

Şirket/Fiyat Bilgileri ve Tavsiye

Hisse Kodu	:	BRSAN
Sektör	:	İmalat Ana Metal
Halka Açıklık Oranı	:	20.00
Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺80,455,372.94
Halka Açık Piyasa Değeri(Bin TL)	:	₺16,091,074.59
Firma Değeri(Bin TL)	:	₺87,959,668.94
Son Kapanış Fiyatı(TL)	:	567.50
Hedef Fiyat(TL)	:	791.54
Tavsiye	:	AL
Potansiyel Getiri(%)	:	39.48

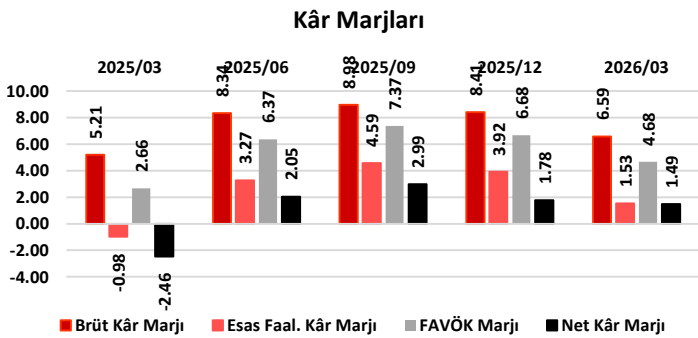
Özet Finansal Bilgiler(Bin TL)

Dönen Varlıklar	:	₺45,694,044.00
Duran Varlıklar	:	₺41,355,418.00
Kısa Vadeli Yükümlülükler	:	₺40,772,942.00
Uzun Vadeli Yükümlülükler	:	₺6,894,835.00
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	:	₺39,381,685.00
Hasılat	:	₺18,382,621.00
Satışların Maliyeti	:	₺17,171,730.00
Brüt Kar (Zarar)	:	₺1,210,891.00
FAVÖK	:	₺861,200.00
Dönem Net Kârı(Ana Ortaklık Payları)	:	₺273,620.00

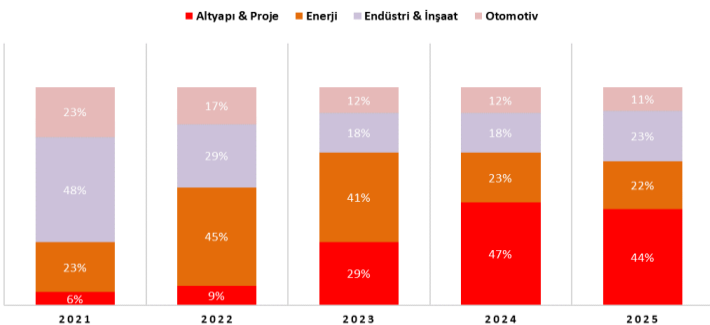
Çarpanlar

FD/FAVÖK	:	16.51
F/K	:	43.97
PD/DD	:	2.04
Öz Sermaye Kârlılığı	:	5.13

Kâr Marjları



SEKTÖREL ÇEŞİTLİLİK – GELİR KOMPOZİSYONU (%)



Kaynak: Yatırımcı Sunumu

Borusan Boru Toplantı Notları
ve Şirket Raporu

➤ Borusan Boru, dikişli boru üretimi pazarında (taşımacılık ve altyapı kurulumlarında kullanılan kaynak gerektiren boru) faaliyet göstermekte ve ABD’de yerli üretici konumunda (Cirodaki pay %70’li seviyeler) bulunmaktadır.

▪ Şirketin, üretmekte olduğu borular, sıvı-gaz taşımacılık boruları (OCTG), Bina alt-üst yapılarında kullanılan ERW tür borular ve diğer iletim kanallarında kullanılan Line borulardır. Böylelikle şirket altyapı taşımacılık sistemlerinden enerji sistemlerine kadar türlü sektörlerde satış gerçekleştirmektedir. ABD’de yerli üretici konumunda bulunması sebebiyle Trump sonrası ABD’deki yerli üreticilerin yüksek rekabet avantajından faydalanan şirket, artan altyapı yatırımlarından pozitif etkilenmektedir.

▪ ABD pazarında yapay zeka yatırımları sonrasında artan müthiş enerji ihtiyacı sonrasında enerji altyapısı (taşıma ve verimleştirme) tarafında da paralel artış yaşanmaktadır. Trump’ın yerli üretici teşviği getirmesi sonrasında şirketin özellikle Altyapı ve Proje gelirlerinden ciro payı önemli ölçüde yükselmiş ve büyüme hikayesinde kapasite artışlarıyla beraber öncü yol oynamıştır. Şirketin altyapı ve proje segmentinden gelen satışlarının toplam satışlara oranı ilk çeyrekte dolar bazında yüzde 144,3 gibi güçlü yükseliş göstermiş ve toplam satışların yaklaşık olarak yarısını oluşturmaktadır (2023’te yüzde 18’ini oluşturmaktaydı).

