

Kuzey Boru

Endeks Üstü Getiri

Yatırımların Meyveleri Toplanırken Büyüme Hızlanıyor

Kuzey Boru'yu araştırma kapsamımıza "Endeks Üstü Getiri" tavsiyesiyle dahil ediyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımızı 48,86 TL olarak belirlerken, bu seviye mevcut hisse fiyatına göre yaklaşık %88 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Şirketin büyük ölçekli yatırım programını tamamlaması ve yeni üretim tesislerini devreye almasıyla birlikte, yatırımların finansallar üzerindeki pozitif etkisinin özellikle 2026 yılında daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. 2026 yılının ilk çeyreğinde zayıf makroekonomik görünüm ve devam eden jeopolitik riskler nedeniyle operasyonel performans beklentilerin altında kalmış olsa da ikinci çeyrekte toparlanmanın güçlenmesini ve yılın ikinci yarısında büyümenin belirgin şekilde ivme kazanmasını öngörüyoruz.

2026 Yılında Kapasite Artışlarının Büyümeye Güçlü Katkı Sağlamasını Bekliyoruz... Kuzey Boru, son üç yılda devreye aldığı dört yatırımla toplam 90 mn ABD doları yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Bu yatırımların katkısıyla şirketin satış hacmi 2025 yılında yıllık bazda %46 artarken, büyümenin önemli bir bölümü Malatya CTP Kompozit Boru Üretim Tesisi'nden kaynaklanmıştır. CTP boru tarafında ilave üretim hatlarıyla kapasite %70 artırılmış olup, yeni hatlar Haziran 2026'da faaliyete başlamıştır. Önümüzdeki dönemde başta CTP boru grubu olmak üzere artan kapasitenin finansalları destekleyebileceğini değerlendiriyoruz. Ayrıca Balıkesir Ege-1 Termoplastik, Aksaray PPR Boru Üretim Tesisi ve Şanlıurfa arazi tipi GES yatırımlarının da finansallara olumlu katkı sağlamasını öngörüyoruz. GES yatırımının faaliyetlerden kaynaklanan elektrik tüketiminin tamamını karşılayabilecek kapasitede olması nedeniyle enerji maliyetlerini azaltarak operasyonel verimliliği desteklemesi ve FAVÖK'e yaklaşık %3 katkı sağlaması beklenmektedir.

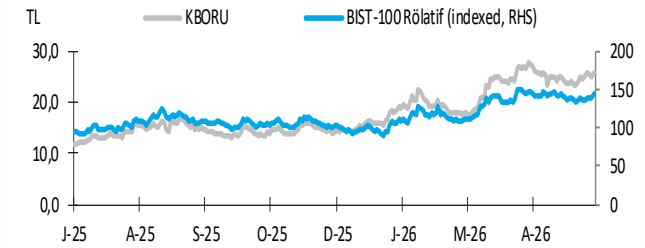
Gelecek Döneme İlişkin Büyüme Hedefleri... Şirketin 2030 stratejik planı kapsamında, Karadeniz ve İç Ege bölgelerinde iki termoplastik tesisi ile limana yakın bir bölgede bir CTP tesisi olmak üzere toplam üç yeni tesis açma hedefi bulunmaktadır. Bu yatırımlarla şirketin üretim kapasitesinin artırılması ve bölgesel erişiminin güçlendirilmesi amaçlanmaktadır. İhracat tarafında ise şirket, Turquality destek programı kapsamında 2026 yılı için 246,6 mn TL tutarında teşvik hakkından yararlanmaktadır. Program kapsamında desteklenen hedef pazarlar arasında Romanya, Irak ve Suriye öne çıkarken, şirket bu pazarlarda büyümesini sürdürmeyi hedeflemektedir.

