talep canlanmasına değil, Şirket'in hangi projede kendi aracını kullanacağına dair kararına dayanıyor. GRSEL'in FAVÖK marjı uluslararası emsallerinden oldukça yüksek.

Tahditli plaka sektöre giriş bariyeri. Servis taşımacılığı birçok şehirde belediyelerce sayısı sınırlanan plaka sistemine tabi. Bu da yeni oyuncuların sermayeyle kısa sürede aşamayacağı bir bariyer yaratıyor. Şirket plaka portföyünü 2025'te %22 büyüttü. Büyümenin büyük kısmı İstanbul dışından geldi ve Bursa, Erzurum, Manisa ve Düzce'de sıfırdan pozisyon oluşturuldu. İstanbul dışındaki plaka sayısı Eylül 2026 sonunda 435'e ulaştı. Amortismana tabi olmayan ve ikinci el piyasası bulunan plakalar çoğunlukla değerini reel olarak koruyor. Yönetim, yaklaşık %7 olan pazar payını orta vadede Anadolu'daki bu yayılmayla ikiye katlamayı hedefliyor.

Büyüme dış finansman gerektirmiyor. Şirket hizmet vermeden önce tahsilat yapabiliyor: Ertelenmiş gelirler ve avanslar ticari alacakların yarısından fazlasını karşılıyor, net işletme sermayesi cironun yaklaşık %10'unda kalıyor. Araçların beş yıllık kullanım sonunda sıfır değerinin %50–60'ını koruması da net yatırım yükünü hafifletiyor. Bu sayede faaliyetlerden elde edilen nakit yatırım harcamalarını 2026T'de 1,7 kat, 2031T'de 3,2 kat karşılıyor ve projeksiyon dönemi boyunca borçlanma ihtiyacı doğmuyor. Serbest nakit akışının satışlara oranının %7'den %16'ya çıkmasıyla net nakdin 2031T'de yaklaşık 36 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Yüksek reel faiz ortamında büyümesini kendi nakdiyle finanse eden bir bilanço ayrıca değerli.

İleriye dönük çarpanlar oldukça cazip. Hisse 2027T için 3,1x FD/FAVÖK ve 5,4x F/K ile işlem görüyor. Bu çarpanlar emsal medyanının %46 altında. Oysa GRSEL'in FAVÖK marjı emsallerin yaklaşık iki katı, bilançosu net nakitte ve FAVÖK'ünün 2026T'de %64'ü, 2027T'den itibaren yaklaşık %74'ü vergi ve işletme sermayesi sonrasında nakde dönüşüyor. Hedef fiyatımız 2027T için 8,9x F/K ve 5,4x FD/FAVÖK ima ediyor. Tahminlerimize göre FAVÖK'ün 2026–2031 döneminde yıllık %26 büyümesi bekleniyor.

Ürdün BRT ihalesi fiyatlanmamış bir opsiyon gibi. Şirket, Amman'da 250 otobüslük, 12 yıl işletme süreli ve toplam büyüklüğü yaklaşık 1 milyar ABD doları olan BRT ihalesinde kısa listede. Mevcut operasyondan farklı olarak araç yatırımını Şirket üstlenecek, buna karşılık yıllık gelir potansiyeli yaklaşık 80 milyon ABD dolarına ulaşacak. Şirket ihalenin 2027 içinde sonuçlanmasını bekliyor ve hazırlıklarını tamamladı. İhale baz senaryomuzda yok. Kazanılması halinde hisse başına 16,13 TL (%4,0) ek değer ve 415,46 TL hedef fiyat hesaplıyoruz. Proje 2028'de kısmen, 2029'dan itibaren tam yıl katkı veriyor, 2031'de hasılatı ve FAVÖK'ü %21 artırıyor ve sermaye artırımı gerektirmeden finanse edilebiliyor. İhalenin kaybedilmesi baz senaryomuzu etkilemiyor.

Otonom mobilite ve yurt dışı büyüme uzun vadede ilave değer yaratabilir. Şirket, ABD'de otonom sürüş yazılımı geliştiren Adastec'e ortak oldu ve otonom otobüslerin ticari işletmesi için şirket kurdu. Şirket, Adastec'in yaklaşık 300 araçlık sözleşmesinde öncelikli operatör konumunda. ABD'deki ilk dört otonom otobüsün 1Ç27'de (Ocak–Şubat) teslim alınması ve 2Ç27'de ticari işletmeye başlaması planlanıyor. Özbekistan'da kamu ve personel taşıma ihalelerine yönelik çalışmalar sürüyor, İsviçre'de de Şirket'in ileride açıklayacağı projeler var. Bu faaliyetlerin hiçbiri tahminlerimize dahil değil.

YATIRIM RİSKLERİ

Son çeyrekte büyümede olası ivme kaybı. İlk yarıda yatay seyreden hasılat 3Ç26'da reel %6,8 büyüdü, 9A26'daki artış %2,7'ye ulaştı. Yıl tahminimiz 4Ç26'da konsolide bazda yaklaşık %9 reel büyüme gerektiriyor; bu, Şirket'in beklentisiyle uyumlu olarak yurt içi satışlarda yıllık %10 reel büyüme demek. Yeni eğitim döneminin tam çeyrek katkısı, devreye giren sözleşmeler ve dönemsel fiyat güncellemeleri bu büyümenin dayanağı. Şirket yıl sonu gelir ve FAVÖK'ünün 15–17 milyar TL ve 5–6 milyar TL beklenti aralıklarının alt bandına yakın oluşacağını açıkladı. Tahminlerimiz de bu alt banda yakın, dolayısıyla son çeyrekte yaşanacak bir yavaşlama 2026 tahminlerimizde aşağı revizyon gerektirebilir. 9A26'da satışların %12,1'ine ulaşan yatırım harcaması Şirket'in %8–12 bandının üst ucunda ve serbest nakit akışını sınırlıyor.

Ürdün faaliyetlerinde daralma. Yurt dışı gelirlerin toplam içindeki payı 9A26'da %12,2'den %9,6'ya geriledi. Yurt dışı satışlar 9A26'da reel bazda %18,6, 3Ç26'da %9,4 azaldı. Şirket ilk yarıdaki daralmayı jeopolitik belirsizlik ve bayram takvimiyle açıklamıştı. Şirkete göre mevcut Amman sözleşmesinin şartnamesi ödemeleri yatırımın ilk yıllarına yoğunlaştırıyor ve 4Ç26'da son çeyreklerdekine benzer bir seyir bekleniyor. Segment Şirket'in tek döviz bazlı gelir kaynağı olduğundan, buradaki zayıflık kur hareketlerine karşı doğal korumayı da azaltıyor. Modelimizde 2026T için dolar bazında %9 daralma, 2027T'den itibaren yıllık %8–9 büyüme varsayıyoruz. Toparlanmanın gecikmesi tahminlerimiz için aşağı yönlü risk oluşturuyor.

Tedarikçi ağına bağımlılık. Hibrit filo modeli sermaye ihtiyacını azaltırken operasyonel kontrolü tedarikçilerle paylaşıyor. Kapasitenin %83'ü tedarikçi araçlardan oluşuyor. Akaryakıt, araç ve sürücü maliyetlerindeki artış Şirket'in maliyetlerine baskı yapabilir ve/veya tedarikçi bulmanın zorlaşması da büyümeyi sınırlayabilir. 3Ç26'da akaryakıt artışlarının sözleşme bedellerine gecikmeli yansıması özellikle tedarikçi araçlarla yürütülen personel taşımacılığında kârlılığı düşürdü. Kapasite kullanım oranı %89'a ulaştığı için mevcut ağdan ek kapasite sağlama imkânı azaldı. Büyüme giderek daha fazla özmal araç yatırımı gerektirebilir. Bu da marjı desteklerken yatırım harcamasını tahminimizin üzerine çıkarabilir.

Öğrenci taşımacılığında mevsimsellik. Bu segmentte ödemeyi büyük ölçüde veliler yapıyor ve fiyatlar eğitim takvimi nedeniyle yılda yalnızca birkaç kez güncellenebiliyor. Şirket bazı maliyet artışlarını yeni dönem fiyatlamasına bırakabildiği için akaryakıttaki ani artışlar marjı kısa vadede baskılayabilir. Segmentte 1Y26'da %84,2'ye gerileyen kapasite kullanımı, yeni eğitim dönemiyle Eylül 2026 sonunda %87,2'ye yükseldi.

Düzenleyici çerçeve hem bariyer hem bağımlılık. Tahditli plaka rejimi ve İstanbul'daki filo taşımacılık belgesi rekabeti sınırlıyor, ancak Şirket'i kendi kontrolü dışındaki kararlara da bağımlı kılıyor. Plaka sayısının artırılması ya da lisans ve ihale koşullarının değişmesi giriş bariyerinin değerini doğrudan etkileyebilir. Ürdün'de de hizmet ve fiyatlama çerçevesini kamu otoritesi belirliyor. Takvimi uzayan Yeni BRT ihalesinin 2027 yılı içinde sonuçlanması bekleniyor.

Talep istihdama bağlı. Personel taşımacılığı gelirin üçte ikisini oluşturuyor ve müşterilerin çalışan sayısına doğrudan bağlı. Sanayi üretimindeki yavaşlama, vardiya azaltımı ya da uzaktan çalışmanın yaygınlaşması sefer ve araç ihtiyacını düşürebilir. Sözleşmelerin çok yıllı olması etkiyi geciktirse de yenileme dönemlerinde hacim ve fiyat baskısı yaratabilir. Orta uzun vadede toplu taşıma gibi alternatif ulaşım yöntemlerinin payının artması büyüme oranlarını baskılayabilir.

DEĞERLEME Gür-Sel Turizm için hisse başına 399,33 TL hedef fiyat belirliyor ve %66 artış potansiyeliyle AL tavsiyesi veriyoruz. Hedef fiyatımızı nominal TL bazlı İNA değerlemesi (%60) ile uluslararası benzer şirket çarpanlarının (%40) ağırlıklı ortalaması olarak hesaplıyoruz. Tahminlerimizi enflasyon muhasebesi uygulanmamış nominal bazda kuruyor, TMS-29 tablolarını bu tahminlerden türetiyoruz.