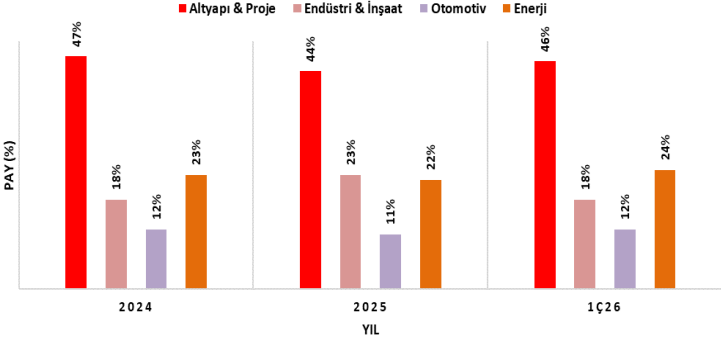
▪ Şirketin ABD pazarındaki satışlarının önemli bölümü altyapı-enerji projelerine dayanmakta olup, ABD pazarında hayli güçlü talep nedeniyle 2026-27 yılları için yüksek montanlı siparişler dolmuştur ve güncel durumda 2028 yılı ve sonrası için backlog oluşmaktadır.

▪ Şirket, katma değer oranını artırmak ve marjlarını çift hanelerin üzerine yerleştirmek adına ABD’de JCO (form verme) ve Gemlikteki fabrikasında iyileştirme yatırımları yapmaktadır. Bu yatırımlarının etkisinin 2027-28 yıllarında görülmesi beklenmektedir.

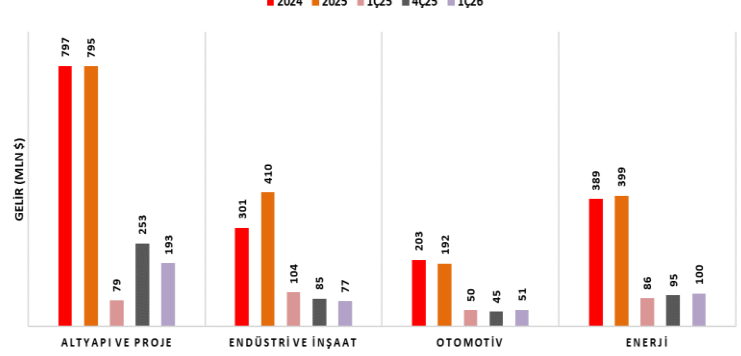
Yatırım Tezi

- Şirket, çelik sektörünün kullanıldığı birçok sektörde yer almaktadır. Fakat cironun önemli kısmını oluşturan Altyapı ve Proje segmenti ile Enerji segmenti, şirketin yerel üretici olarak bulunduğu ABD pazarında hızla büyümektedir. Donald Trump'ın başa geldikten sonra yabancı menşeli demir-çelik üreticilerine ülkeler bazında farklılaşan gümrük vergilerine ek olarak yüzde 50 oranında bir vergi daha getirmesi, ABD iç pazarında yerli üreticilerin fiyatlamalarının güçlü kalmasını sağlamıştır.

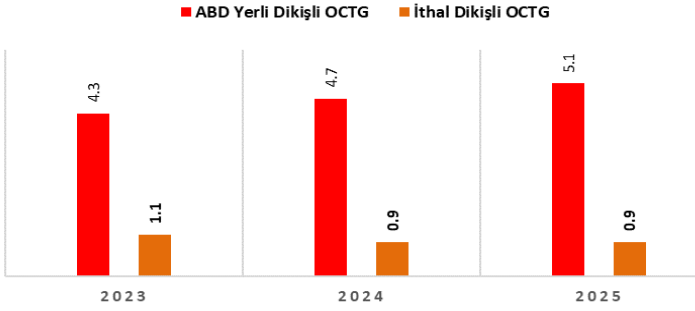
SATIŞLAR GELİR DAĞILIMI (%)



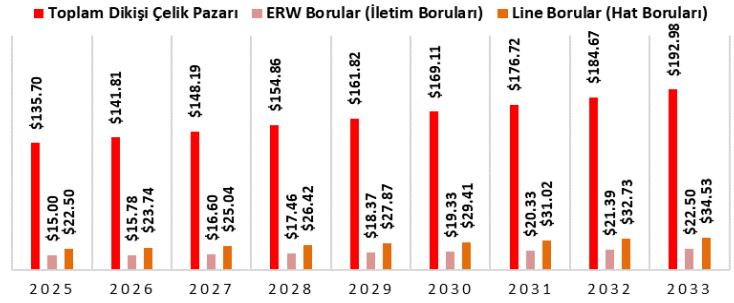
SEGMENT BAZINDA GELİR (MLN \$)



ABD DİKIŞLI DEMİR TALEBİ (MN TON)