Önümüzdeki Dönemde Güçlü Gelir Büyümesi ve Borçlulukta Normalleşme Bekliyoruz... Gelir projeksiyonlarımız şirket yönetiminin paylaştığı orta vadeli beklentilerle genel olarak uyumludur. En güçlü büyümenin 2026 yılında gerçekleşmesini beklerken, gelirlerin yaklaşık 259 mn ABD dolarına ulaşarak 2025 tahminimize göre %110 artmasını öngörüyoruz. FAVÖK marjının 2026'da yaklaşık %18 seviyesinde gerçekleşmesini, uzun vadede ise yeni tesislerin yaratacağı ölçek ekonomileriyle kademeli olarak %20'ye yaklaşmasını bekliyoruz. Net Borç/FAVÖK oranının da yatırım döngüsünün tamamlanması ve yatırımların nakit yaratma katkısıyla önümüzdeki yıllarda 2-3x bandına gerilemesini öngörüyoruz.

Hisse Verisi

Bloomberg Kodu	KBORU.IS	KBORU TI
Sektör	Kimya, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünler	
Son Kapanış (TL, 24-Haziran-26)		25,94
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)		48,86
Yukarı Potansiyel (%)		88%
Hisse Sayısı (mn)		600
Piyasa değeri (TLmn)		15.564
Piyasa değeri (US\$ mn)		335
3A Ort. Vol. (mn)		US\$6,3
52-Haftalık (En Düşük / En Yüksek)	TL11,84 -	TL27,76

Fiyat Eğrisi



Fiyat Performansı

	1A	3A	YTD	YoY
TL Nominal Getiri	4%	44%	79%	109%
BIST-100 Rölatif	0%	30%	41%	37%

Finansal Veriler (USD mn)

	2023	2024	2025	2026T
Net Satışlar	84	121	123	259
% büyüme		44%	2%	111%
FAVÖK	20	14	19	47
% FAVÖK Marjı		12%	15%	18%

Hissedar Dağılımı

Bülent Karaman	30,4%
Mustafa Topgacı	30,4%
Demet Karaman	15,2%
Halka Açık	24,0%

Değerleme

Şirketin ürünlerinin fiyatlamasının büyük ölçüde petrol ve petrol türevi emtia fiyatlarına bağlı olması ve yönetimin gelecek dönem beklentilerini ABD doları bazında paylaşması nedeniyle, finansal projeksiyonlarımız ve değerleme çalışmamız ABD doları bazında hazırlanmıştır. **İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) analizimiz sonucunda, hisse için 48,86 TL hedef fiyat ve %88 yükseliş potansiyeli hesaplanmıştır.**

mn USD	2022	2023	2024	2025	2026/3	2026/9	2027	2028	2029	2030	2031	Nihai Dönem
Gelirler	50	84	121	123	46	213	298	319	346	381	400	408
Büyüme %		66,6%	44,3%	2,1%			15,0%	7,0%	8,5%	10,0%	5,0%	2,2%
FAVÖK	8	20	14	19	5	41	54	57	69	76	80	82
FAVÖK Marjı %	16,5%	23,7%	11,4%	15,4%	11,2%	19,5%	18,0%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FVÖK	7	18	11	14	3	37	47	50	62	69	72	71
Vergi						-9	-12	-13	-16	-17	-18	-18
Amortisman	1	2	3	5	2	5	7	7	7	7	7	10
Brüt Nakit Akışı						32	42	45	54	59	62	64
Yatırım Harcamaları	-4	-8	-39	-10	-23	-5	-7	-8	-9	-10	-10	-10
Net İşletme Sermayesi Değişimi						20	-19	7	9	11	6	3
Serbest Nakit Akışı						7	53	30	36	38	46	51
Yıl						0,38	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	
AOSM						10,4%	9,9%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
İskonto Faktörü						0,96	0,89	0,81	0,74	0,68	0,62	
İNA						7	47	24	27	26	28	
Nihai Dönem Değeri	705											
Terminal Büyüme	2,2%											
Toplam İNA	159											
İndirgenmiş Nihai Dönem Değeri	436											
Şirket Değeri	596											
Net Finansal Pozisyonu	73											
Hedef Piyasa Değeri	523											
Hisse Sayısı (mn)	600											
Hedef Fiyatı (USD)	0,87											
Güncel Fiyat (USD)	0,56											
Potansiyel - USD	56%											
Tahmini TL/USD	56,08											
Hedef Fiyatı (TL)	48,86											
Güncel Fiyat (TL)	25,94											
Potansiyel - TL	88%											





