

Şirket Raporu

Türkiye | Metal Sanayi | 29 Haziran, 2026



Borusan Boru (BRSAN): Gemlik'ten ABD'ye ...

BRSAN'ı "AL" tavsiyesi ve 809TL/hisse 12 aylık hedef fiyatla araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. Hedef fiyatımız mevcut seviyelere göre %49 getiri potansiyeline işaret etmektedir. BRSAN, ABD büyük çaplı hat borusu yatırım döngüsüne doğrudan erişim sağlayan BIST'teki tek şirket konumundadır. Şirketin imzaladığı USD2.65mrl tutarındaki ABD proje anlaşmaları, 2026-1Ç28 dönemi için güçlü gelir görünürlüğü sağlamaktadır. BRSAN, 7.7x 2026E FD/FAVÖK çarpanıyla benzer şirket medyanına göre ~%27 iskonto ile işlem görmektedir. Şirketin Altyapı & Proje tarafındaki talep artışı, ABD'de tarife destekli yerel üretim ve iyileşen ürün karması kaynaklı kar artışını henüz tam olarak hisse fiyatına yansıtmadığını düşünüyoruz. Zayıf 2024 bazının ve 2025'teki kısmi toparlanmanın ardından, FAVÖK'ün 2025'teki USD121mn seviyesinden 2026'da 212mn USD, 2027'de 252mn USD seviyesine yükselmesini; FAVÖK marjının ise sırasıyla %6.7'den %10.0 ve %11.0 seviyesine iyileşmesini bekliyoruz.

- Borusan Boru, Türkiye merkezli bir boru üreticisinden ABD liderliğinde, yerel üretime dayalı bir boru platformuna dönüşmüştür. ABD, 2025 gelirlerinin % 73'ünü ve toplam kapasitenin yarısından oluşturmaktadır. Texas, Alabama ve Florida'daki üretim ağı, otomotiv dışındaki tüm segmentlerde ABD'de yerel üretim kabiliyeti sağlamaktadır. Bize göre asıl avantaj yalnızca kapasite büyüklüğü değil; BRSAN'ın yerel arzın değer kazandığı pazarlarda talebe yakın üretim yapabilesidir.
- BRSAN, Ağustos 2025'ten beri 2026-2027 yıllarında teslim edilmek üzere toplam 2.65mrl USD büyüklüğünde beş ABD proje anlaşması imzalamıştır. Yönetimin teslimat takvimi, 2026'da ~USD1.1mrl, 2027'de ~USD1.3mrl ve 1Ç28'de ~USD250mn tamamlanmaya işaret etmektedir. Bu siparişler, Altyapı & Proje segmentinde kısa vadeli gelir görünürlüğünü artırmaktadır.

ABD enerji altyapısı döngüsü büyümeni ana desteği. BRSAN'ın Altyapı & Proje segmenti, ABD'de devam eden enerji altyapısı yatırım döngüsünden doğrudan faydalanabilecek konumdadır. ABD LNG ihracat kapasitesinin 2029'a kadar neredeyse ikiye katlanması beklenirken, 2026'nın son on yılın en büyük Gulf Coast doğal gaz boru hattı inşaat dalgasını getirmesi öngörülmektedir. Talep, yeni LNG ihracat terminaleri, artan petrol boru hattı yatırımları ve yaşanan gaz iletim altyapısındaki yenileme ihtiyacıyla desteklenmektedir. Altyapı & Proje gelirlerinin 2025'teki 795mn USD seviyesinden 2026T'de 1,136mn USD seviyesine yükselmesini ve 2028 yılında 1,286mn USD ile zirveye ulaşmasını (YBBO:~%17.5) bekliyoruz. 2026-2028 döneminde segmentin grup FAVÖK'ünün yaklaşık %71'ini oluşturmasını bekliyoruz.