Tablo 1: Ana Varsayımlar

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Araç Sayısı, Türkiye (ort., adet)	6,627	6,914	7,542	7,736	7,828	7,944	8,062
Büyüme	%15.2	%4.3	%9.1	%2.6	%1.2	%1.5	%1.5
Özmal Gelir Payı – Personel	%29.5	%32	%32	%34	%35	%36	%37
Özmal Gelir Payı – Öğrenci	%13.0	%14	%15	%16	%17	%18	%18
Ürdün – ABD$ Bazlı Büyüme	%21	-%9	%9	%9	%9	%8	%8
FAVÖK Marjı (TMS-29)	%32.4	%32.5	%33.0	%33.6	%34.2	%34.5	%34.8
Net Yatırım / Satışlar	%18.9	%12.1	%10.1	%8.0	%8.0	%8.0	%8.0
Net İşletme Sermayesi / Satışlar	%6.5	%9.6	%8.9	%9.0	%9.0	%9.1	%9.1

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Ana Varsayımlar

Filo büyümesi yavaşlarken fiyatlama enflasyonu izleyecek. Türkiye gelirlerini iş kolu bazında araç sayısı ve araç başına gelir üzerinden modelliyoruz. 2025'teki %15'lik filo büyümesinin ardından araç sayısının yıllık %1–4 artmasını (2027T'de son çeyrekte kazanılan 21 yeni müşteriyle %9), araç başına gelirin ise enflasyonun biraz üzerinde büyümesini varsayıyoruz. Ürdün için, 9A26'da yurt dışı satışların reel %18,6 gerilemesini dikkate alarak 2026T'de dolar bazında %9 daralma varsayıyoruz. 2026T hasılat tahminimiz Şirket'in 15–17 milyar TL'lik beklentisinin alt bandına yakın.

Özmal karması marjı destekleyecek. Maliyet oranlarını özmal ve tedarikçi araçlar için ayrı ayrı 2025 gerçekleşmesine göre belirledik. Özmal payı arttıkça FAVÖK marjının 2031T'ye kadar 2,3 puan genişlemesini bekliyoruz. Şirket 2026 için Aralık 2026 fiyatlarıyla 5,0–5,2 milyar TL FAVÖK bekliyor; 5,1 milyar TL'lik tahminimiz bu aralığın içinde.

Yatırım harcamaları Şirket'in yol haritasıyla uyumlu. Şirket 2026 için satışların %8–12'si düzeyinde net yatırım öngörmüştü. Şirkete göre filonun yenilenmesi ve kapasitenin korunması için gereken idame yatırımı orta vadede satışların yaklaşık %6'sı (±2 puan); bunun üzerindeki harcama plaka, özmal araç ve tesis gibi büyüme yatırımı. 2026T için 9A26'da gerçekleşen %12,1'lik oranı kullanıyor, oranın 2027T'de %10,1'e, 2028T'den itibaren %8'e inmesini varsayıyoruz.

İşletme sermayesi kontrol altında. Şirket ticari alacak vadesinin 100–110 gün, ticari borç vadesinin 50–60 gün düzeyinde kaldığını ve net işletme sermayesinin (ticari ve faaliyetlerle ilgili diğer alacak ve borçlar) satışların yaklaşık %10'u olmasını beklediğini belirtiyor. Modelimizde de net işletme sermayesini Şirket tanımıyla hesaplıyoruz; oranın 2026T'de %9,6, 2027T'den itibaren yaklaşık %9 olmasını bekliyoruz. Okul ücretlerinin tahsil zamanı kaydığı ve peşin ödemeler azaldığı için alınan avansları 2026T'de 47 günlük, 2027T'den itibaren 50 günlük satışa eşit alıyoruz (2025 sonunda 58 gün). Böylece işletme sermayesi 2026T'de artıyor, etkisi 2027T'de kısmen tersine dönüyor. Nakit vergi oranını %25 alıyoruz.

Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Analizi

milyon TL (nominal)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	SD
Satışlar	14,411	19,888	25,292	31,367	37,665	44,444	
FAVÖK	4,687	6,570	8,508	10,720	12,997	15,471	
FAVÖK Marjı	%32.5	%33.0	%33.6	%34.2	%34.5	%34.8	
FVÖK	4,241	5,954	7,724	9,747	11,829	14,093	
(-) Vergi (%25)	-1,060	-1,488	-1,931	-2,437	-2,957	-3,523	
(+) Amortisman	447	617	784	972	1,168	1,378	
(-) İşletme Serm. Değişimi	-708	-380	-503	-566	-588	-637	
(-) Yatırım Harcamaları	-1,747	-2,001	-2,023	-2,509	-3,013	-3,556	
Serbest Nakit Akımı (FCFF)	**1,172**	**2,701**	**4,050**	**5,207**	**6,438**	**7,755**	**68,320**
İndirgenen akım*	106	2,701	4,050	5,207	6,438	7,755	
AOSM	**%40.6**	**%35.2**	**%35.2**	**%30.2**	**%26.2**	**%24.2**	**%20.3**
İskonto Faktörü	1.09	1.27	1.71	2.27	2.91	3.64	3.64
Bugünkü Değer	97	2,134	2,367	2,294	2,212	2,128	18,745

*Kaynak: İş Yatırım. *2026T: değerleme tarihi (30.09.2026) sonrası kalan çeyrek (yıllık FCFF – 9A26 gerçekleşen FCFF).*

İskonto oranında risksiz faiz için makro tahminlerimizdeki 10 yıllık TL tahvil faizi patikasını, %6,5 hisse senedi risk primini ve 1,0 betayı kullanıyoruz. Borç ağırlığı %2,4; Şirket net nakit pozisyonunda olduğu için AOSM fiilen özsermaye maliyetine eşit. Terminal dönemde risksiz faizi %14'e normalize ediyor, reel büyüme varsaymıyoruz: terminal nominal büyüme uzun vadeli %8 enflasyon beklentimize eşit, terminal AOSM %20,3.

Tablo 3: AOSM Varsayımları

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Terminal
Risksiz Getiri Oranı (10Y TL)	%34.5	%29.0	%29.0	%24.0	%20.0	%18.0	%14.0
Risk Primi	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Sermaye Maliyeti	%41.0	%35.5	%35.5	%30.5	%26.5	%24.5	%20.5
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%25.9	%21.8	%21.8	%18.0	%15.0	%13.5	%10.5
Borç/(Borç+Sermaye)	%2.4	%2.4	%2.4	%2.4	%2.4	%2.4	%2.4
AOSM	**%40.6**	**%35.2**	**%35.2**	**%30.2**	**%26.2**	**%24.2**	**%20.3**

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 4: İNA Değer Köprüsü

milyon TL	Değer
Açık dönem bugünkü değeri (4Ç26T–2031T)	11,231
Sonsuz değerin bugünkü değeri	18,745
Firma Değeri	**29,977**
(+) Net nakit, 30.09.2026*	2,714
Özsermaye Değeri, 30.09.2026	**32,690**
Hisse başına değer, 30.09.2026 (TL)	320.49
12 aylık ileri taşıma (1 + Ke 2026 = 1,410)	1.410
İNA hedef değeri (TL/hisse, 30.09.2027)	**451.90**

*Kaynak: İş Yatırım. *Nakit ve finansal yatırımlar (uzun vadeli dahil) eksi finansal borçlar (kiralama dahil), 30.09.2026 konsolide bilanço.*

Benzer Şirket Karşılaştırması

İNA'ya ek olarak uluslararası toplu taşıma, filo kiralama ve seyahat şirketlerinin 2027T FD/FAVÖK çarpanlarını kullanıyoruz. GRSEL'in uzun vadeli sözleşmelere dayanan gelir yapısı kendi başına bir prim gerekçesi. Buna karşın Türkiye'nin gelişmekte olan piyasa riski, hissenin sığ likiditesi ve emsallerin hiçbirinin sözleşmeli personel ve öğrenci taşımacılığı yapmaması nedeniyle çarpanlara %25 iskonto uyguluyoruz. Emsal medyanını (5,7x) Şirket'in Aralık 2027 satın alma gücüyle ifade edilen 2027T FAVÖK tahminimize (TMS-29, 7,0 milyar TL) uyguluyor ve 30.09.2026 net nakdini ekliyoruz. F/K çarpanlarını bilgi amaçlı veriyoruz.

Tablo 5: Yabancı Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	FAVÖK Marjı (3Y Ort.)	FD/FAVÖK 2027T	F/K 2027T
ComfortDelGro	Singapur	%15.7	5.6	13.7
Mobico Group	İngiltere	-	5.5	4.4
FirstGroup	İngiltere	%15.6	2.3	11.5
Localiza	Brezilya	%33.8	3.9	6.6
Movida	Brezilya	%35.8	2.6	2.7
Nishi-Nippon Railroad	Japonya	%10.9	11.2	9.5
Mie Kotsu Group	Japonya	%13.1	9.3	9.1
WebBeds	Avustralya	%36.9	7.0	15.5
Flight Centre	Avustralya	%15.0	5.7	10.8
H.I.S.	Japonya	%5.9	6.7	10.3
Medyan		**%15.6**	**5.7**	**9.9**
GRSEL	**Türkiye**	**%32.5**	**3.1**	**4.7**
Emsallere Göre Prim/İskonto			-%45.5	-%52.8

Kaynak: Bloomberg (emsal verisi 20.11.2026), İş Yatırım. GRSEL çarpanları 23.11.2026 kapanış fiyatına (240,10 TL) göredir; FD/FAVÖK 2027T TMS-29 FAVÖK (Aralık 2027 TL), F/K nominal 2027T net kâr üzerinden.

Hedef fiyatımız 2027T için 8,9x F/K ve 5,4x FD/FAVÖK ima ediyor. Emsallere göre bu primi iki kat yüksek FAVÖK marjı, net nakit bilanço ve dış finansman gerektirmeyen büyüme destekliyor. İNA değeri (451,90 TL) emsal değerinin (320,47 TL) %41 üzerinde. Fark, İNA'nın 2031T'ye kadar yıllık %26 FAVÖK büyümesini ve nakit yaratımındaki büyümeyi yansıtmasından, emsal çarpanının ise tek bir yılın FAVÖK'üne uygulanmasından kaynaklanıyor.

Tablo 6: Değerleme Özeti

milyon TL	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İNA (12 ay ileri)	46,094	%60	27,656
Yabancı Benzer Şirket (%25 iskonto)	32,688	%40	13,075
Hedef Piyasa Değeri			**40,731**
Hisse Başına Hedef Fiyat (TL)			**399.33**
Cari Fiyat (TL)			240.10
Artış Potansiyeli			%66

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 7: Makro Varsayımlar

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
TÜFE, yılsonu	%30.9	%29.8	%23.0	%24.0	%18.0	%16.0	%14.0
TÜFE, ortalama	%34.9	%31.0	%25.0	%22.6	%21.0	%17.0	%15.0
TL/$, yılsonu	42.86	51.35	61.41	73.95	86.92	99.12	111.54
TL/$, ortalama	39.48	46.70	56.23	67.11	80.44	93.02	105.33
10Y TL tahvil faizi	%28.9	%34.5	%29.0	%29.0	%24.0	%20.0	%18.0

Kaynak: İş Yatırım

Hassasiyet Analizi

Terminal AOSM veya terminal büyümedeki ±50 baz puanlık değişim hedef fiyatı yaklaşık ±%2 etkiliyor. Emsal iskontosunun %15'e inmesi ve İNA ağırlığının %70'e çıkması ise hedef fiyatı yaklaşık %6 yukarı taşıyor (424,22 TL).