Gelir projeksiyonlarımız, şirket yönetiminin önümüzdeki yıllara ilişkin paylaştığı beklentilerle genel olarak uyumludur. En güçlü büyümenin 2026 yılında gerçekleşmesini bekliyoruz. Gelirlerin **2026 yılında yaklaşık 259 mn ABD** dolarına ulaşarak 2025 yılı tahminimize göre yaklaşık %110 artış kaydetmesini öngörüyoruz. Bu güçlü büyüme döneminin ardından gelir artışının daha ılımlı bir seyir izleyerek tek haneli oranlarda devam etmesini bekliyoruz. Özellikle 2026 yılında öngörülen büyümenin temel itici güçleri, şirketin devam eden büyük ölçekli yatırım programını tamamlaması ve yeni üretim tesislerinin devreye alınması olacaktır. Buna ek olarak, küresel ölçekte petrol bağlantılı ürünlere yönelik talepte beklenen toparlanma ve artan altyapı yatırım ihtiyacı da satış hacimlerini destekleyecektir. **İlk çeyrek sonuçları, olumsuz makroekonomik koşullar ve devam eden jeopolitik gelişmelerin etkisiyle görece zayıf gerçekleşmiş olsa da, ikinci çeyrekte toparlanma ve yılın ikinci yarısında büyümenin belirgin şekilde hızlanmasını bekliyoruz.**


Karlılık, özellikle petrol bağlantılı hammadde fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle önemli bir başlık olmaya devam etmektedir. Bununla birlikte, şirketin doğal koruma sağlayan operasyonel yapısı marjların korunmasını desteklemektedir. 2026-2027 döneminde **FAVÖK marjının yaklaşık %18 seviyesinde gerçekleşmesini, uzun vadede ise yeni tesislerin sağlayacağı ölçek ekonomileriyle kademeli olarak %20 seviyesine yaklaşmasını bekliyoruz.**


Net işletme sermayesi ve borçluluk yönetimi de yatırım hikayesi açısından önemli olduğunu değerlendiriyoruz. Modelimizde Net İşletme **Sermayesi/Gelir oranının tahmin dönemi boyunca %30-40 bandına normalleşmesini öngörüyoruz.** Şirketin mevcut Net Borç/FAVÖK oranı yaklaşık 4,1x seviyesinde bulunurken, yatırım döngüsünün tamamlanması ve yatırımların yaklaşık iki yıllık geri dönüş süresi sayesinde bu oranın önümüzdeki yıllarda **2-3x seviyelerine gerilemesini bekliyoruz.**