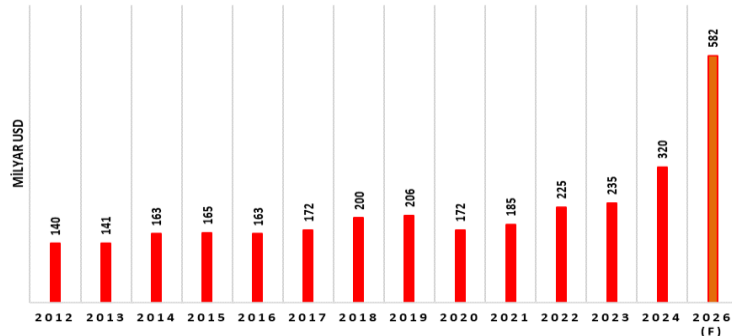
DÜNYA DİKIŞLI BORU PAZARI TAHMİNİ (MR USD)



Kaynak: PW Consulting, TrendVault, Strategicmarket

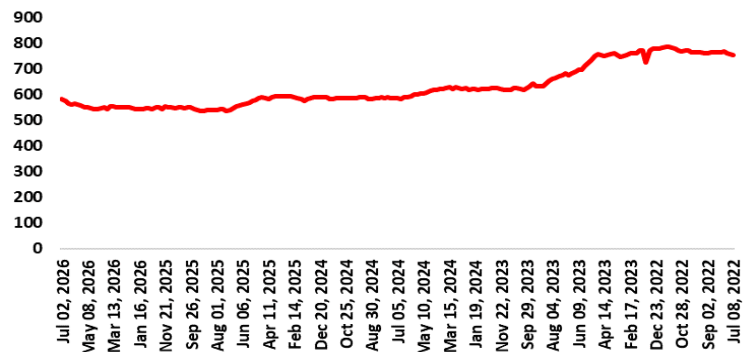
- ABD iç pazarında dikişli demir talebi 2025 yılında önemli bir büyüme gösterirken, aynı zamanda yapay zeka yatırımlarına karşılık olarak veri merkezi yatırımlarıyla beraber artan enerji ihtiyacı sektörde capex'lerin müthiş düzeyde artmasına sebep olmuştur. Bu enerji ihtiyacına karşılık enerji nakli ve üretimi tarafında iç pazardaki ihtiyaçta artmaktadır. Aktif sondaj platformlarında önemli bir büyüme gözlemlenirse de enerji nakli yatırımlarında büyük ölçüde yatırım ihtiyacı gerçekleşmektedir. Şirket sondaj platformlarında kullanılan çelik talebini ve modernizasyon kapsamındaki çelik ihtiyaçlarını da karşılamaktadır.

VERİ MERKEZİ YATIRIMLARI (MR USD)



Kaynak: TechnologyChecker

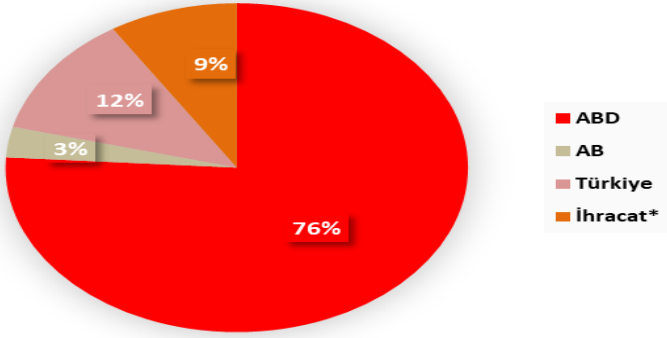
ABD Rig Count Baker Hughes (Toplam Sondaj Platformu)



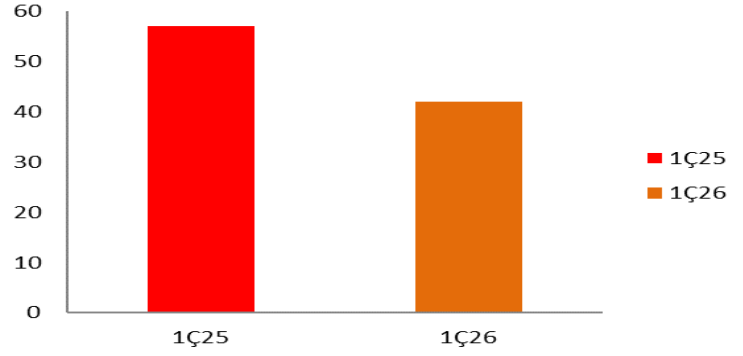
Yatırım Tezi

- Şirketin satışlarının yaklaşık olarak yüzde 76'sı ABD bölgesine yapılmaktadır. Şu anda gelişmiş ekonomiler içerisinde ABD pazarının güçlü kalması buna karşılık Türkiye iç pazarının ve AB pazarının göreceli olarak zayıf kalması sebebiyle; şirket demir-çelik sektöründe küresel rakiplere göre olumlu ayrılmaktadır. Şirketin ABD'de yerel üretici olmasını ve büyüyen pazarda operasyonlarının önemli kısmını gerçekleştirmesi sebebiyle sektör ortalamalarına kıyasla primli değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Fakat ABD iç siyasi riskine karşılık risk primimizi değerlendirmemize dahil etmiyoruz.