Tablo 8: Hassasiyet Analizi (Hedef Fiyat, TL/hisse)

Terminal AOSM \ Terminal Büyüme	%7.00	%7.50	%8.00	%8.50	%9.00
%19.26	397.9	405.2	413.1	421.8	431.4
%19.76	391.9	398.6	405.9	413.9	422.6
%20.26	386.3	392.5	**399.3**	406.7	414.7
%20.76	381.1	386.9	393.2	400.0	407.4
%21.26	376.3	381.7	387.6	393.9	400.8

Kaynak: İş Yatırım. Baz varsayım: terminal AOSM %20,26, terminal büyüme %8,00 (uzun vade TÜFE %8, reel büyüme yok). Emsal değeri sabit tutulmuştur.

Tablo 9: Hassasiyet Analizi (Artış Potansiyeli, %)

Terminal AOSM \ Terminal Büyüme	%7.00	%7.50	%8.00	%8.50	%9.00
%19.26	%66	%69	%72	%76	%80
%19.76	%63	%66	%69	%72	%76
%20.26	%61	%63	**%66**	%69	%73
%20.76	%59	%61	%64	%67	%70
%21.26	%57	%59	%61	%64	%67

Kaynak: İş Yatırım. Cari fiyat 240,10 TL (23.11.2026).

Senaryo Analizi: Ürdün BRT İhalesi

Şirket'in kısa listede yer aldığı Amman BRT ihalesini ayrı bir senaryoda değerledik. Hedef fiyatımız ihalenin kazanılmadığı baz senaryodan geliyor.

- **Kapsam ve gelir:** 250 otobüs ve 12 yıllık işletme süresi. Baz senaryoda yıllık gelir 80 milyon ABD doları (Şirket bandı 60–100). İhalenin 2027 içinde sonuçlanması beklendiği için proje 2028'de kısmen, 2029'dan itibaren tam yıl katkı veriyor.
- **Yatırım:** Şirket'in 4–5 yıllık geri dönüş hedefinden türetilen 104 milyon ABD doları (otobüs başına 0,42 milyon ABD doları). Yatırımın %60'ı 2028'de, %40'ı 2029'da.
- **Marj:** %35 FAVÖK marjı.
- **Değerleme:** Şirket AOSM'siyle iskontolanan ve terminal değer içermeyen proje değeri 1,4 milyar TL. Hedef fiyata katkısı hisse başına 16,13 TL (%4,0), BRT dahil hedef fiyat 415,46 TL.

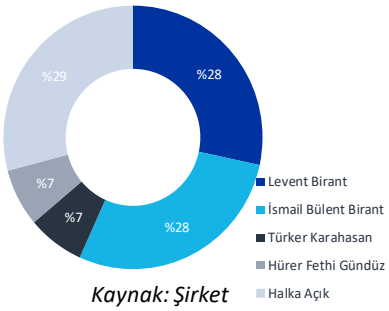
Bu senaryo bilgi amaçlıdır. İhale sonucu, nihai yatırım tutarı ve finansman yapısı henüz netleşmedi.

ŞİRKET ÖZETİ

Bir Bakışta Gür-Sel Turizm

Gür-Sel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş., kurumsal personel taşımacılığı, öğrenci taşımacılığı, sürücülü araç kiralama ve kent içi toplu taşıma alanlarında faaliyet gösteren sözleşme bazlı bir kara yolu yolcu taşımacılığı operatörüdür. 1993'te İstanbul'da kurulan Şirket 2008'de anonim şirkete dönüşmüş, 2022'de halka arz edilmiştir. Yurt içinde 15 şehirde faaliyet göstermekte, 2019'da kazandığı 10 yıllık ihaleyle Ürdün'ün başkenti Amman'da şehir içi otobüs ve 2021'den bu yana BRT hizmeti sunmakta, Almanya'da 2023'te kurulan bir bağlı ortaklık üzerinden sınırlı ölçekte faaliyet yürütmektedir.
İş modeli iki yapısal unsur üzerine kuruludur: gelirlerin ağırlıklı olarak kurumsal ve kamu müşterileriyle yapılan, fiyat uyarlama mekanizması içeren çok yıllı sözleşmelerden elde edilmesi ve kapasitenin özmal ile tedarikçi araç kombinasyonundan oluşan hibrit bir filo üzerinden yönetilmesi. 2025'te konsolide hasılat 11,6 milyar TL, FAVÖK 3,7 milyar TL (%32,4 marj), ana ortaklık net kârı 2,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket 2,0 milyar TL tutarındaki yatırım harcamasını özkaynakla finanse ederek yılı 1,8 milyar TL net nakitle kapatmıştır. Eylül 2026 sonunda Şirket 8.767 araçlık bir filoyu yönetmekte, kapasite kullanım oranı %89, özmal araç oranı %17'dir.

Grafik: 31 Mart 2026 İtibarıyla Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket

Şirket'in 102,0 mn TL ödenmiş sermayesinin %28'i Levent Birant'a, %28'i İsmail Bülent Birant'a, %7'si Türker Karahasan'a, %7'si Hürer Fethi Gündüz'e ait olup %29'u halka açıktır. Yönetim Kurulu Başkanlığını Levent Birant yürütmektedir. Kurucu ortakların tamamının icrada aktif rol alması ve sektördeki otuz yılı aşan geçmişi, ihale bazlı ve ilişki yoğun bir iş kolunda kurumsal süreklilik sağlamaktadır.

İş Kolları

Gelirlerin yaklaşık üçte ikisi personel taşımacılığından elde edilmektedir. Öğrenci taşımacılığı ikinci, Ürdün'deki kent içi toplu taşıma üçüncü büyük gelir kaynağıdır. 2025'te TMS-29 bazında personel taşımacılığı 7,8 milyar TL (%67), öğrenci taşımacılığı 2,1 milyar TL (%18), Ürdün 1,3 milyar TL (%11), Comfort Go 372 mn TL (%3) gelir üretmiştir.

Tablo 10: İş Kolu Bazında Operasyonel Göstergeler (9A26)

İş Kolu	Filo (adet)	Kapasite Kullanımı	Özmal Araç Oranı	Günlük Taşıma Kapasitesi
Personel Taşımacılığı	6,180	%88.9	%16.9	275,000
Öğrenci Taşımacılığı	1,775	%87.2	%15.5	55,000
Kent İçi Toplu Taşıma (Ürdün)	364	-	-	90,000
Sürücülü Araç Kiralama	445	%85.2	%48.3	-
Toplam	8,767	%89	%17	420,000

Kaynak: Şirket 3Ç26 yatırımcı sunumu (30.09.2026)

Personel taşımacılığı, kamu kurumları, sanayi kuruluşları ve özel sektör şirketleriyle imzalanan çok yıllı sözleşmeler çerçevesinde sabit güzergâh ve sefer planı üzerinden sunulmaktadır. Akaryakıt maliyetindeki değişim sözleşmelerin önemli bölümünde aylık olarak hizmet bedeline yansıtılmaktadır. **Öğrenci taşımacılığı** 2006'dan bu yana kolej, özel okul ve üniversitelere yönelik ring, shuttle ve kampüs içi hizmetleri kapsamaktadır. Ödemenin büyük ölçüde veliler tarafından yapılması ve fiyat revizyonlarının dönemsel olması nedeniyle işletme sermayesi çeyrekler arasında dalgalanmaktadır. **Kent içi toplu taşıma** faaliyetleri tamamen Amman'da yürütülmekte, gelirler aylık endeksleme mekanizmasına bağlıdır ve Şirket'in döviz bazlı gelir kaynağını oluşturmaktadır. Mevcut operasyonda araçların mülkiyeti yerel kamu otoritesine aittir. **Sürücülü araç kiralama** (Comfort Go) havaalanı transferi, kurumsal filo ve grup taşımacılığı hizmetlerini kapsamaktadır. İstanbul Büyükşehir Belediyesi Filo Taşımacılık Belgesi'ne tabi olması segmentte rekabeti yapısal olarak sınırlamaktadır.

Filo Yapısı ve Hibrit İşletme Modeli

Özmal araçlar, operasyonel kontrolün kritik olduğu, sözleşme süresinin uzun ve sermaye getirisinin görece yüksek olduğu projelerde tercih edilmekte, kalan kapasite tedarikçi ağı üzerinden karşılanmaktadır. Yatırım kararları proje bazında, sözleşme süresi, gelir görünürlüğü, beklenen nakit katkısı, aracın ekonomik ömrü ve ikinci el değeri birlikte değerlendirilerek alınmaktadır. Hedeflenen geri dönüş süresi 3,5–4,5 yıl aralığındadır. Filo yenileme döngüsü ortalama beş yıl, araç başına yatırım tutarı ise iş planında 100–125 bin ABD doları bandında modellenmektedir. Şirket 2025'te 463 yeni araç ve 104 yeni plaka yatırımı gerçekleştirmiş, yatırımların yaklaşık %70'i araç, %30'u plaka alımına yönelmiştir. Modelimizdeki özmal oranları gelir payı bazındadır. Yönetimin uzun vadede %20–25 bandında olgunlaşmasını beklediği özmal oranı ise araç adedi bazındadır.

Tahditli Plaka Portföyü ve Müşteri Yapısı

Plaka portföyü 2025 sonundaki 946 adetten 30.09.2026 itibarıyla 1.049 adede ulaşmış olup 614'ü İstanbul'da, 435'i İstanbul dışındadır. Bursa, Ankara, Erzurum, Manisa ve Düzce'deki portföyler 2025'te oluşturulmuştur. Şirket kamu kurumları, sanayi kuruluşları, özel sektör şirketleri, eğitim kurumları ve belediyelere hizmet vermektedir. Yaygın müşteri tabanı ve düşük yoğunlaşma, sözleşme yenileme dönemlerinde fiyatlama gücünün korunmasına katkı sağlamaktadır. Öğrenci taşımacılığında referans portföyde VKV Koç Okulları, Robert Kolej, Enka Okulları ve Hisar Eğitim Vakfı Okulları yer almaktadır.

Uluslararası Operasyonlar

Ürdün. Şirket'in %51 pay sahibi olduğu bağlı ortaklık aracılığıyla Amman'da şehir içi otobüs ve BRT hizmeti sunulmaktadır. Faaliyet 2025'te 1,3 milyar TL gelirle konsolide satışların %11,5'ini oluşturmuştur. Yeni BRT ihalesi Değerleme bölümünde ayrı bir senaryo olarak ele alınmıştır. **Almanya.** 2023'te Hamburg'da kurulan Gürsel Mobility GmbH 2025'te 39 mn TL gelir üretmiş olup ölçeği sınırlıdır. **ABD ve Özbekistan.** Adastec iştiraki ve ABD'de kurulan işletme şirketi otonom toplu taşımada erken aşama konumlanmayı, Özbekistan'daki çalışmalar ise kamu ve personel taşıma ihalelerini hedeflemektedir. Bu faaliyetlerin finansal katkısı tahminlerimize dahil değildir.