ABD üretim ağı Section 232 destekli pazar erişimi sağlıyor. İthal çelik boruya uygulanan %50 Section 232 tarifesi, BRSAN'ın ABD üretim tabanını stratejik olarak daha değerli hale getirmektedir. Bu çerçevede Panama City JCO yatırımının 2027'de devreye girmesiyle, ithalatla dayalı ~150kt büyüklüğündeki ABD JCO pazarında 100kt üretim kapasitesi konumunu güçlendirecektir. Yeni ürün hattının, ithalatçıların daha yüksek tarife yüküyle karşılaştığı bir dönemde devreye girmesinin karlılığına olumlu katkı sağlayacaktır.

Gemlik kampüsü diğer segmentler denge sağlıyor. USD29mn tutarındaki Gemlik konsolidasyonunun ~USD30mn işletme sermayesi iyileştirmesi ve grup FAVÖK marjına 50-100bps katkı sağlaması beklenmektedir. Altyapı & Proje dışında, Enerji/OCTG segmenti Baytown üzerinden rig aktivitesi, OCTG fiyatlaması ve ABD'de yerel üretim avantajına bağlı döngüsel yukarı potansiyel sunmaktadır. Endüstri & İnşaat Türkiye ve Avrupa'da baskı altında kalsa da Baytown SRM hattı artan ABD su ve altyapı talebi ile segment görünümünü desteklemektedir. Otomotiv ise daha düşük büyüme profiline sahip olmakla birlikte, proje bazlı yapısı ve Avrupa üretim ağı ile görece istikrarlı bir gelir bazi yaratmaktadır.

Cazip değerlendirme, karlılık artışı. BRSAN'da yatırım temasının merkezinde, ABD kaynaklı güçlü sipariş görünürlüğü, yerel üretim avantajı ve 2026'dan itibaren belirginleşmesini beklediğimiz marj toparlanması yer almaktadır. Planlanan ABD proje teslimatları, Section 232 destekli yerel pazar erişimi, Panama City JCO yatırımı ve Gemlik kaynaklı verimlilik kazanımları, 2026-2028 dönemine ilişkin karlılık iyileşmesine dair beklentilerinizi güçlendirmektedir. Mevcut değerlemenin, BRSAN'ın daha yüksek marjlı ve yerel üretime dayalı ABD enerji altyapısı odaklı dönüşümünü yeterince yansıtmadığını düşünüyoruz.

BRSAN:TI / BRSAN:IS

Öneri AL
Hedef Fiyat: ₺809.00
Getiri Potansiyeli: 49%

Hisse Fiyatı (TL):	544.00
Piyasa Değeri (mn TL):	77,124
Hisse Adedi (mn):*	142
Fili Dolaşım Oranı (%):	22.07
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	17,021
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Metal Ana Sanayi

Hisse Performans (29/06/2026)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	306. - 789.			
	1h	1A	3A	ybb
Nominal	-10.5%	11.2%	6.5%	-2.0%
Rölatif (BIST-100)	-7.6%	6.5%	-5.1%	-22.7%
Ort. İşlem Adedi (mn)	3.12	2.60	1.76	2.21
Ort. İşlem Hacmi (mn T)	1,869	1,478	946	1,306
BIST-100'deki ağırlığı	1.00			
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce			
	4.7% 7.2%			

Kısaca Şirket

Borusan Boru, 1958 yılında kurulmuş, 3 kıtada 10 üretim ve işleme tesisiyle faaliyet gösteren küresel bir çelik boru üreticisidir. Şirketin yıllık toplam kapasitesi ~1.7mn ton seviyesindedir. BRSAN; Altyapı & Proje, Enerji/OCTG, Endüstri & İnşaat ve Otomotiv olmak üzere dört ana segmentte faaliyet göstermekte; büyük çaplı LSAW/HSW hat boruları, ERW/OCTG enerji boruları, SRM borular, soğuk çekilmiş ve hassas otomotiv boruları üretmektedir. Şirket 2025'te USD1.8bn gelir elde etmiş olup, gelirlerin %85'i global pazarlardan, %73'ü ABD'den sağlanmıştır. Son stratejik adımlar arasında USD162mn Berg Pipe satın alımı, USD60mn Baytown SRM yatırımı, USD68mn Panama City JCO yatırımı ve Gemlik konsolidasyonu yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı

	Oran
Borusan Holding Anonim Şirketi	68.85%
Halka Açık	22.07%
Borusan Yatırım Ve Pazarlama Anonim Şirketi	9.08%