1Ç26 Bölgesel Dağılım (%)

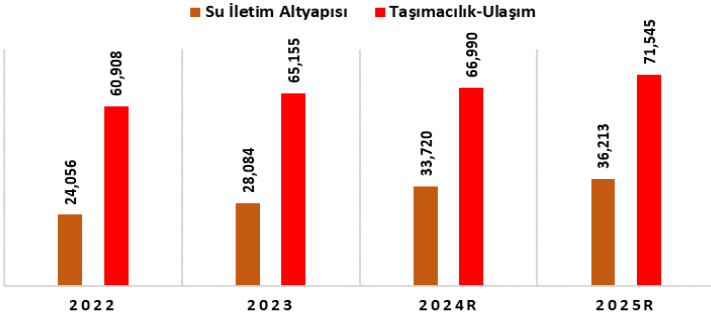


İhracat Gelirleri (Mn \$)



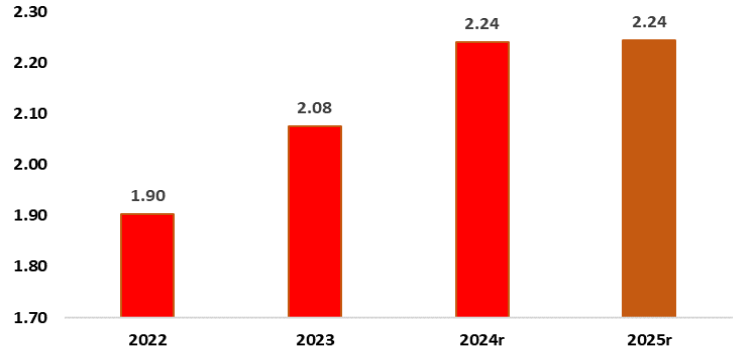
- Buna karşılık ABD pazarının hayli güçlü kalması ve iletim altyapısındaki güçlü etkileşim sebebiyle olası gümrük şoklarına rağmen sektörel büyümenin sürdürülebilir olmasını beklemekteyiz. ABD altyapı ve proje pazarının önümüzdeki dönemde küresel olarak en hızlı büyüyen pazarlardan biri olacağını düşünüyoruz. Genel altyapı harcamalarına da baktığımızda özellikle pandemi sonrası para akışının bu tarafa doğru şekillendiğini izlemekteyiz.

ABD SU İLETİM ALTYAPISI VE ULAŞIM HARCAMALARI (MR USD)



Kaynak: United States Centus

ABD Genel Altyapı Harcamaları (Trilyon USD)



Kaynak: United States Centus

- Borusan'ın ABD'de faaliyet gösteren rakip şirketlerinden Northwest Pipe'in sunumunda, Bluefield Research'ün yayınlanmış olduğu bilgiye göre; ABD su altyapısı harcamalarının 2035'e kadar 515 milyar doları bulması beklenmektedir (2025-2035). Bu yıllık bazda 51.5 milyar dolar gibi bir rakama isabet ederken su iletim altyapısında harcamaların reel bazda önemli ölçüde büyüebileceğini göstermektedir. Ayrıca, Investment and Jobs Act'in projeksiyonlarında Biden döneminde kongre tarafından uygulamaya geçirilmiş olan IJIA (Altyapı Yatırımı ve İstihdam Yasası) gereğince önümüzdeki dönemde 35 milyar dolarlık yatırım planının uygulanması beklenmektedir. 2021 yılından bu yana IJIA fonundan sadece 9 milyar dolarlık kısım kullanılmıştır. Toplam ayrılan fon ise 43,5 milyar dolar değerindedir. Ayrıca yine Northwest Pipe'in sunumunda ABD'nin 20 yıllık su altyapı ihtiyacının 625 milyar dolar olduğu belirtilmiştir. Ayrıca belirli boruların modernizasyon yatırımları da, sektörel büyüme noktasında ana katalizör konumundadır.

Diğer Sektörel Riskler ve Fırsatlar

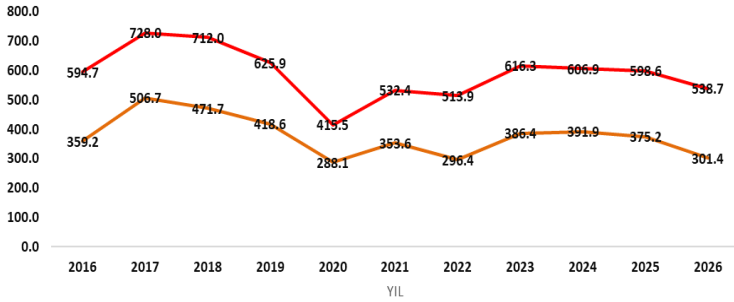
- Şirketin sektörel çeşitliliği gelir kompozisyonu açısından denge sağlasa da belirli sektörlerin geride kalması ana büyüme trendini kısa vadede hafif zayıflatmıştır. 2026'nın ilk çeyreğinde geçen yıla oranla net satışlardaki yüzde 59'luk büyümeye rağmen yurt içi satışlar 2,62 milyar TL'den, 2,2 milyar TL'ye gerilemiştir. Özellikle Gemlik'teki fabrikada daha çok otomotiv, endüstriyel çelik boruların üretilmesi sebebiyle, gelirde düşüş gözlemlenmiş ve kapasite kullanım oranı ABD dışı fabrikalarda yüzde 60'lı seviyelerdedir.

