

Borusan Boru (BRSAN TI)

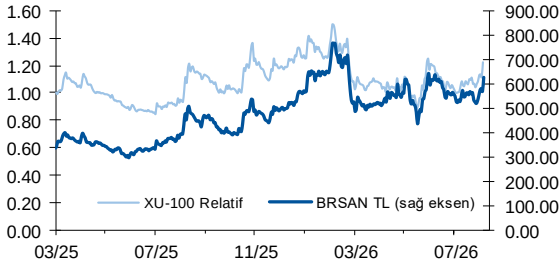
2Ç26 toplantı notları & finansal değerlendirme

Borusan Boru ile Şirket'in sessiz döneminin hemen öncesinde tanışmak ve gelecek dönem hikayesini dinlemek adına detaylı bir toplantı gerçekleştirmiştik. Ancak, yayımlamak için sessiz dönemin sona ermesini ve finansallarının kamuoyu ile paylaşılmasını daha doğru bulduğumuz için yayımlama noktasında beklemeyi tercih ettik. Bu notumuz ile hem toplantıya dair değerlendirmelerimizi hem de açıklanan finansal sonuçlara ilişkin öne çıktığını düşündüğümüz önemli notları aşağıda bulabilirsiniz.

Genel değerlendirme: Borusan Boru, 2Ç26'da 555 milyon USD gelir, 63,7 milyon USD FAVÖK ve 33,5 milyon USD net kar açıkladı. Çeyreklik bazda bakıldığında FAVÖK marjında 1Ç26'daki %6,3 seviyesine kıyasla 5,2 puanlık toparlanma izlendi. Bu dönemde satış hacmi yıllık %0,7 gerilemeyle 323,2 bin ton seviyesinde gerçekleşti.

- Altyapı ve proje segment gelirleri 1Y26'da yıllık %93,2 artışla 520 milyon USD'ye ulaşırken, toplam gelirler içerisindeki payı %53'e yükseldi (2Ç25: %35).** Enerji segmenti gelirleri %1,9 artışla 198 milyon USD seviyesinde gerçekleşirken, endüstri ve inşaat segmenti gelirleri %26 geriledi. **Altyapı ve proje tarafında yaklaşık 2,6 milyar USD büyüklüğünde ve 2028'e uzanan sipariş portföyü bulunmaktadır.** Bu segmentte projelerin kapasite tahsisi yapılarak alınması ve ana hammadde maliyetinin proje başlangıcında büyük ölçüde sabitlenmesi, teslimat dönemindeki maliyet oynaklığını sınırlayıcı etki yaratmaktadır. Mevcut sipariş portföyü ve 2Y26'da hızlanması beklenen teslimatlar dikkate alındığında, segmentin, konsolide gelirler içerisindeki yüksek payının yılın ikinci yarısında da devam etmesini bekliyoruz.
- Enerji segmenti gelirleri, satış hacminin yatay seyrettiği ilk yarıda yıllık bazda %1,9 ile sınırlı arttı. Şirket, 2Y26 için ise ABD'de talep ve fiyatlandırma koşullarında iyileşme beklerken, Baytown tesisindeki verimlilik çalışmalarını sürdürüyor.** Bu nedenle enerji segmentindeki iyileşmeyi mevcut güçlü performansın kaynağından ziyade, 2Y26 ve 2027 sonuçları açısından ilave potansiyel olarak değerlendiriyoruz.
- Endüstri ve inşaat tarafında zayıf görünüm devam etti.** Segment gelirlerinin 1Y26'da %26 daralmasında Avrupa ve Türkiye'deki zayıf talep etkili olurken, diğer yandan, otomotiv gelirlerinde %1,6 artış kaydedildi. Türkiye operasyonlarında düşük kapasite kullanımı ve maliyet baskısı devam etti. Halkalı ve Bursa operasyonlarının Gemlik'te konsolide edilmesiyle üretim yapısının sadeleştirilmesi ve kapasite kullanımının artırılması hedefleniyor. Gemlik tarafındaki çalışmaları, Türkiye operasyonlarındaki maliyet yapısının iyileştirilmesine yönelik önemli bir adım olarak değerlendiriyoruz.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	BRSAN			
Mevcut Fiyat (TL)	629.00			
Hedef Fiyat (TL)	-			
Getiri Potansiyeli (%)	-			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	362.00	789.00		
3 Aylık Ortalama Hacim (mİn TL)	1,316			
Sermaye (mİn TL)	142			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mİn TL)				
Piyasa Değeri	89,174			
Hedeflenen Piyasa Değeri	-			
Net Borç	7,388			
Firma Değeri	96,562			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	17%	5%	66%	13%
BİST100 Rölatif Getiri	22%	14%	32%	-8%
Hisse Performansı				



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 10 Ağustos 2026 tarihi itibarıyla.