Tablo 11: Konsolidasyon Kapsamındaki Bağlı Ortaklıklar (31.03.2026)

Bağlı Ortaklık	Ülke	Pay	Faaliyet
Gürsel Taşımacılık Servis ve Turizm A.Ş.	Türkiye	%100.0	Personel ve okul servisi
GT Anadolu Toplu Taşımacılık ve Turizm A.Ş.	Türkiye	%100.0	Taşımacılık (Eskişehir)
Gürsel Mobility GmbH	Almanya	%100.0	Almanya operasyonları
UTS Taşımacılık Turizm A.Ş.	Türkiye	%99.6	Taşımacılık (Samsun)
İzmit Seyahat Taş. İnş. ve Tur. Hiz. Ltd. Şti.	Türkiye	%99.0	Şehirlerarası ve şehir içi taşımacılık
Şenol Turizm Taşımacılık ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	%96.0	Şehir içi taşımacılık
Jordanian And Turkish For Managing (Gürsel Ürdün)	Ürdün	%51.0	Amman otobüs ve BRT işletmeciliği

Kaynak: Şirket konsolide finansal tabloları

SEKTÖR ÖZETİ

Türkiye'de Servis Taşımacılığı

Belediyelerin düzenlediği, arzı sınırlı bir pazar. Personel ve öğrenci servis taşımacılığı Türkiye'de yerel yönetimlerin düzenlediği, sözleşmeye dayalı bir hizmettir. Her ilde çalışacak araç sayısını belediye (büyükşehirlerde UKOME) belirler ve bu araçlara taksi plakasında olduğu gibi sabit ve tahditli plaka verir. İstanbul'da UKOME'nin Haziran 2019 kararıyla mevcut hak sahiplerine 56.450 servis aracı için tahditli plaka tahsis edilmiş, servis taşımacılığı yetki belgesinin süresi 10 yıldan 30 yıla uzatılmıştır. Yeni plaka ihracı sınırlı olduğundan arz kontrollüdür. Şirketin 3Ç26 faaliyet raporuna göre plaka değerleri her ilin arz/talep dengesine ve tahdit politikasındaki esnekliğe göre şehirden şehre değişmektedir; bazı Anadolu belediyeleri plakayı satmak yerine kiralamaktadır (Eskişehir Büyükşehir Belediyesi'nden 10 yıllığına 105, Aksaray Belediyesi'nden 30 plaka). Şirket yönetiminin 2023'teki açıklamasına göre İstanbul'daki servis araçları kentteki toplam taşıma kapasitesinin yaklaşık %25'ini karşılamaktadır.

Parçalı yapı, ölçeğin önemi artıyor. Sektörde araç sahibi bireysel taşımacılar ve küçük filolar çoğunluktadır; birden fazla ilde kurumsal ölçekte hizmet verebilen operatör sayısı azdır. Büyük operatörler de kapasitenin çoğunu araç sahiplerinden taşeron olarak sağlar; özmal araçlar yedek ve garantör rolüyle tedarikçiye bağımlılığı sınırlar. Gür-Sel Turizm'in 30.09.2026 itibarıyla 1.357 özmal aracı ve 614'ü İstanbul'da olmak üzere 1.049 tahditli plakası bulunmaktadır. Gür-Sel Turizm halka arz döneminde İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nden Filo Taşımacılık Belgesi almış 9 şirketten biriydi ve yönetim pazar payını yaklaşık %7 olarak tahmin ediyor. Kamu kurumları, sanayi şirketleri ve özel okullar ihalelerde güvenlik, araç yaşı, takip sistemleri ve ülke çapında tek muhatap aradığından, kurumsal operatörlerin küçük taşımacılardan pay almasını bekliyoruz. İstanbul dışındaki sanayi bölgelerinde kurumsal hizmet arzının sınırlı olması büyümenin en önemli kaynağıdır.

İş modeli: taşeron araç ağı ve özmal filo. Kurumsal servis işi ağırlıklı olarak ihale ve sözleşmeyle alınır. Operatör, ihalenin teknik şartnamesine uygun minibüs, midibüs ve otobüsleri ya kendi filosundan ya da ticari araç sahiplerini alt taşeron olarak sözleşmeye bağlayarak sağlar. Tedarikçiye ödenen bedel aracın, sürücünün ve akaryakıtın maliyetini birlikte içerdiği için bu işlerde operatörün marjı düşüktür. Özmal araçta amortisman ve finansman yükü operatörde kalır, buna karşılık marj belirgin biçimde yüksektir: hesaplamamıza göre 2025'te personel taşımacılığında brüt marj özmal araçlarda %55,3, tedarikçi araçlarda %29,5 oldu. Aynı araç ve sürücüler yasal yeterlilikleri karşılamak koşuluyla hem personel hem öğrenci servisinde kullanılabildiğinden, gün içi ve sezonluk kapasite kullanımı karlılığın ana belirleyicilerinden biridir. Gür-Sel Turizm'de aktif filodaki özmal payı son bir yılda %16,3'ten %17,4'e yükseldi; faaliyet raporundaki taşıt listesine göre özmal filonun çoğunu 730 minibüs ve 200 midibüs oluşturuyor, bunlara 201 otobüs ve 251 binek araç ekleniyor.

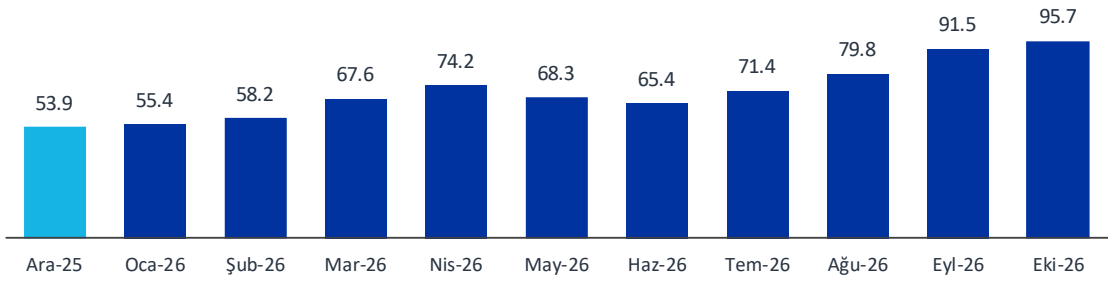
Sözleşme ve fiyatlama yapısı. Personel taşımacılığında müşteri kamu kurumu veya şirkettir; bedel güzergâh, vardiya ve sefer sayısına göre sözleşmede belirlenir ve sözleşmelerde periyodik fiyat uyarlama mekanizmaları bulunur. Bu yapı maliyet artışlarının fiyata aktarılmasını sağlar ancak aktarım gecikmeli olur; maliyetlerin hızlı yükseldiği dönemlerde marj geçici olarak daralır, fiyat güncellemeleriyle yeniden toparlanır. Hacim tarafında yeni sözleşmeler ve mevcut müşterilerde sefer sayısı belirleyicidir: şirketin personel taşımacılığında hareket sayısı 9A26'da yıllık %40,4 arttı, toplam filo %11,4 artışla 8.767 araca ulaştı. Öğrenci taşımacılığında ise her veli ayrı müşteridir ve ücret eğitim yılı başında belirlenir. Ücretlerin dönem başında peşin veya taksitle tahsil edilmesi sektöre özgü bir işletme sermayesi avantajı yaratır: Gür-Sel Turizm'in 30.09.2026 bilançosunda ertelenmiş gelirler yaklaşık 2,0 milyar TL'dir.

Tablo 12: Servis Taşımacılığında Düzenleyici Çerçeve

Konu	Düzenleme	Etkisi
Plaka	Araç sayısını belediye / UKOME belirler; İstanbul'da 2019'dan beri tahditli plaka (56.450 araç), yetki belgesi 30 yıl	Arz sınırlı; plaka değer koruyor, giriş bariyeri
Personel servisi fiyatı	İstanbul'da İBB tarifesi esas alınır (Şubat 2026'da %30 artış); sözleşme bedeli güzergâh, vardiya ve sefer sayısına göre belirlenir	Akaryakıt artışı fiyata dönemsel ve gecikmeli yansır
Okul servisi fiyatı	Ağustos 2025'ten itibaren belediyelerin belirlediği tarifeye bağlı	Okul segmentinde fiyat artışı tarifeye bağlı
Araç mülkiyeti (okul)	Tüzel kişi taşımacılarda araçların en az üçte biri şirket adına tescilli olmalı (2025)	Özmal filosu olan operatörlere avantaj
Denetim	Sayıştay (2021): İstanbul'da ihalesiz ve süresiz plaka tahsisi mevzuata aykırı, ihale önerildi	Uzun vadede plaka rejimi değişebilir

Asıl maliyet baskısı akaryakıttan geldi. Sektörün ana maliyet kalemleri akaryakıt, sürücü ücretleri ve araçtır. Motorinin litre fiyatı yılbaşından Ekim sonuna kadar %80 arttı (İstanbul'da 53,6 TL'den 96,7 TL'ye; EPDK Türkiye ortalamasında Aralık 2025'te 53,9 TL, Ekim 2026'da 95,7 TL). Aynı dönemle karşılaştırılabilir son veriyle, Aralık 2025–Eylül 2026'da motorin EPDK ortalamasında %70 artarken TÜFE %24,3 arttı. Ücret tarafında baskı daha sınırlı: brüt asgari ücret 2026'da %27 artarak 2025 enflasyonunun (%30,9) altında kaldı. Fiyat tarafında İstanbul'da personel servisi tarifesi Şubat 2026'da %30 artırıldı. Şirketin 3Ç26 açıklamalarına göre akaryakıt artışlarının sözleşme bedellerine gecikmeli yansıması marjları özellikle tedarikçi araçlarla yürütülen personel taşımacılığında daralttı; şirket fiyat uyarlamalarıyla marjların normalleşmesini bekliyor. Biz de marjların 2027'de toparlanmasını öngörüyoruz.