Fabrikalar ve Fabrikalarda Üretilen Ürünler				
Ulke	ABD	TR + ABD	TR + İtalya + Romanya	TR + ABD
Üretim Merkezleri	- Panama City (USA) - Mobile (USA)	- Gemlik (TR) - Halkali (TR) - Baytown (USA)	- Halkali (TR) - Gemlik (TR) - Vobarno (IT) - Ploiesti (RO)	- Gemlik (TR) - Baytown (USA)
Urunler	- Spiral Kaynakli Borular - LSAW Hat Borulari	- ERW Dogal Gaz Borulari - Sanayi Borulari - Su Borulari - Konstruksiyon Borulari - SRM Tesisat Borulari	- Hidrolik Silindir Borusu - Soguk Cekilmis Borular - Ileri Islem Gormus Borular - Ozel, Hassas Boru ve Profiller	- ERW Hat Borulari - OCTG Borulari

Otomotiv Sektörü

- Şirket, otomotiv sektörüne yönelik başlıca araç içi taşıma (koltuk taşıma) demirlerini üretmektedir. Şirketin bu alanda büyük müşterileri bulunurken, otomotiv üretimi ve otomotiv pazarı, bu alandaki gelirlerin yapısını belirlemektedir. Otomotiv sanayisine yapılan satışlar, toplam satışların yüzde 12'sini oluşturmaktadır.

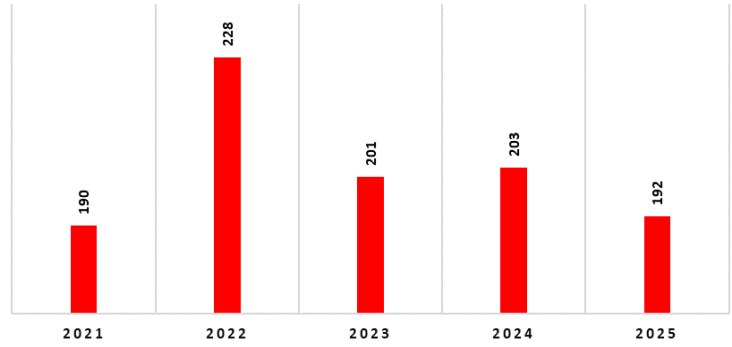
Ocak-Mayıs Dönemi Türkiye Araç Üretimi (Bin)



Kaynak: OSD

— Otomobil / P.Car — Toplam / Total

BRSAN - OTOMOTİV GELİR GELİŞİMİ (MİLYON \$)



- Otomotiv üretimi, 2026 yılının Ocak-Mayıs döneminde, reel faizlerin güçlü kalmaya devam etmesiyle pazarın daralması sonrasında son 4 senenin en düşük seviyelerindedir. Toplam üretim, geçen senenin aynı dönemine göre yüzde 10 gerilemiştir.
- 'Otomobil ve Hafif Ticari Araç' pazarı ise, Ocak-Haziran arası dönem baz alındığında, geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 8,19 oranında azalışla 558 bin 179 olarak gerçekleşmiştir. 'Otomobil' satışları aynı dönemde geçen yıla kıyasla yüzde 9,79 oranında daralarak 440 bin 234 adet olmuştur.
- Şirketin 2025 yılının tamamında 192 milyon dolarlık hasılat elde ettiği ve toplam hasılatın yüzde 12'sini oluşturduğu otomotiv sektöründe yıllık bazda bir daralma gözlemlenmektedir. Bu sebeple otomotiv sektörüne olan çelik satışlarının payının bu sene de düşeceğini ve otomotiv tarafındaki gelirlerin bir miktar zayıflayacağını tahmin ediyoruz. Fakat hem ciro tarafında hem de FAVÖK tarafında otomotiv tarafına yapılan satışların az pay alması sebebiyle bu etkenin kârlılığa etkisinin zayıf seviyede negatif olmasını bekliyoruz.

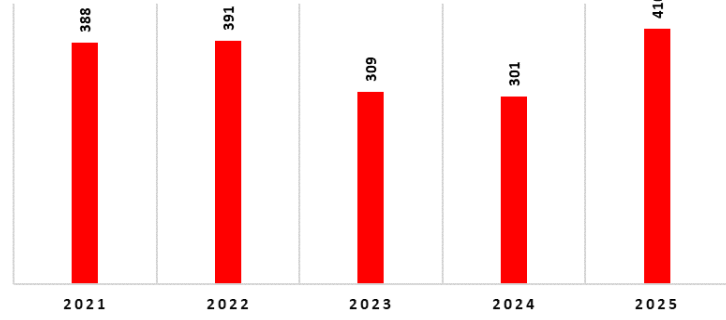
Endüstri ve İnşaat Sektörü

- Şirket, endüstri ve inşaat tarafında başta yapı içi doğalgaz boruları, sanayi boruları ve yapı içi su boruları olmak üzere çeşitli tesisat borularını üretmektedir. Yıllık bazda ortalama olarak toplam gelirden bu segmentin aldığı pay yüzde 20'li seviyelerdedir. İlk çeyrekte ise toplam gelirlerin yüzde 18'ini bu segmente yönelik satışlar oluşturmaktadır.