Finansal Göstergeler

(USD mn)	2024	2025	2026T	2027T
Ciro	1,679.4	1,810.4	2,121.8	2,289.9
FAVÖK	71.9	121.0	212.1	251.6
Net Kar	-6.9	32.2	86.5	118.5
FAVÖK marjı	4.3%	6.7%	10.0%	11.0%
Net marj	-0.4%	1.8%	4.1%	5.2%
FD/FAVÖK (x)	22.6	13.5	7.7	6.5
F/K (x)	-244.9	52.8	19.7	14.4
FD/Satış (x)	0.97	0.90	0.77	0.71
Net Borç/FAVÖK (x)	3.9x	1.5x	0.6x	0.4x

Zafer Belli

+90 (212) 244 55 66
zaferb@global.com.tr

Onur Marşan

+90 (212) 244 55 66
onurm@global.com.tr



FİNANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn USD)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar	1,776	1,679	1,810	2,122	2,290	2,336
Satışların Maliyeti	-1,477	-1,569	-1,658	-1,878	-1,993	-2,048
Brüt Kar	298	110	152	244	297	288
Faaliyet Giderleri	-86	-81	-81	-95	-110	-112
Faaliyet Karı	213	29	71	148	187	176
FAVÖK	255	72	121	212	252	242
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	25	24	7	11	15	15
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler	28	25	16	15	18	17
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler	-3	-2	-9	-4	-3	-2
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-59	-58	-28	-46	-49	-49
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	30.1	4.4	1.7	1.5	1.5	1.5
Vergi Öncesi Kar	209	-2	51	108	148	138
Vergi Gideri	36	5	19	22	30	28
Net Kar/(Zarar)	173	-7	32	87	118	110

Bilanço (mn USD)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	130	67	127	230	267	338
Ticari Alacaklar	197	150	200	231	234	240
Stoklar	537	353	451	455	506	482
Maddi Duran Varlıklar	817	875	903	984	1,026	1,062
Diğer Varlıklar	221	129	97	120	163	165
Toplam Varlıklar	1,902	1,574	1,777	2,019	2,195	2,286
Finansal Borç	349	348	309	361	377	380
Ticari Borçlar	293	159	208	307	349	325
Diğer Yükümlülükler	411	212	380	384	384	386
Toplam Yükümlülükler	1,053	719	897	1,052	1,110	1,091
Özkaynaklar	849	855	880	967	1,085	1,196
Net Borç/(Nakit)	220	281	182	132	111	42

Büyüme	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar	279%	-5%	8%	17%	8%	2%
FAVÖK	107%	-72%	68%	75%	19%	-4%
Net Kar	149%	-104%	-564%	169%	37%	-7%

Finansal Rasyolar	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Hisse Başına Kar (TL)	35.82	-1.72	9.74	26.21	35.90	33.45
Özsermaye Karlılığı	20.4%	n.m.	3.7%	8.9%	10.9%	9.2%
Brüt Marj	16.8%	6.6%	8.4%	11.5%	13.0%	12.3%
FAVÖK Marjı	14.4%	4.3%	6.7%	10.0%	11.0%	10.3%
Net Kar Marjı	9.7%	-0.4%	1.8%	4.1%	5.2%	4.7%
Net Borç/FAVÖK	0.86x	3.91x	1.5x	0.62x	0.44x	0.18x
KV Borç/UV Borç	2.36x	2.74x	2.73x	3.08x	2.99x	3.23x
Özermaye/Varlıklar	45%	54%	50%	48%	49%	52%

Kaynak: Finnet

Finansal veriler Finnet'ten alınmıştır; şirketin açıkladığı USD bazlı finansallarla oluşabilecek sınırlı farklar, dönem ortalaması TL/USD kur çevriminden kaynaklanabilir.

Bu raporda FAVÖK, faaliyet karı ile amortisman ve itfa giderlerinin toplamı olarak hesaplanmaktadır ("analist FAVÖK"). Bu tanım, şirketin raporladığı FAVÖK'ten sistematik olarak daha düşük gerçekleşmektedir; zira şirket FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer net gelirleri ve yatırım faaliyetlerinden gelirleri de dahil etmekte, kur farkı gelir/giderleri ile tek seferlik kalemleri ise hariç tutmaktadır.