Grafik: Motorin Aylık Ortalama Litre Fiyatı (TL)



Kaynak: EPDK (akaryakıt bayi satış fiyatları, Türkiye aylık ortalaması), İş Yatırım

Öğrenci segmentinde belirleyici olan özel okullar. MEB'in 1 Ekim 2026'da açıkladığı 2025-2026 örgün eğitim istatistiklerine göre Türkiye'de 17,7 milyon öğrenci bulunuyor; bunların 1,49 milyonu (%8,4) özel okullarda okuyor. Okul servisi resmî okullarda da yaygın olmakla birlikte kurumsal operatörlerin müşteri tabanı ağırlıklı olarak özel okullar, kolejler ve üniversitelerdir. Ağustos 2025'te yapılan yönetmelik değişikliğiyle okul servis ücretlerini belediyeler belirler hale geldi, yönetmeliğin kapsamı resmî ve özel tüm okulları içerecek şekilde açıkça tanımlandı ve tüzel kişi taşımacıların araçlarının en az üçte birini şirket adına tescil ettirmesi şartı getirildi. Bu düzenleme fiyatlamayı daha öngörülebilir hale getirirken özmal filosu olan büyük operatörleri avantajlı konuma taşıyor. İstanbul'da 2026-2027 eğitim yılı için okula en yakın mesafede aylık servis ücreti yaklaşık 4.500 TL, uzak okullarda yıllık maliyet 90 bin TL'nin üzerindedir. Uzun vadede düşen doğum hızının okul çağındaki nüfusu azaltması segmentin hacim büyümesini sınırlayan yapısal bir unsurdur.

Personel segmentinde talep sanayi bölgelerine kayıyor. Personel servisinin en büyük müşteri grubu sanayi şirketleridir. OSBÜK'e göre Türkiye'deki organize sanayi bölgesi sayısı 416'ya, OSB'lerdeki fabrika sayısı 68 binin üzerine, istihdam ise 2,7 milyonun üzerine çıktı (Ocak 2026). Şehir merkezlerinden uzak sanayi bölgelerinde toplu taşıma sınırlı olduğundan vardiyalı çalışan işletmeler için servis zorunlu bir hizmettir. Sanayi yatırımlarının İstanbul dışına, Marmara'nın doğusuna ve İç Anadolu'ya kayması kurumsal servis talebini de bu bölgelere taşıyor. Gür-Sel Turizm'in İstanbul dışındaki plaka sayısı 435'e ulaştı (Eskişehir'de 105'i belediyeden kiralık olmak üzere 154, Kocaeli'de 78, Samsun'da 77, Bursa'da 25 plaka); şirket Eskişehir'de bakım, onarım ve parklanma tesisi ile Gebze'de bölge ofisi kuruyor.

Yurt dışında kent içi toplu taşıma. Pek çok ülkede belediyeler özelleştirme kararlarının ardından kent içi otobüs işletmeciliği için özel operatör arıyor; ancak şirketin faaliyet raporuna göre siyasi dalgalanmalar ve güvenlik sorunları nedeniyle bu ihalelerde teklif gerçekleşme oranı düşük kalıyor. Bu pazarda referans ve yerel operasyon deneyimi belirleyicidir. Gür-Sel Turizm 2019'dan bu yana Ürdün'ün başkenti Amman'da otobüs işletmeciliği yapıyor, 2021'de aynı şehirdeki BRT hattının işletmesi de ihalesiz olarak şirkete verildi ve projede 364 araç çalışıyor. Şirketin kısa listede yer aldığı yeni Amman BRT ihalesinin 2027'de sonuçlanması bekleniyor; Almanya'da ise Hamburg merkezli bağlı ortaklık 2023'ten bu yana personel taşımacılığı yapıyor.

Talep ve riskler. Talebi istihdam, sanayi yatırımları ve özel eğitimdeki öğrenci sayısı belirliyor. Öğrenci taşımacılığı her veliye ayrı hizmet verilen perakende bir iştir; aynı araç ve sürücüler personel ve öğrenci servisinde birlikte kullanılabildiği için iki segment birbirini tamamlar. Pandemiyle yaygınlaşan uzaktan ve hibrit çalışma kalıcı bir talep riski olmaya devam ediyor. Orta vadede elektrikli ve otonom araçlar sektörün maliyet yapısını değiştirebilir; Gür-Sel Turizm bu alanda stratejik ortağı Adastec ile ABD'de 1Ç27'de otonom otobüs teslim almayı planlıyor. Toplu taşımanın payının artması şirketin hizmetlerine olan talebi olumsuz etkileyebilir.

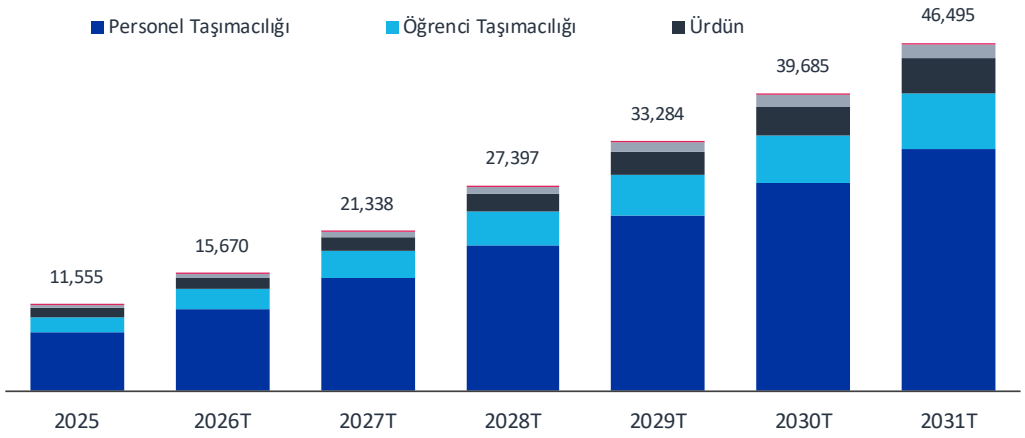
FİNANSAL ANALİZ

Bu bölümdeki tutarlar aksi belirtilmedikçe TMS-29 uyarınca ilgili yıl sonu satın alma gücüyle ifade edilmiştir. 2026T ve sonrası, nominal tahminlerimizden ilgili yılın enflasyon düzeltme katsayılarıyla türetilmiştir. Tahminler Senaryo 1 (BRT hariç) esasına göredir.

Satışlar

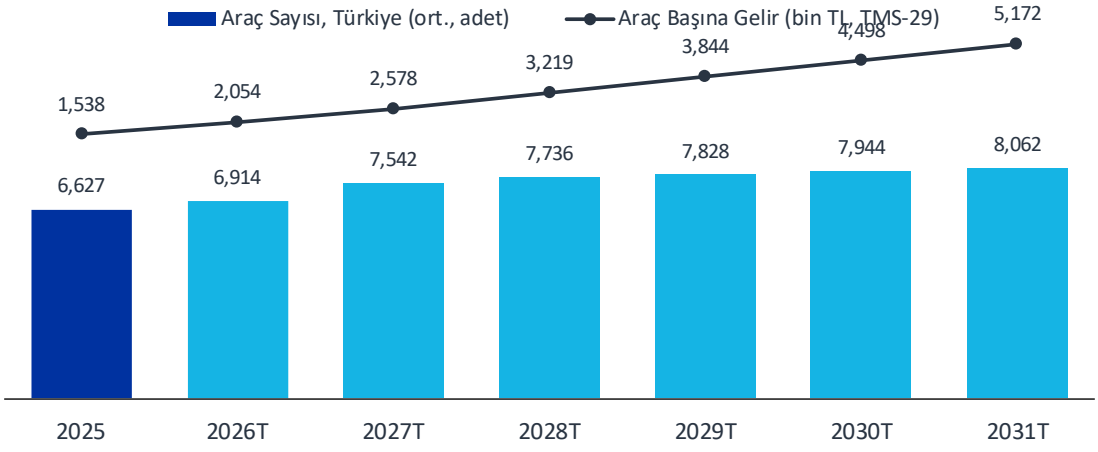
2025'te konsolide hasılat reel bazda %6,0 artışla 11,6 milyar TL olmuştur. 2026T'de hasılatın %35,6 artışla 15,7 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Nominal bazda bu tutar 14,4 milyar TL'ye ve ortalama enflasyondan arındırıldığında yaklaşık %4 reel büyümeye karşılık gelmektedir. 2027T'de 2026 yılı son çeyrekte kazanılan 21 yeni müşterinin katkısıyla büyümenin %36,2'ye (reel %10,7) çıkmasını, ardından 2031T'de %17,2'ye yavaşlamasını bekliyoruz; 2026–2031 döneminde yıllık bileşik büyüme %24,3 olmaktadır. Segment karması projeksiyon boyunca sınırlı değişmektedir. Personel taşımacılığının payı %68–69 aralığında kalırken Ürdün'ün payı yurt dışındaki daralmayla 2026T'de %9,0'a gerilemekte, 2031T'de %10,0'a yükselmektedir. Aralık 2026 TL'sine taşındığında 9A26 hasılatı yıl tahminimizin %69,4'üne karşılık gelmektedir. Tahminimiz, Şirket'in beklentisiyle uyumlu olarak 4Ç26'da yurt içi satışlarda yıllık %10 reel büyüme içermektedir.

Grafik: Segment Bazında Hasılat (mn TL)



Türkiye'de ortalama araç sayısının 2025'teki 6.627'den 2031T'de 8.062'ye, araç başına gelirin (TMS-29) 1,54 mn TL'den 5,17 mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz. 2024–2025'teki hızlı filo büyümesinin ardından 2026 sonrasında büyümenin ağırlıklı kaynağı fiyattır; 2027T'deki %9'luk araç artışı son çeyrekte kazanılan yeni müşterilerden geliyor.

Grafik: Araç Sayısı (Türkiye, ort.) ve Araç Başına Gelir (bin TL)

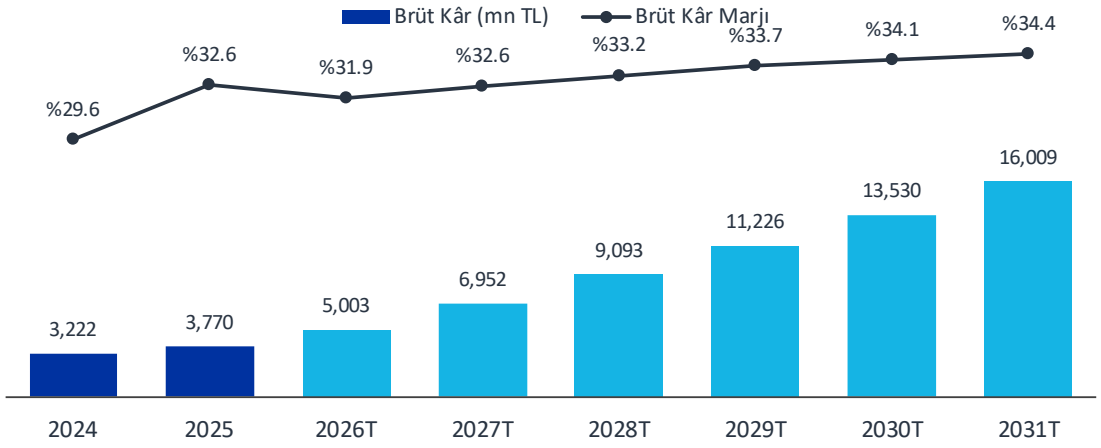


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Brüt Kâr

Brüt marj 2025'te %32,6 olmuştur. 2026T'de %31,9'a gerileyen brüt marjın, özmal payındaki artışla 2031T'de %34,4'e yükselmesini bekliyoruz. 2026'daki geçici gerileme operasyonel değil muhasebeseldir: 2025'te Şirket'in taşıtlarda kalıntı değeri dikkate almaya başlamasıyla amortisman satışların %3,1'ine gerilemiş, TMS-29 amortismanının yeniden ifade edilmiş varlık tabanı üzerinden hesaplanmasıyla bu oran 2026T'de %3,7'ye çıkmaktadır. Amortisman hariç brüt marj 2025'te %35,7, 2026T'de %35,6 ile yatay seyretmektedir.