Alınan Yapı Kullanma İzinleri							
Yıl	Çeyrek	Bina Sayısı	Yıllık Değ.	Daire Sayısı	Yıllık Değ.	Yüz Ölçümü (m ²)	Yıllık Değ.
2023	I	21,610	-%8,4	126,375	-%20,4	26,929,624	-%18,7
	II	19,000	-%21,7	109,321	-%27,3	23,057,607	-%28,8
	III	20,772	-%15,1	116,865	-%17,2	25,556,825	-%15,6
	IV	30,331	-%7,4	186,575	-%7,5	41,065,293	-%8,3
	TOPLAM	91,713	-%12,7	539,136	-%17,3	116,609,349	-%17,0
2024	I	30,940	%43,2	188,314	%49,0	41,002,992	%52,3
	II	16,681	-%12,2	89,557	-%18,1	20,653,274	-%10,4
	III	21,926	%5,6	127,086	%8,7	26,742,591	%4,6
	IV	34,458	%13,6	231,181	%23,9	47,934,350	%16,7
	TOPLAM	104,005	%13,4	636,138	%18,0	136,333,207	%16,9
2025	I	22,858	-%26,1	148,206	-%21,3	30,869,296	-%24,7
	II	19,871	%19,1	130,263	%45,5	27,029,241	%30,9
	III	23,327	%6,4	156,594	%23,2	32,942,917	%23,2
	IV	36,602	%6,2	257,645	%11,4	50,641,870	%5,6
	TOPLAM	102,658	-%1,3	692,708	%8,9	141,483,323	%3,8
2026	I	23,954	%4,8	163,227	%10,1	31,961,223	%3,5

Kaynak: TÜİK, IMSAD

ENDÜSTRİ & İNŞAAT — GELİR GELİŞİMİ (MİLYON \$)

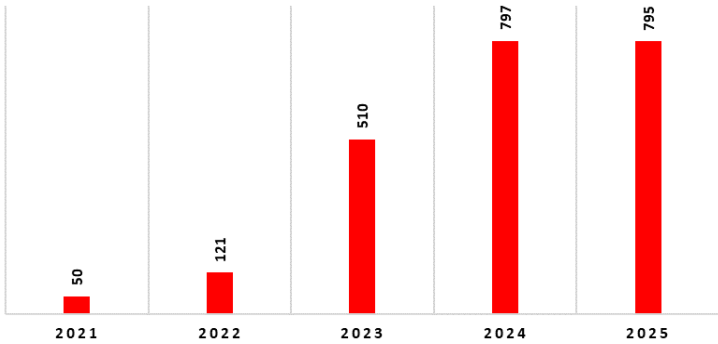


- Endüstri ve İnşaat segmentinin gelirlerinde 2025 yılında güçlü bir büyüme gözlemlenmektedir. Özellikle 2025 sonrası yurt içinde inşaat harcamalarındaki reel bazdaki artış, şirketin bu iş kolundaki gelirlerinin büyümesinde rol oynamıştır. Cari yılda ve önümüzdeki dönemlerde konut arzının, TOKİ projeleriyle beraber artmaya devam edeceğini, bu sebeple şirketin bu segmentinde reel büyümenin de paralel ölçüde devam edebileceğini düşünmekteyiz. Fakat gelir modellememizde enerji ve altyapı & proje segmentlerindeki büyümeye odak veriyor, otomotiv ile endüstri & inşaat segmentlerindeki gelişimde muhafazakar davranıyoruz.

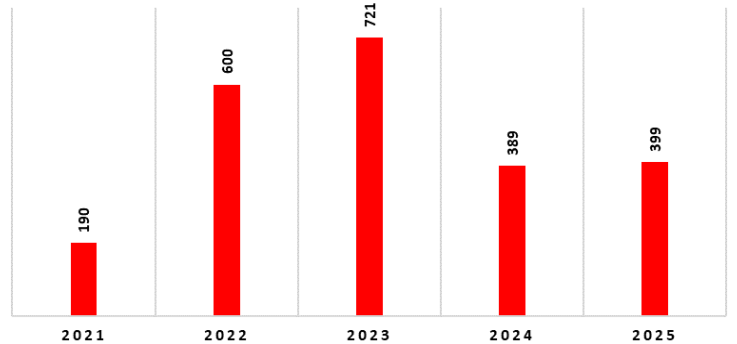
Altyapı & Proje ve Enerji Sektörü

- Şirketin toplam satışlarının yaklaşık yüzde 70'ini bu 2 sektör oluşturmaktadır. Altyapı & Proje sektörü toplam satışlar içerisinde en fazla pay olan segment olup (1Ç 26'da yüzde 46) şirketin büyüme hikayesindeki ana lokomotif. Bu 2 alandaki satışların büyük bölümü ABD fabrikalarında üretilmekte olup, ABD ekonomisine ve konjonktürüne tam korelasyonla bağlıdır (Bknz Syf 2-3).