DEĞERLEME

Değerlememizde, USD bazlı 10 yıllık İNA modeline (2026–2036T) %50 ve FD/FAVÖK ile F/K çarpanlarına dayalı benzer şirket analizine %50 ağırlık verdiğimiz karma bir değerlendirme metodolojisi kullanıyoruz. Benzer şirket analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını eşit ağırlıklandırıyoruz

BRSAN için tavsiyemiz “AL” olup, 12 aylık hedef fiyatımız olan 809TL/hisse %49 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme (USD)	Değer	Ağırlık	Değer
İNA	2,169	50%	1,084
Çarpan	2,032	50%	1,016
BRSAN Tahmini Değer			2,100
Piyasa Değeri (USD mn)			1,701
12A Hedef Fiyat (USD)			15.55
12A Hedef Fiyat (TL)			809.00
Hisse Fiyat (TL)			544.00
Artış Potansiyeli (%) (TL)			49%

Kaynak: Global Menkul Değerler

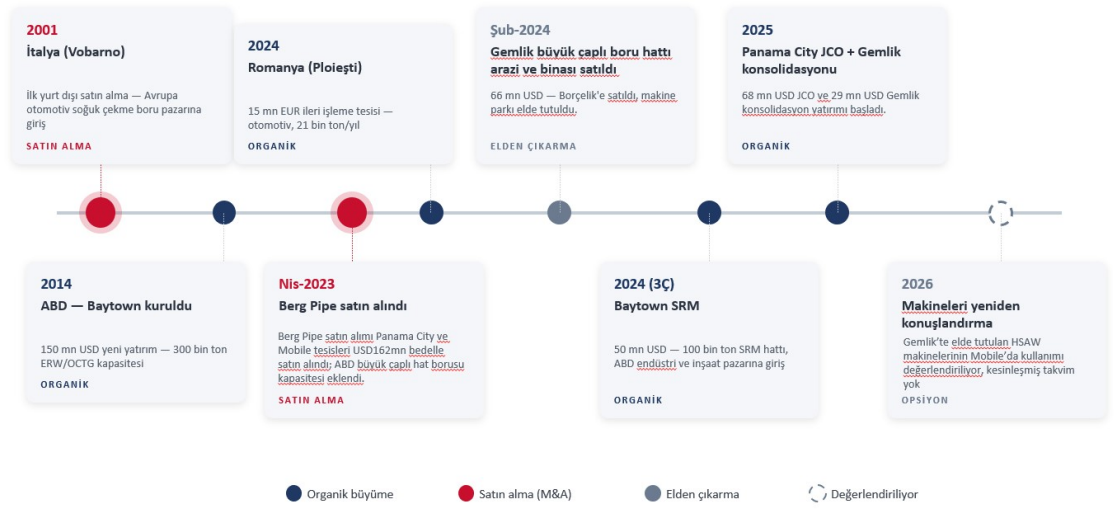
Yukarı Yönlü Riskler: i) Gemlik'te bulunan ve yönetim değerlendirmesinde olan spiral boru makinelerinin Mobile tesisine taşınması yoluyla kapasite/verimlilik artışı; ii) ek satın alma ve birleşme işlemleri; iii) ilave satın alma fırsatları, iii) Gemlik konsolidasyonu sonrası Halkalı arazisinin olası satışı; iv) Değerlememize dahil etmediğimiz BRSAN'ın %11,78 Borçelik payından kaynaklanabilecek değer.

Aşağı Yönlü Riskler: i) Proje teslimatlarında gecikme; üretim ve sevkiyat takvimlerinin proje ilerlemesine bağlı olarak değişebilmesi, ii) Section 232 kurallarının gevşetilmesi, değiştirilmesi veya ülke bazlı muafiyetlerle genişletilmesi halinde tarife korumasının zayıflaması, iii) proje dışı segmentlerde HRC fiyatı ve stok maliyeti uyumsuzluğu; çelik maliyetlerinin satış fiyatlaması aleyhine hareket etmesi halinde marj baskısı, iv) JCO ve Gemlik uygulama riskleri; devreye alma gecikmeleri veya operasyonel aksaklıklar.