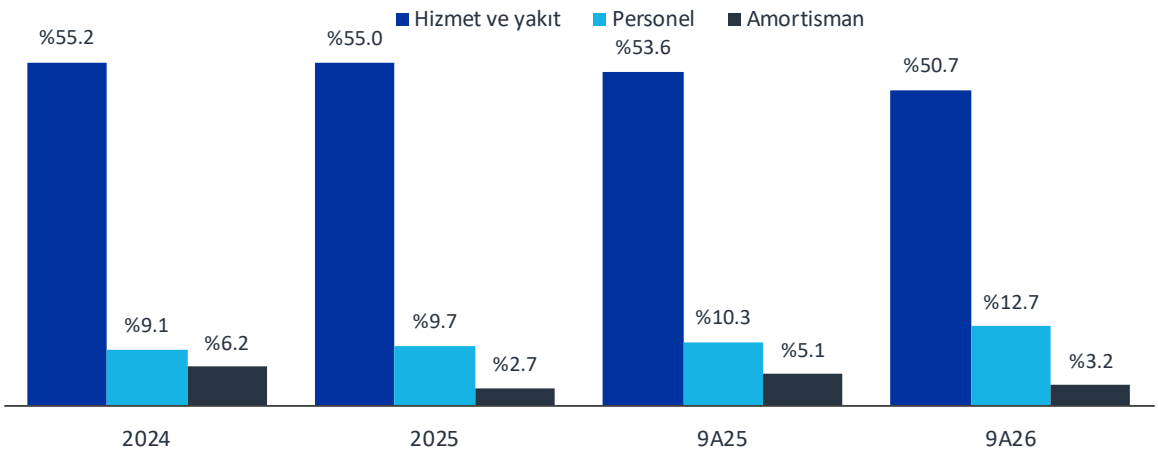
Grafik: Brüt Kâr (mn TL), Brüt Kâr Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

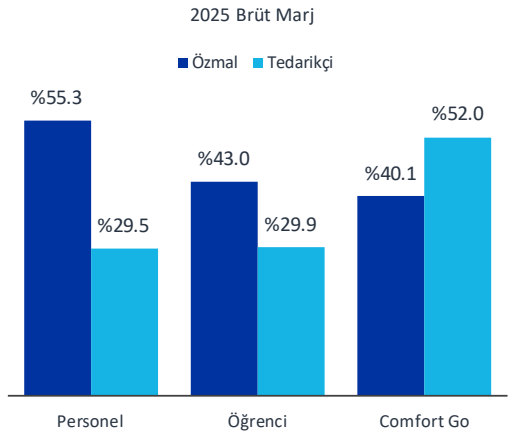
Satışların maliyeti kırılımı. Satışların maliyeti niteliklerine göre incelendiğinde, tedarikçi araç hizmet bedelleri ile akaryakıtı birlikte içeren hizmet ve yakıt giderlerinin satışlara oranı 9A25'teki %53,6'dan 9A26'da %50,7'ye gerilerken personel giderlerinin oranı %10,3'ten %12,7'ye yükselmiştir. Bu değişim özmal araç payındaki artışın beklenen etkisidir: Tedarikçiye ödenen bedelin yerini Şirket'in kendi sürücü ve işletme maliyeti almaktadır. Amortismanın satışlara oranı ise kalıntı değer uygulamasıyla %5,1'den %3,2'ye düşmüştür. Çeyreklik bazda ise akaryakıt artışlarının fiyata gecikmeli yansımasıyla hizmet ve yakıt oranı 1Y26'daki %49,2'den 3Ç26'da %53,7'ye çıkmıştır. Raporlanan tablolar hizmet ve yakıt kalemini ayrıştırmadığından akaryakıtın tek başına payı izlenememektedir.

Grafik: Satışların Maliyeti Kırılımı (Satışlara Oran)

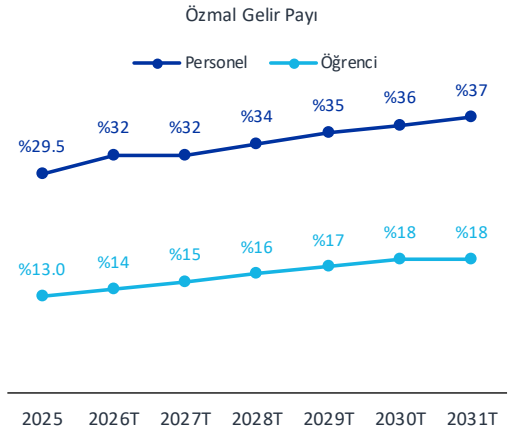


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik: Özmal ve Tedarikçi Brüt Marjı (2025), Özmal Gelir Payı Varsayımları



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

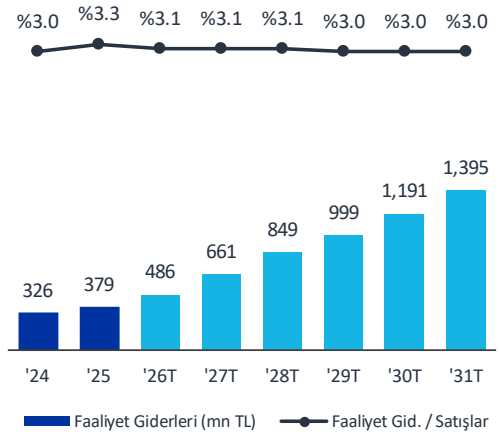


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

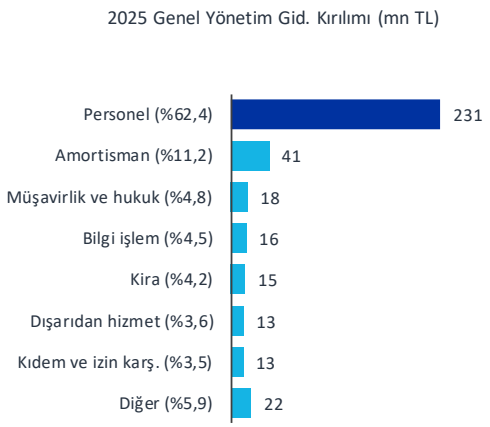
Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri (genel yönetim ve pazarlama) 2025'te 379 mn TL ile satışların %3,3'ü olmuştur. Genel yönetim giderlerinin %62'si personel, %11'i amortisman kaynaklıdır. Pazarlama giderleri 10 mn TL ile sınırlıdır. Faaliyet giderlerinin satışlara oranının projeksiyon boyunca %3,0–3,1 aralığında kalmasını bekliyoruz.

Grafik: Faaliyet Giderleri (mn TL), Faaliyet Giderleri / Satışlar ve 2025 Genel Yönetim Gideri Kırılımı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

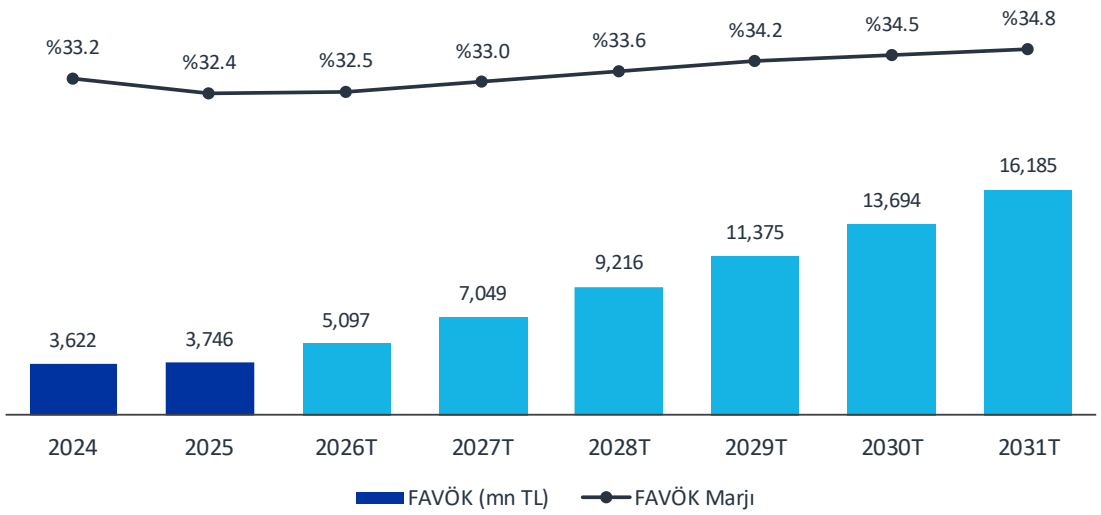


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

FAVÖK

FAVÖK 2025'te 3,7 milyar TL (%32,4 marj) olmuştur. FAVÖK'ün 2026T'de 5,1 milyar TL'ye (%32,5 marj), 2031T'de 16,2 milyar TL'ye (%34,8 marj) ulaşmasını bekliyoruz. 2026–2031 döneminde yıllık bileşik büyüme %26,0 ile hasılatın 1,7 puan üzerindedir. 9A26'da gerçekleşen 3,4 milyar TL FAVÖK Aralık 2026 TL'sine taşındığında yıl tahminimizin %70,6'sına karşılık gelmekte, dokuz aylık marj %33,1'dir. Tahminimiz 4Ç26'da %31,2 marj ima etmektedir. Bu, 3Ç26'daki %30,3'lük marjdan sınırlı bir toparlanmayı ve fiyat uyarlamalarının akaryakıt baskısını kademeli olarak dengelemesini yansıtmaktadır.