ALTYAPI & PROJE — GELİR GELİŞİMİ (MİLYON \$)



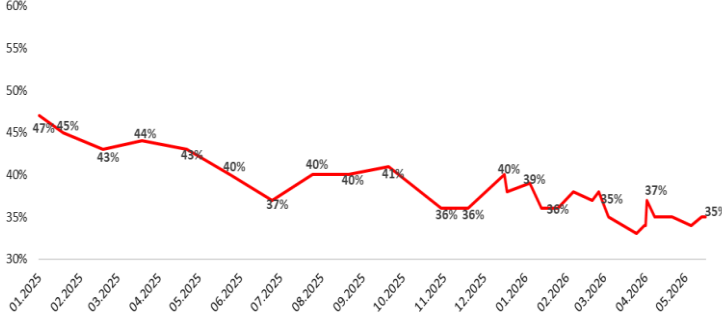
ENERJİ — GELİR GELİŞİMİ (MİLYON \$)



- Sektöre ilişkin fırsatlar sayfa 2-3 arasında belirtilmiştir. Bu iki segmentte büyümenin devam edeceğini tahmin ediyoruz. Önümüzdeki 2 yıl boyunca bu segmentlerdeki hem satışların hem de operasyonel kârlılığın yukarı yönlü gideceğini öngörüyoruz. Fakat buradaki gelir gelişiminde ana risk göstergesi olarak, Trump'ın 2. kez göreve geldikten sonra tüm ülkelere üst üste vergi engelleri koyması sonrasında yurt içinde yerli üreticilerin oldukça güçlü rekabet avantajı elde etmesine karşın, 2028'deki başkanlık seçiminde Demokratların kazanması sonrasında bazı gümrük engellerinin yıkılma olasılığının yerli üreticiler için önemli risk taşıdığını düşünmekteyiz.