- **Güçlü nakit akışı.** 1Y26'da işletme faaliyetlerinden 157 milyon USD nakit yaratılırken, dönem sonu nakit 2025 sonundaki 127 milyon USD'den 202 milyon USD'ye yükseldi. Bu dönemde stokların 451 milyon USD'den 600 milyon USD'ye yükselmesi proje teslimatları öncesindeki üretim hazırlığının yanı sıra diğer segmentlerdeki üretim planlaması kaynaklı etkiyi işaret ederken, müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülüklerdeki artış işletme sermayesi ihtiyacını dengeledi.
- **Net finansal borçlar 2025 sonundaki 178 milyon USD'den 2Ç26 itibariyle 144 milyon USD'ye geriledi.** Bu dönemde net finansal borç/ FAVÖK rasyosu ise 0,9x (2025 yıl sonu 1,3x; 3A26: 1,1x) olarak gerçekleşti.
- **ABD operasyonlarının ağırlığı artırmaya devam ediyor.** 1Y26'da ABD gelirleri toplam gelirlerin %79'unu oluşturdu. 2023'te Berg Pipe'in satın alınması sonrasında genişleyen ABD üretim ağı ve büyük çaplı boru kapasitesi, mevcut altyapı ve proje büyümesinin ana kaynağını oluşturuyor. Şirket'in ABD'deki varlığının 2023 öncesine dayanması nedeniyle bu dönemi ABD pazarına girişten ziyade mevcut operasyonların ölçeklenmesi olarak değerlendiriyoruz.
- **Yeni yatırımlarda ise toplam kapasite artışından çok ürün karmasının geliştirilmesi öne çıkıyor.** Panama City'de devam eden JCO yatırımıyla daha yüksek teknik özellik gerektiren büyük çaplı boruların ürün portföyüne eklenmesi hedefleniyor. Hidrojen, karbon yakalama ve enerji depolama gibi alanlar da Şirket'in orta vadede takip ettiği yeni kullanım alanları arasında bulunuyor. Bu yatırımların anlamlı finansal katkısının ise ağırlıklı olarak 2027 ve sonrasında görülmesini bekliyoruz.
- **2026 beklentilerinde yukarı yönlü revizyona gidildi.** Satış hacmi beklentisi 1,15-1,25 milyon ton seviyesinde korunurken, gelir beklentisi 2,1-2,3 milyar USD'den 2,2-2,4 milyar USD'ye, FAVÖK marjı beklentisi ise %8-10'dan %9-11'e yükseltildi.
- **Şirket'in 2Ç26 sonuçlarını olumlu değerlendiriyoruz.** Hacim, yıllık bazda yatay kalmasına rağmen, USD bazlı gelirden %21,9, FAVÖK'te %77,8 büyüme ve FAVÖK marjında 3,6 puanlık iyileşme kaydedilmesini önemli görüyoruz. Altyapı ve proje teslimatlarındaki hızlanma ve segmentin toplam gelirler içerisindeki artan payı operasyonel performansı desteklerken, güçlü faaliyet nakit akışının artan stok ve yatırım harcamalarının bilanço üzerindeki etkisini sınırladığı kanaatindeyiz.
- **2Y26 tarafında altyapı ve proje teslimatlarının seyrinin ana belirleyici olmaya devam edeceğini, buna ilişkin yaklaşık 2,6 milyar USD seviyesindeki sipariş portföyünün 2027'ye ilişkin görünürlüğü de desteklediğini değerlendiriyoruz.** Öte yandan, Enerji/OCTG tarafında beklenen toparlanmanın henüz finansallara yansımamış olmasını yukarı yönlü risk olarak takip ediyoruz. Buna karşılık Türkiye ve Avrupa operasyonlarındaki zayıflık ile kısa vadeli finansal borçlardaki artışı takip edilmesi gereken başlıklar olarak değerlendiriyoruz. Buna ek olarak, hacim beklentisi korunurken, Şirket'in, gelir ve FAVÖK marjı beklentilerini yukarı yönlü revize etmesini ise olumlu okuyoruz.
- **Şirket, Araştırma kapsamımızda yer almamakta birlikte, yatırımcılar açısından fikir vermesi amacıyla benzer şirket çarpanları üzerinden gerçekleştirdiğimiz değerlendirmelere ilerleyen sayfalarda yer vermeye çalıştık.** Hisse, yıl başından itibaren BIST 100 endeksinin %8 gerisinde performans göstermiştir.