Grafik: FAVÖK (mn TL), FAVÖK Marjı

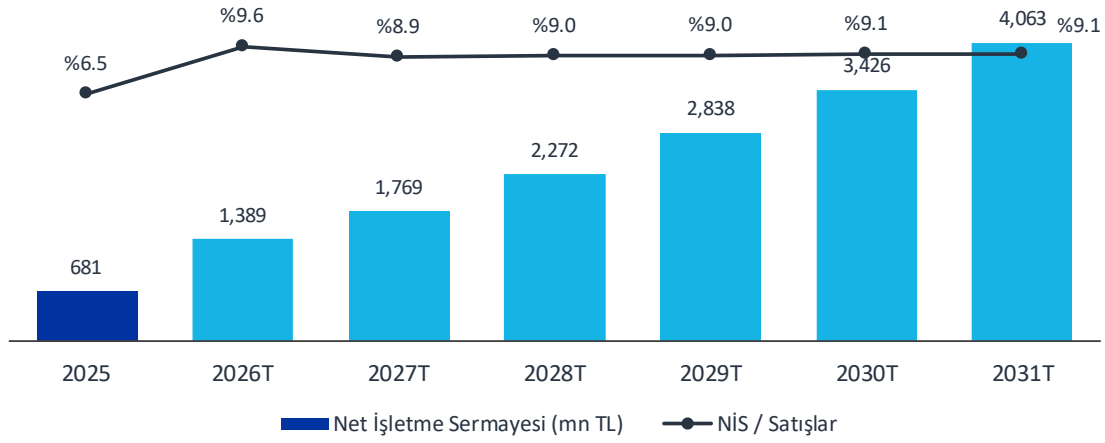


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesi 2025 sonunda 681 mn TL ile nominal cironun %6,5'inde kalmıştır. Kalem yıl içinde belirgin mevsimsellik göstermektedir: Öğrenci tahsilatlarının Temmuz'a kaymasıyla Haziran sonunda yükselen net işletme sermayesi, yeni eğitim dönemi peşin tahsilatlarıyla 3Ç26'da 618 mn TL azalarak Eylül sonunda 2,0 milyar TL'ye gerilemiştir (Şirket tanımı, son 12 aylık satışların %13,9'u). Yıllık modelde yıl sonu bakiyeleri kullanıldığından mevsimsellik değerlemeyi etkilememektedir. Şirket yıl sonunda net işletme sermayesinin satışlara oranının (Şirket tanımı) yaklaşık %10 olmasını bekliyor. Okul ücretlerinin tahsil zamanının kayması ve azalan peşin ödemeler nedeniyle bu oran modelimizde 2026T'de %9,6'ya çıkıyor, 2027T'den itibaren %8,9–9,1 aralığında kalıyor. Alınan avansları 2026T'de 47, 2027T'den itibaren 50 günlük satışa eşit alıyoruz (2025 sonunda 58 gün); tahsilat zamanlamasındaki kaymanın bir kısmının kalıcı olduğunu varsayıyoruz. Ticari alacak (100–110 gün) ve ticari borç (50–60 gün) vadelerinde değişiklik yok.

Grafik: Net İşletme Sermayesi (mn TL), NİS / Satışlar

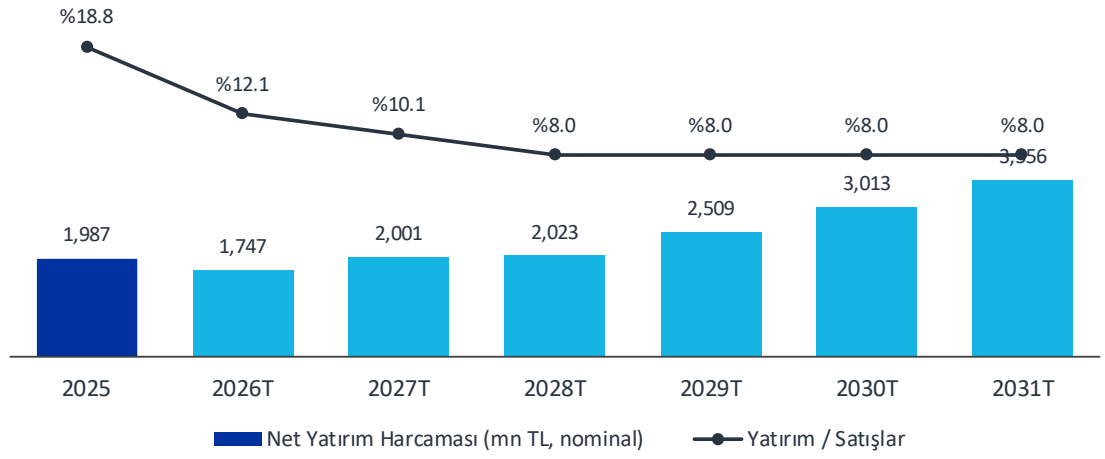


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Yatırım Harcamaları

Net yatırım harcaması 2025'te 2,0 milyar TL ile nominal satışların %18,9'una ulaşmıştır. 9A26'da yıllık %25,7 azalışla 1,3 milyar TL olmuş, son 12 aylık satışlara oranı %12,1'e gerilemiştir. 3Ç26'da ise özmal filo, İç Anadolu operasyonlarına hizmet verecek Eskişehir bakım, onarım ve parklanma tesisi ile Gebze bölge ofisi yatırımlarıyla harcama yıllık %81 artışla 581 mn TL'ye çıkmıştır. Şirket araç alımlarını genellikle yıl sonu kampanya döneminde yaptığından 4Ç26'da yatırımın hızlanmasını bekliyoruz. Dokuz aylık harcamanın %51'i araç, %42'si plaka alımına yöneliktir. Oranın 2027T'de %10,1'e, 2028T'den itibaren %8'e inmesiyle yatırım tutarının 2026T'deki 1,7 milyar TL'den 2031T'de 3,6 milyar TL'ye satış büyümesine paralel artmasını bekliyoruz.

Grafik: Net Yatırım Harcaması (mn TL, nominal), Yatırım / Satışlar

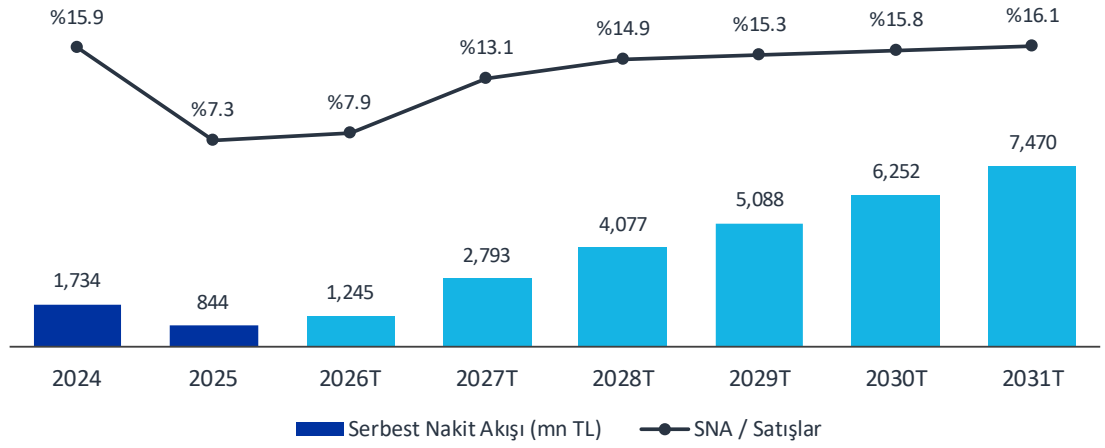


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Serbest Nakit Akışı (SNA)

Serbest nakit akışı 2025'te yatırım döngüsünün zirve yapmasıyla 844 mn TL'ye (satışların %7,3'ü) gerilemiştir. 2026T'de işletme sermayesindeki artış nedeniyle SNA'nın 1,2 milyar TL'de (%7,9) kalmasını bekliyoruz. Yatırım yükünün normalleşmesi ve marj genişlemesiyle SNA'nın 2031T'de 7,5 milyar TL'ye (%16,1) yükselmesini, SNA/FAVÖK oranının %24'ten %46'ya çıkmasını bekliyoruz. Faaliyetlerden sağlanan nakdin yatırım harcamasını karşılama oranı 2026T'de 1,7x, 2031T'de 3,2x'tir.

Grafik: Serbest Nakit Akışı (mn TL), SNA / Satışlar

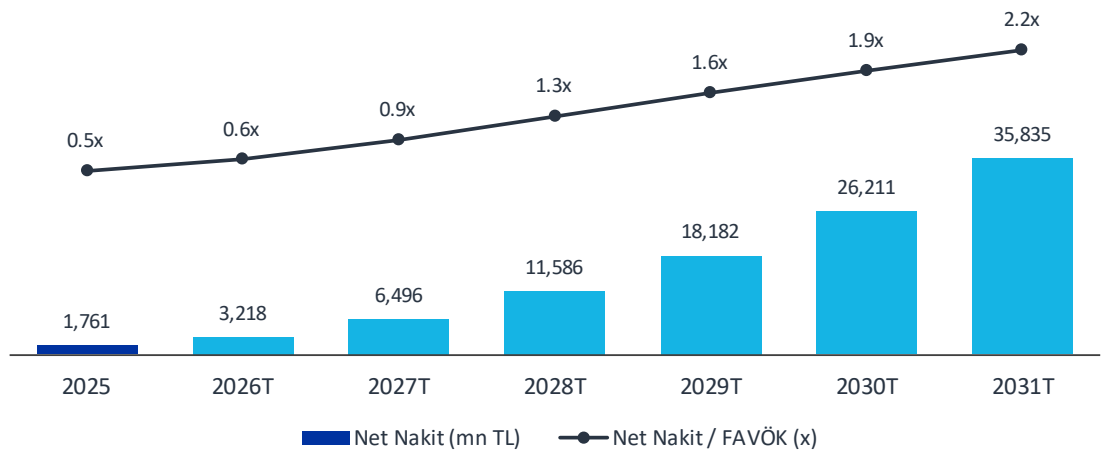


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Net Nakit

Net nakit pozisyonunun (nakit ve finansal yatırımlar eksi finansal borçlar) 2025 sonundaki 1,8 milyar TL'den 2026T'de 3,2 milyar TL'ye, 2027T'de 6,5 milyar TL'ye, 2031T'de 35,8 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Şirket 2026 sonu için yaklaşık 3 milyar TL net nakit bekliyor; bu beklenti 9A26'da açıklanan 2.552 mn TL ile aynı tanıma dayanıyor (nakit ve kısa vadeli finansal yatırımlar eksi banka kredileri; uzun vadeli finansal yatırımlar ve kiralama borçları hariç). 2027 sonu için resmî bir net nakit hedefi yok. Net nakdin FAVÖK'e oranı 0,5x'ten 2,2x'e çıkmaktadır. Finansal borçların 30.09.2026'daki 672 mn TL'den, dezenflasyonla düşen faiz oranlarına paralel olarak 2031T'de 368 mn TL'ye gerilemesini varsayıyoruz. Nakit getirisi 10 yıllık tahvil faiziyle birlikte düşmekte, 2025'te gerçekleşen %20'yi aşmamaktadır.