Yatırım Teması

Uluslararası üretim ağı. BRSAN, 2001 yılında Vobarno satın alımıyla Avrupa pazarına girmiş, 2014 yılında USD150mn tutarındaki Baytown OCTG yatırımıyla ABD enerji sektöründe konumunu güçlendirmiştir. Nisan 2023'te USD162mn tutarındaki Berg Pipe satın alımıyla Panama City ve Mobile tesislerini bünyesine katarak ABD'de büyük çaplı hat borusu üretimine başlamıştır. Bu adımları, 2024 yılında devreye alınan USD50mn tutarındaki Baytown SRM hattı ve EUR15mn tutarındaki Romanya tesisi izlemiş; sırasıyla ABD Endüstri & İnşaat ve Avrupa otomotiv segmentlerinin de varlığını arttırmıştır.

Yeni üretim hattı ve verimlilik yatırımları. BRSAN, 2025 yılında USD68mn tutarındaki Panama City JCO yatırımına başlamış ve Halkalı ile Bursa operasyonlarını Gemlik çatısı altında konsolide ederek Türkiye'de daha entegre ve verimli bir üretim üssü oluşturma kararı almıştır. 2024 yılında Gemlik'teki büyük çaplı boru üretim arazisi ve binalarının satışının ardından elde tutulan spiral boru makineleri, Mobile tesisinde kapasite artışı veya verimlilik iyileştirmesi için taşınması değerlendirilmektedir.



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Talep merkezlerinde yerel üretim avantajı. ABD'de Texas, Alabama ve Florida'daki dört tesis toplam 850kt kapasiteye sahip olup, otomotiv dışındaki tüm segmentleri kapsamaktadır. Bu yapı, daha yüksek katma değerli altyapı ve OCTG talebine doğrudan erişim sağlamaktadır. Panama City ve Mobile tesisleri Altyapı & Proje iş kolunun ABD Gulf Coast üretim omurgasını oluştururken, Baytown tesisi ERW/OCTG ve SRM hatlarıyla sırasıyla Enerji/OCTG ve Endüstri & İnşaat segmentlerini desteklemektedir. ABD'nin toplam kapasitenin yarısını ve 2025 gelirlerinin %73'ünü oluşturmaktadır. Türkiye'de ise Halkalı ve Bursa operasyonlarının Gemlik çatısı altında toplanmasıyla daha entegre bir üretim üssü oluşturulurken, İtalya ve Romanya Avrupa otomotiv segmentini desteklemektedir.



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

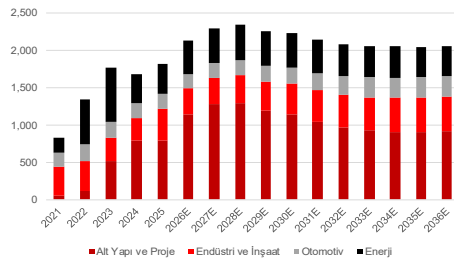
Dört segment, iki ana tema. BRSAN'ın dört segmentini iki ana başlık altında değerlendirdik. Bunlar, ABD enerji altyapısı ve Türkiye/Avrupa'da toparlanma ve verimlilik artışı.