Şirket Hakkında




-  Kuzey Boru, su, enerji ve altyapı yönetiminde sürdürülebilir yaşamı destekleyen borulama sistemlerine yönelik yenilikçi ve profesyonel çözümler sunan bir üretim şirkettir. Şirket, içme suyu, atık su, kanalizasyon, yağmur suyu, drenaj, doğalgaz, endüstriyel altyapılar ve bina içi-dışı tesisat sistemleri gibi geniş bir uygulama alanına yönelik ürün yelpazesıyla müşterilerine hizmet sunmaktadır.
-  Şirket, Türkiye genelinde stratejik olarak konumlandırılmış üretim tesisleriyle faaliyet göstermektedir. Aksaray Merkez, Balıkesir, Malatya ve Aksaray PPR tesisleri üzerinden HDPE, koruge, CTP, PPR ve PE-RT ürün gruplarında üretim yapılmaktadır. Bu yapı, Kuzey Boru'ya farklı coğrafi bölgelerdeki talebe daha hızlı cevap verme, lojistik verimliliği artırma ve ürün bazında kapasite çeşitliliği sağlama imkânı sunmaktadır.
-  Şirket, içme suyu hatlarında HDPE ve CTP boru sistemleriyle farklı basınç sınıfları ve geniş çap aralıklarında uzun ömürlü çözümler sunmaktadır. Bu alan, şehirleşme, belediye altyapıları, su iletim projeleri ve büyük ölçekli kamu yatırımları açısından şirketin ana faaliyet alanlarından biridir.
-  Aksaray Merkez Üretim Tesisleri, şirketin ana üretim merkezlerinden biri konumundadır. Tesiste HDPE ve koruge üretimi yapılmakta olup, 111 bin ton/yıl teorik ve 72,2 bin ton/yıl pratik kapasiteye sahiptir. 83 bin m² toplam alana sahip tesis, şirketin altyapı üretim grubu içindeki ana kapasite merkezlerinden biridir.

 Malatya Üretim Tesisi, CTP boru üretimi üzerine konumlandırılmıştır. 181,2 bin ton/yıl teorik ve 117,8 bin ton/yıl pratik kapasitesiyle şirketin en büyük üretim kapasitesine sahip tesislerinden biridir. 65 bin m² alanda faaliyet gösteren tesiste, Kuzey Boru'nun CTP segmentindeki ölçek büyümesini destekleyen ana yatırım alanı olarak öne çıkmaktadır.

 Aksaray PPR Üretim Tesisi, PPR ve PE-RT boru üretimi gerçekleştirmektedir. 9,6 bin ton/yıl teorik ve 6,2 bin ton/yıl pratik kapasiteye sahip tesis, 7 bin m² toplam alanda faaliyet göstermektedir. Bu yatırım, şirketin yalnızca altyapı odaklı değil, üstyapı ve bina içi tesisat sistemleri tarafında da ürün çeşitliliğini artırma stratejisinin bir parçasıdır.

 Balıkesir Üretim Tesisi, HDPE ve koruge boru üretimine odaklanmaktadır. 40,6 bin ton/yıl teorik ve 26,4 bin ton/yıl pratik kapasiteye sahip olan tesis, 27 bin m² alanda faaliyet göstermektedir. Balıkesir lokasyonu, özellikle Batı Anadolu ve Marmara çevresindeki altyapı talebine yakınlığıyla lojistik açıdan stratejik öneme sahiptir.

 Gaziantep'te başlatılan yeni termoplastik boru üretim tesisi yatırımı, şirketin Güneydoğu Anadolu Bölgesi'ndeki büyüme stratejisinin bir parçasıdır. Bu yatırımla bölgesel talebin etkin şekilde karşılanması ve lojistik avantajların artırılması hedeflenmektedir.



Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yatırım 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 sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 yorum ve tavsiyeler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım Danışmanlığı hizmeti talep edilmesi halinde; yatırımcının Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi imzalamış olması, Yerinde Testini tamamlamış ve risk grubunun belirlemiş olması zorunludur. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Dolayısıyla, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor herhangi bir sürede belirli bir getiri sağlanacağına dair bir taahhüt içermemekte olup, zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle yorum ve tavsiyelerde değişiklikler söz konusu olabilir. Bu raporda bahsedilen yatırım araçlarının fiyatları ve değerleri yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak hareket edebilir ve netice itibarıyla yatırımcılar anaparalarını kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu raporda yer alan geçmiş performans verileri gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez. Bu raporda yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güncel ve güvenilir kaynaklardan temin edilmiş olmakla beraber, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemektedir. Raporlardaki yorumlardan, bilgilerin tam veya doğru olmaması ve/veya güncellenme nedeniyle doğabilecek maddi ve manevi zararlardan Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Bu raporun tümü veya bir kısmı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz, üçüncü kişilere gösterilemez veya ileride kullanılmak üzere saklanamaz.