Grafik: Net Nakit (mn TL), Net Nakit / FAVÖK

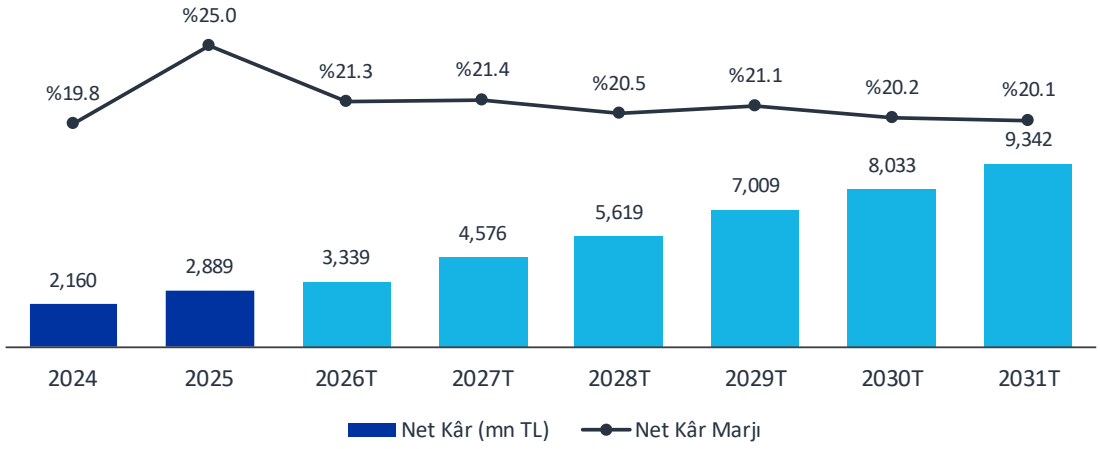


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Net Kâr

Ana ortaklık net kârının 2026T'de %15,6 artışla 3,3 milyar TL'ye, hisse başına kârın 32,7 TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Net kâr marjının 2025'teki %25,0'ten 2026T'de %21,3'e gerilemesi iki faaliyet dışı kalemden kaynaklanmaktadır: 2025'te %14,9 ile olağandışı düşük gerçekleşen efektif vergi oranının %25'e yükselmesi ve net parasal pozisyon kaybının net nakit birikimiyle 2025'teki 363 mn TL'den 2026T'de 637 mn TL'ye, 2028T'de 2,7 milyar TL'ye çıkması. 9A26'da efektif vergi oranı %21,5 olmuştur. Net kâr 2031T'de 9,3 milyar TL'ye, hisse başına kâr 91,6 TL'ye ulaşmaktadır. Temettü dağıtım oranını %5'te sabit tuttuğumuz için nakit bilançoda birikmekte ve özkaynak kârlılığı 2025'teki %30,9'dan 2031T'de %12,3'e gerilemektedir. Şirket 2025 kârından brüt 150 mn TL temettü dağıtmıştır; bu tutar SPK'ya göre net kârın %5'ine, yasal kayıtlara göre dağıtılabilir kârın %11'ine karşılık gelmektedir. Dağıtım yasal kayıtlardaki kârla sınırlıdır ve Şirket daha yüksek bir dağıtım oranına ilişkin bir açıklama yapmamıştır. Borçsuz bilançoda biriken nakit göz önüne alındığında, daha yüksek bir dağıtım oranı ya da nakdin büyümeye (Anadolu'da plaka ve özmal filo, Ürdün BRT ihalesi) yönlendirilmesi özkaynak kârlılığı açısından yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.

Grafik: Net Kâr (mn TL), Net Kâr Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

3Ç26 Sonuçları

Ciro hızlandı, akaryakıt marjı baskıladı. Gür-Sel Turizm 3Ç26'da 3,4 milyar TL hasılat açıkladı. Hasılat yıllık bazda reel %6,8 arttı. Yurt içi satışlar %8,7 büyüdü, yurt dışı satışlar %9,4 geriledi. Akaryakıt fiyatlarındaki artış sözleşme bedellerine gecikmeli yansıdı. Bu nedenle brüt marj %33,1'den %30,6'ya, FAVÖK marjı %31,8'den %30,3'e indi. FAVÖK yıllık %1,7 artışla 1,0 milyar TL oldu. Dokuz aylık dönemde hasılat %2,7, FAVÖK %2,1 arttı, net kâr ise %1,2 azaldı.

Nominal büyüme güçlü. Enflasyon muhasebesi etkisi çıkarıldığında nominal hasılat 3Ç26'da %37,0, 9A26'da %33,9 arttı.

Net kârdaki düşüş faaliyet dışı kalemlerden geldi. Net kâr yıllık %35,2 azalarak 548 mn TL oldu. Düşüşün iki ana nedeni var. Net parasal pozisyon kaybı 4 mn TL'den 90 mn TL'ye çıktı. Yatırım ve finansman gelirleri ise yaklaşık 140 mn TL azaldı. Dokuz aylık efektif vergi oranı %21,5 oldu.

Operasyon büyüyor, nakit akışı toparlandı. Eylül sonunda filo yıllık %11,4 artışla 8.767 araca ulaştı. Özmal araç sayısı %18,2 artışla 1.357 oldu. Personel taşımacılığında hareket sayısı %40,4 arttı. Şirket 3Ç26'da 818 mn TL serbest nakit akışı yarattı ve ilk yarıdaki nakit çıkışını telafi etti. Net nakit Eylül sonunda yıllık %9,0 artışla 2,6 milyar TL'ye yükseldi (Şirket tanımı).

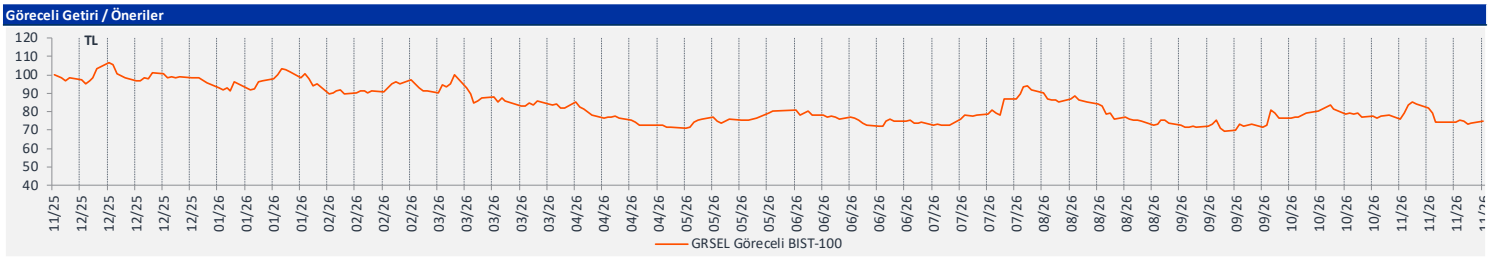
Beklenti korundu, yıl sonu hedefleri netleşti. Şirket 2026 için 15–17 milyar TL gelir ve 5–6 milyar TL FAVÖK beklentisini korudu. Sonuç sonrası toplantıda ve sorularımıza verdiği yanıtlarda, Aralık 2026 fiyatlarıyla yıl sonu için 15,5 milyar TL gelir, 5,0–5,2 milyar TL FAVÖK, satışların %8–12'si düzeyinde yatırım ve yaklaşık 3 milyar TL net nakit beklediğini açıkladı; 4Ç26'da yurt içi satışların reel olarak yıllık yaklaşık %10 büyümesini bekliyor. Gelir tahminimiz (15,7 milyar TL) bu beklentinin %1 üzerinde, FAVÖK tahminimiz (5,1 milyar TL) aralığın içinde; tahminimiz Şirket'in beklentisiyle uyumlu olarak 4Ç26'da yurt içi satışlarda yıllık %10 reel büyüme içeriyor. Şirketin 2027 için ön değerlendirmesi Aralık 2027 fiyatlarıyla %15–20 büyüme ve yaklaşık 7 milyar TL FAVÖK. Son çeyrekte kazanılan 21 yeni müşterinin, araçların %90–95'i tedarikçiden sağlanarak satışlara yaklaşık %5 katkı vermesi bekleniyor. Bu sözleşmeleri 2027 tahminimize ekledik: 2027T'de reel hasılat büyümesi %10,7, FAVÖK 7,0 milyar TL. Ürdün BRT ihalesinin 2027 içinde sonuçlanması bekleniyor. Şirket kısa listede ve araç planlamasını tamamladı.

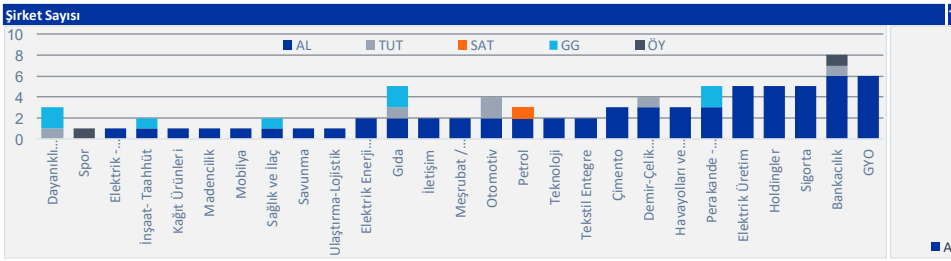
Tablo 13: 3Ç26 Sonuçları (TMS-29, Eylül 2026 satın alma gücü)

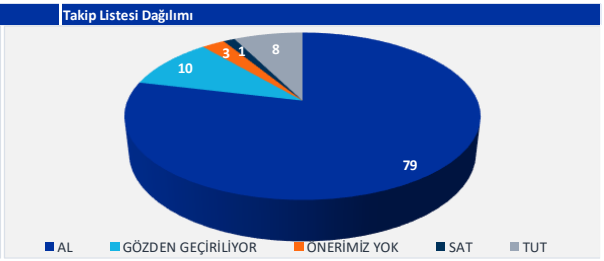
mn TL	3Ç25	3Ç26	Y/Y	9A25	9A26	Y/Y
Satışlar	3,223	3,442	%6.8	10,141	10,413	%2.7
Brüt Kâr	1,068	1,052	-%1.4	3,149	3,479	%10.5
Brüt Kâr Marjı	%33.1	%30.6		%31.1	%33.4	
FAVÖK	1,025	1,043	%1.7	3,376	3,446	%2.1
FAVÖK Marjı	%31.8	%30.3		%33.3	%33.1	
Net Kâr	845	548	-%35.2	2,395	2,367	-%1.2
Net Kâr Marjı	%26.2	%15.9		%23.6	%22.7	
Serbest Nakit Akışı	1,515	818	-%46.0	1,347	666	-%50.6

Kaynak: Şirket, İş Yatırım. 3Ç25 ve 9A25: Aralık 2025 TL rakamları Eylül 2026 TÜFE endeksine taşınmıştır. Serbest nakit akışı: işletme nakdi – net yatırım – net faiz (KAP nakit akım tabloları).

Gürsel Taşımacılık







Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.