- **ABD enerji altyapısı:** Altyapı & Proje ve Enerji/OCTG segmentleri, şirketin ABD'deki yerel üretim ağı, iç pazar boru fiyatlaması ve Section 232 destekli pazar erişiminden faydalanmaktadır. Altyapı & Proje daha uzun vadeli LNG ve boru hattı projeleriyle görünürlük sağlarken, Enerji/OCTG daha kısa döngülü olup rig aktivitesi, OCTG fiyatları ve müşteri stoklarına duyarlıdır. Farklı döngülere sahip olsalar da iki segmentin ortak noktası, tarife destekli ABD pazarında yerel üretim avantajıdır.
- **Türkiye/Avrupa'da toparlanma ve verimlilik artışı:** Endüstri & İnşaat ve Otomotiv segmentleri, bölgesel inşaat, sanayi ve otomotiv döngülerine daha fazla bağlıdır. Bu segmentlerde yerel maliyet enflasyonu, rekabet ve daha zayıf talep koşulları nedeniyle karlılık ABD odaklı iş kollarına göre daha düşük kalmakta. Buna karşın, ölçek, müşteri çeşitliliği ve Gemlik konsolidasyonu üzerinden marj toparlanması potansiyeli sunmaktadır. Bu nedenle yatırım hikayesi dört segmentin eşit büyümesi üzerine değil, kar kompozisyonunun daha yüksek marjlı ABD yerel üretimine kayması üzerine kurulu.

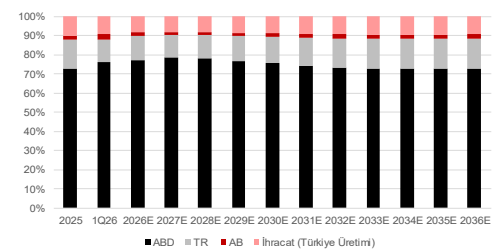
ABD gelirlerinin payı güçleniyor. ABD odaklı iş kollarının grup gelirlerindeki payı yaklaşık üçte iki seviyesine ulaşmış olup, imzalanan proje anlaşmalarının teslimata dönüşmesiyle bu ağırlığın artmasını bekliyoruz. Altyapı & Proje ve Enerji/OCTG, ABD'de yerel üretim, iç pazar boru fiyatlaması ve Section 232 destekli pazar erişimi ile önplana çıkarken. ABD enerji yatırımları ve tarife desteği güçlü kalması durumunda iki segment birlikte pozitif ayrışmasını öngörüyoruz; buna karşın ABD proje aktivitesinde yavaşlama veya Section 232 korumasında zayıflama halinde iki segmentin birlikte baskı görmesi mümkündür.

Dönüşüm raporlanan performansta da görülüyor. 2022-2023 dönemi ağırlıklı olarak Enerji/OCTG kaynaklı bir marj döngüsü olarak öne çıktı. 2024, Berg Pipe'ın ilk tam yıl katkısıyla Altyapı & Proje segmentinin öne çıktığı yıl oldu. 2025'te Baytown SRM hattının devreye girmesi Endüstri & İnşaat tarafını destekledi. 2026-2028 döneminde ise ana temanın Altyapı & Proje segmentindeki teslimat döngüsü olmasını bekliyoruz. Bize göre burada kritik nokta, segmentlerin birbirini dengelemesi değil; BRSAN'ın kar bazınının daha yüksek marjlı ABD yerel üretimine kaymış olmasıdır. Türkiye ve Avrupa operasyonları ise daha küçük, ancak stratejik açıdan önemli bir faaliyet tabanı sağlamaya devam etmektedir.

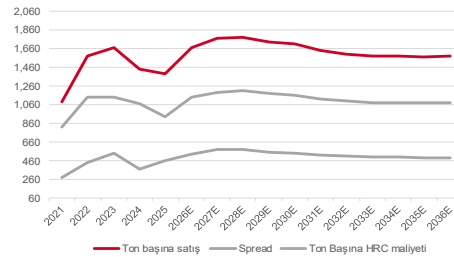
Segment Satış Kırılımı (USDmn)



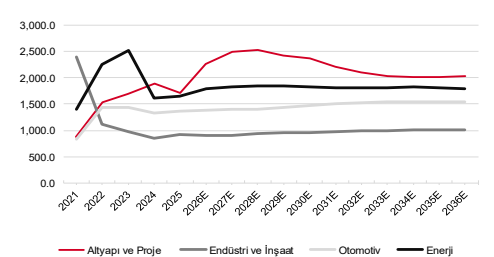
Satışların Bölge Kırılımı (USDmn)