Benzer şirketler karşılaştırması

- Benzer şirketler karşılaştırmasında 11 ayrı firmaya yer verilmiştir. Borusan Boru, 2026 yıl sonuna ilişkin **beklentilerini: i) 2,2- 2,4 milyar USD satış geliri ii) %9-%11 FAVÖK marjı** olarak açıklamıştır.

- **Düşük senaryo:** 2,2 milyar USD satış geliri ile %9 FAVÖK marjı üzerinden, benzer şirketlerin genel medyanlarına kıyasla FD/FAVÖK rasyosuna göre %6 primli, FD/Satışlar rasyosuna göre ise %29 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK 2026T	FD/Satışlar 2026T
TENARIS SA	Lüksemburg	27,136	8.8	2.0
VALLOUREC	Fransa	5,734	6.1	1.3
ZHEJIANG JIULI-A	Çin	2,868	9.6	1.7
JINDAL SAW LTD	Hindistan	1,853	9.2	1.2
WELSPUN CORP LTD	Hindistan	5,041	20.8	2.7
TUBACEX	İspanya	441	9.9	1.2
SAUDI STEEL PIPE	Suudi Arabistan	642	8.1	1.9
JIANGSU WUJIN -A	Çin	422	13.8	1.1
NWPX INFRASTRUCT	ABD	1,105	11.6	2.0
ZHEJIANG KINGL-A	Çin	677	---	0.7
PT STEEL PIPE IN	Endonezya	174	---	0.9
Medyan			9.6	1.3
BRSAN	Türkiye	1,872	10.2	0.9
Prim/(İskonto)			6%	-29%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

- **Baz senaryo:** 2,3 milyar USD satış geliri ile %10 FAVÖK marjı üzerinden, benzer şirketlerin genel medyanlarına kıyasla FD/FAVÖK rasyosuna göre %8, FD/Satışlar rasyosuna göre ise %32 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK 2026T	FD/Satışlar 2026T
TENARIS SA	Lüksemburg	27,136	8.8	2.0
VALLOUREC	Fransa	5,734	6.1	1.3
ZHEJIANG JIULI-A	Çin	2,868	9.6	1.7
JINDAL SAW LTD	Hindistan	1,853	9.2	1.2
WELSPUN CORP LTD	Hindistan	5,041	20.8	2.7
TUBACEX	İspanya	441	9.9	1.2
SAUDI STEEL PIPE	Suudi Arabistan	642	8.1	1.9
JIANGSU WUJIN -A	Çin	422	13.8	1.1
NWPX INFRASTRUCT	ABD	1,105	11.6	2.0
ZHEJIANG KINGL-A	Çin	677	---	0.7
PT STEEL PIPE IN	Endonezya	174	---	0.9
Medyan			9.6	1.3
BRSAN	Türkiye	1,872	8.8	0.9
Prim/(İskonto)			-8%	-32%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

- **Yüksek senaryo:** 2,4 milyar USD satış geliri ile %11 FAVÖK marjı üzerinden, benzer şirketlerin genel medyanlarına kıyasla FD/FAVÖK rasyosuna göre %20, FD/Satışlar rasyosuna göre ise %35 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FD/FAVÖK 2026T	FD/Satışlar 2026T
TENARIS SA	Lüksemburg	27,136	8.8	2.0
VALLOUREC	Fransa	5,734	6.1	1.3
ZHEJIANG JIULI-A	Çin	2,868	9.6	1.7
JINDAL SAW LTD	Hindistan	1,853	9.2	1.2
WELSPUN CORP LTD	Hindistan	5,041	20.8	2.7
TUBACEX	İspanya	441	9.9	1.2
SAUDI STEEL PIPE	Suudi Arabistan	642	8.1	1.9
JIANGSU WUJIN -A	Çin	422	13.8	1.1
NWPX INFRASTRUCT	ABD	1,105	11.6	2.0
ZHEJIANG KINGL-A	Çin	677	---	0.7
PT STEEL PIPE IN	Endonezya	174	---	0.9
Medyan			9.6	1.3
BRSAN	Türkiye	1,872	7.6	0.8
Prim/(İskonto)			-20%	-35%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş şirket finansalları (mn USD)