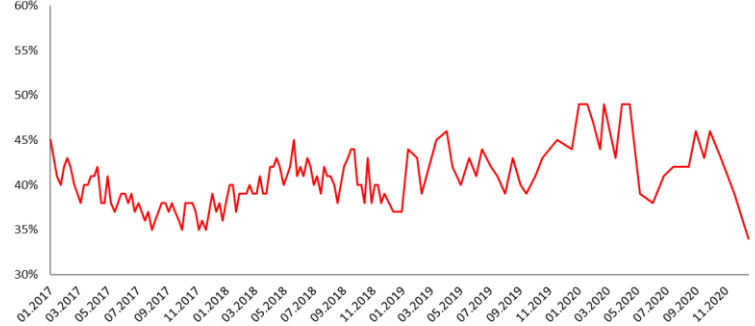
Altyapı & Proje ve Enerji Sektörü

ABD Başkanı Donald Trump'ın Halk Tarafından Onay Oranı



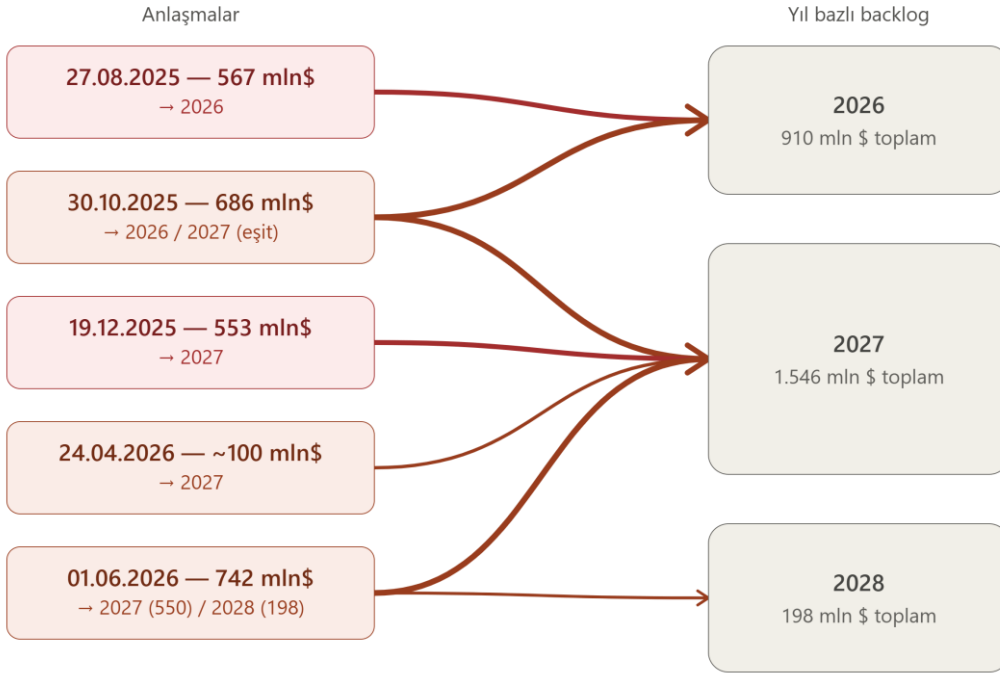
Kaynak: Gallup, Reuters

ABD Başkanı Donald Trump'ın İlk Seçimlerde Halk Tarafından Onay Oranı



Kaynak: Gallup, Reuters

Backlog Köprüsü



Not: Şirketin KAP açıklamalarına nazaran bizim tahminlerimizi içermektedir.

Genel Değerlendirme

- Özellikle Altyapı & Proje ile Enerji segmentlerindeki büyümeleri baz alarak önümüzdeki 2 sene içerisinde dolar bazlı büyümenin devam edeceğini bekliyoruz. Diğer 2 sektörü (Otomotiv – Endüstri) birbirine mahsup ederek gelir büyümesi içerisinde muhafazakar bir tahminle reel bazda bir büyüme eklemedik. Güncel backlog yapısına göre şirket beklentileriyle uyumlu olarak 2026 yılı için gelir tahminimizi 2,15 milyar dolar hasılat düzeyinde tutuyoruz. 2027 yılı için ise 2,50 milyar dolarlık hasılat beklemekteyiz. Fakat diğer yıllarda Trump'ın gümrük duvarlarının seçim sonrasındaki belirsizliğini baz alarak muhafazakar şekilde büyüme ivmesinin normalleşebileceğini öngörüyoruz.

Finansal Tahminler ve Değerleme

Finansal Tahminler

Özet Finansallar	2025/12	FİNANSAL TAHMİNLER(1000 USD)				
		2026/12T	2027/12T	2028/12T	2029/12T	2030/12T
Hasılat	1,796,128	2,155,354	2,500,211	2,825,238	3,051,257	3,203,820
Satılan Malın/Hizmetin Maliyeti	1,645,028	1,918,265	2,212,686	2,491,860	2,685,106	2,864,215
SM(H)M Oranı	91.59%	89.00%	88.50%	88.20%	88.00%	89.40%
Brüt Kar	151,101	237,089	287,524	333,378	366,151	339,605
Faaliyet Giderleri	72,250	96,991	112,509	127,136	131,204	134,560
Esas Faaliyet Karı	77,077	140,098	175,015	206,242	234,947	205,044
Amortisman Giderleri(+)	49,618	58,195	71,256	84,757	96,115	108,930
FAVÖK	120,038	198,293	246,271	291,000	331,061	313,974
Net Vergi Giderleri(Gelirleri)	-18,662	-27,157	-32,231	-38,141	-44,006	-38,116
Net Kâr(Ana ortaklığa ait)	31,966	108,630	128,925	152,563	176,024	152,464
Sermaye Harcamaları	86,000	150,875	212,518	254,271	289,869	320,382
Net İşletme Sermayesi	132,944	206,557	350,796	349,809	347,476	343,638
Firmaya Serbest Nakit Akımları	-503	267,412	283,020	278,003	295,149	31,582
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları		256,194	259,775	244,466	248,656	25,491

Değerleme

Şirket değerlemesi için İNA(İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemini yüzde 100 ağırlık ile kullandık. Buna göre; fonksiyonel para birimi üzerinden 2 Milyar 362,5 Milyon Dolar civarında hedef fiyat değerine ulaşılmış olup, bu tutar 12 aylık 47,50 TL ortalama kur beklentisiyle Türk Lirası bazında 112 Milyar 217,5 Milyon TL civarına denk gelmektedir. Böylece, hisse başına hedef fiyatımızı; **791,54 TL** olarak belirliyor, şirket hisselerini "AL" tavsiyesiyle araştırma kapsamına alıyoruz.

	Değerleme Bileşenleri(1000 USD/TL)		
	Yöntem	Ağırlık	Değerleme Sonucu
	İndirgenmiş Nakit Akımları	100.0%	
Serbest Nakit Akımları Toplamı			\$ 1,034,582.49
Terminal Büyüme Oranı			2.00%
Terminal SNA Değeri			\$ 1,327,892.07
Hedef Piyasa Değeri(USD)			\$ 2,362,474.55
Hedef Piyasa Değeri(TL)		Ort.Kur: 47.50	₺ 112,217,541.33
Ödenmiş Sermaye			₺141,771.58
Hisse Başı Hedef Fiyat			₺791.54
Son Fiyat			₺567.50
Yükseliş Potansiyeli			39.48%

KAYNAK

- ✓ Şirketin Yatırımcı Sunumu
- ✓ Veri sağlayıcılar (Tabloların altında belirtilmiştir)

YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve 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.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

Alnus Yatırım Araştırma Ekibi

Ömürcan Arık
Araştırma Uzmanı