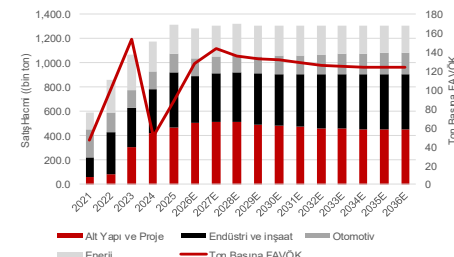
Ton Başına Satış, HRC Maliyeti ve Spread



Ton Başına Satış



Satış Hacmi (bin ton) and Ton Başına FAVÖK



Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler



Altyapı ve Proje (A&P)

BRSAN'ın ABD dönüşümünün ana motoru. Altyapı & Proje segmentinin grup gelirleri içindeki payı 2021'de %10'un altındayken, 2025'te USD795mn satış geliri ile %44 seviyesine yükselmiştir. Segmentin, güçlü sipariş görünürlüğü ve yüksek kapasite kullanımı sayesinde önümüzdeki dönemde de grup büyümesinin ana motoru olmaya devam etmesini bekliyoruz. Gelirlerin 2026T'de USD1.136mn seviyesine yükselmesini ve 2027T'de USD1.273mn ulaşmasını öngörüyoruz. Artış, büyük ölçüde bu iki yılda teslim edilmesi planlanan ~USD2.65mlr tutarındaki imzalanmış ABD bakiye siparişleri ile desteklenmektedir.

Anlaşma Tarihi	27.08.2025	30.10.2025	19.12.2025	24.04.2026	01.06.2026
Tutar (USDmn)	567	686	553	~100	~742
Planlanan Üretim ve Sevkiyat Yılı	2026	2026-2027	2027	2027	2027-2028

Panama City ve Mobile tesisleri, I&P segmentinin ABD'deki ana üretim merkezidir. Berg Pipe satın alımıyla bünyeye katılan iki tesis, toplam ~550 bin ton'luk büyük çaplı boru kapasitesiyle Permian'dan Gulf Coast'a uzanan petrol, doğal gaz ve LNG boru hattı koridoruna hizmet vermektedir. Bu konum, BRSAN'a ABD enerji altyapısı talebine doğrudan lojistik erişim sağlamaktadır.

A&P görünümünü üç talep katmanı destekliyor. İlk katman ABD LNG ihracat kapasitesindeki büyümedir. LNG ihracatı için doğal gazın üretim havzalarından ihracat terminallerine taşınması gereksinimi, kapasite artışı ilave boru hattı altyapısı ihtiyacı yaratmaktadır. EIA, Kuzey Amerika LNG ihracat kapasitesinin 2024 başındaki 11,4 Bcf/d seviyesinden 2029'da 28,7 Bcf/d seviyesine yükselmesini beklemektedir. Yeni kapasite artışlarının önemli bölümünün ABD Körfez Kıyısı'nda (Gulf Coast) yoğunlaşması, BRSAN'ın Panama City ve Mobile tesisleri için doğrudan talep desteği sağlamaktadır.

İkinci katman, LNG büyümesinin boru hattı projelerine dönüşmesidir. EIA verilerine göre ABD'de 2026-2027 döneminde planlanan boru hattı kapasite artışları 44,9 Bcf/d seviyesindedir. Bunun ~%66'sı Texas çıkışlı olup, Permian/Waha bölgesindeki darboğazların azaltılması ve gazın ABD Körfez Kıyısı'ndaki LNG terminallerine ve son kullanıcılara taşınması hedeflenmektedir. Bu, BRSAN'ın ABD Körfez Kıyısı üretim konumu için somut proje bazlı talep görünürlüğü yaratmaktadır.

Üçüncü katman ise yenileme kaynaklı talep. ABD gaz iletim hattı uzunluğunun yaklaşık %54'ü 1970 öncesinde kurulmuş olup, PHMSA'nın boru hattı bütünlük yönetimi kuralları düzenli denetim, değerlendirme ve onarım döngüsü yaratmaktadır. uzun vadeli yenileme ihtiyacını destekleyen düzenleyici bir taban olarak görüyoruz. Ayrıca, Yapay zeka ve veri merkezi kaynaklı enerji talebi de sektör oyuncuları tarafından ek talep unsuru olarak belirtilmektedir.