Seçilmiş Kalemler	2Ç26	1Ç26	2Ç25	Çeyreksel Değişim	Yıllık Değişim	6A26	6A25	Yıllık Değişim
Gelir (mn \$)	555.2	421.6	455.5	31.7%	21.9%	976.9	774.6	26.1%
Brüt kar (mn \$)	74.5	27.8	47.3	168.0%	57.5%	102.3	63.9	60.0%
Brüt kar marjı	13.4%	6.6%	10.4%	6.8 puan	3.0 puan	10.5%	8.3%	2.2 puan
Operasyonel giderler (mn \$)	-24.1	-21.3	-19.8	13%	21.8%	-45.4	-39.5	14.8%
Operasyonel giderler/satışlar	4.3%	5.1%	4.3%	0.8 puan	0.0 puan	4.6%	5.1%	0.5 puan
Diğer (mn \$)	-0.1	4.6	-0.4	-102%	-82.9%	4.6	7.8	-41.2%
FVÖK (mn \$)	50.4	11.1	27.1	354.1%	85.6%	61.5	32.2	90.9%
FVÖK marjı	9.1%	2.6%	6.0%	6.5 puan	3.1 puan	6.3%	4.2%	2.1 puan
Finansman giderleri (mn \$)	-2.1	-3.1	-3.0	-32.3%	-30.9%	-5.2	-15.0	-65.4%
Vergi öncesi kar (mn \$)	48.3	8.0	24.2	503.8%	99.9%	56.3	17.2	226.6%
Vergi öncesi kar marjı	8.7%	1.9%	5.3%	6.8 puan	3.4 puan	5.8%	2.2%	3.5 puan
Net kar (mn \$)	33.5	6.3	22.8	431.7%	47.1%	39.8	14.9	166.4%
Net kar marjı	6.0%	1.5%	5.0%	4.5 puan	1.0 puan	4.1%	1.9%	2.1 puan
Amortisman (mn \$)	14.8	13.3	12.5	11.3%	17.8%	28.0	24.2	16.1%
Diğer düzeltmeler (mn \$)	-1.4	2.2	-3.8	-163.6%	-63.6%	0.8	-2.9	-128.3%
FAVÖK* (mn \$)	63.7	26.6	35.8	139.5%	77.8%	90.3	53.5	68.9%
FAVÖK marjı	11.5%	6.3%	7.9%	5.2 puan	3.6 puan	9.2%	6.9%	2.3 puan

Kaynak: Şirket sunumu

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

© DENİZ INVEST 2026

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin en az %20 ve üzerinde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0-20 aralığında oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0'dan daha düşük seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri, hisse senetlerini; potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz, genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takibe devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler. Olası Gözden Geçirme (GG) durumunda, analistlerimiz açısından derecelendirme ve/öneri güncelleme noktasında herhangi bir zaman kısıtlaması kesinlikle söz konusu değildir. Kimi durumlarda, değerlendirme açısından, matematiksel olarak yükseliş potansiyeli veya düşüş riskinin doğması durumunda, analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerinin dışında, sektör ve şirket ile ilgili genel gidişatı ve son gelişmeleri gözeterek derecelendirmeye temel oluşturan potansiyel getiri seviyelerinin dışında önerilerde bulunma haklarını saklı tutarlar. Bu gibi durumlarda, bahse konu şirket(ler)in, içerisinde bulundukları sektörün genel koşulları, muhtemel risk ve getiri başlıkları, açıklanan son finansallarındaki parametreler, politik ve jeopolitik gibi farklı birçok girdi gözetilerek değerlendirilme bulunulabilir. Analistlerimiz, AL-TUT-SAT önerilerini belirlerken, sadece matematiksel değerlerin gözetildiği, mekanik bir süreç yürütmemektedirler.