ABD doğalgaz iletim hattı şebekesi — döşenme yılına göre (toplam millerin %'si, 2025)



1970 öncesi döşenen

55+ yaşında - grandfather-clause dönemi

1970 ve sonrası

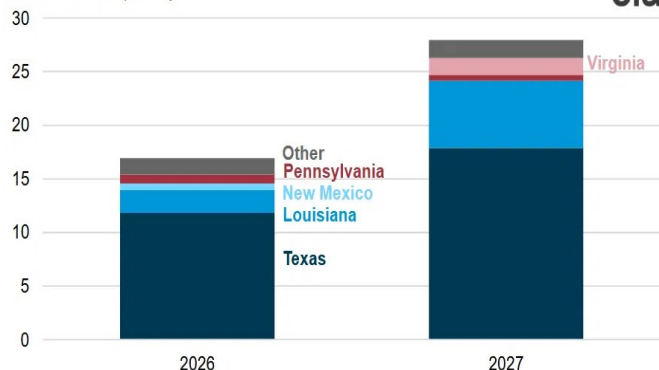
modern HF-ERW / SAW dönemi

Yenileme yavaş ilerliyor. 1970 öncesi hatların yalnızca %18,3'ü 2005-2025 arasında yenilenebilmiş — yani şebekenin büyük kısmı yirmi yıl sonra hâlâ yerinde, ve modern hat borusu için on yıllara yayılan bir yenileme talebi mevcut.

Kaynak: PHMSA By-Decade Inventory, 23 Haziran 2026 verisi

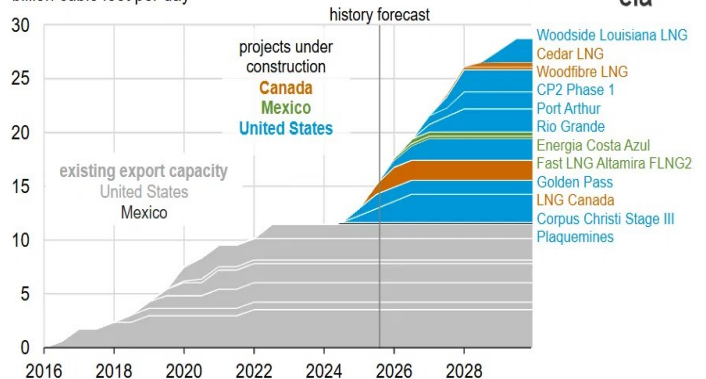
New annual natural gas pipeline capacity by beginning state (2026–2027)

billion cubic feet per day



North America liquefied natural gas export capacity by project (2016–2029)

billion cubic feet per day



Section 232 yerel üretim ekonomisini güçlendiriyor. ABD'de büyük çaplı hat borusu üretici sayısı sınırlıyken, Nisan 2026'dan bu yana kapsam dahilindeki ithal çelik borular %50 tarifeye tabi tutulmuştur. Bu durum, BRSAN'ın ABD'deki yerel üretim tabanının stratejik değerini artırmaktadır. 2027'de devreye alınması beklenen USD68mn tutarındaki Panama City JCO yatırımı, kabiliyetini artıracak ve bugün ithalatla karşılanan ~150kt pazara yerel üretimle erişim sağlayacaktır.

ABD boru talebi benzer şirket yorumlarıyla da destekleniyor. Welspun, Tenaris, Vallourec ve NWPX'in son değerlendirmeleri; ABD'de boru talebinin daha proje bazlı, yerel tedarik odaklı ve düşük maliyetli ithalata karşı daha korunaklı hale geldiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede 2028T'yi, yüksek kapasite kullanımı ve JCO yatırımının ilk tam yıl katkısıyla I&P segmentinde zirve yıl olarak modelliyoruz. 2029 sonrası gelirlerin kademeli olarak normalleşmesi ve 2036 yılında USD918mn seviyesine gerilemesini öngörüyoruz. Buna karşın, olası yeni kontratları veya Gemlik'te elde tutulan spiral boru makinelerinin Mobile'da kapasite/verimlilik artışı amacıyla kullanılmasını, resmi açıklama gelmeden değerlememize dahil etmiyoruz.

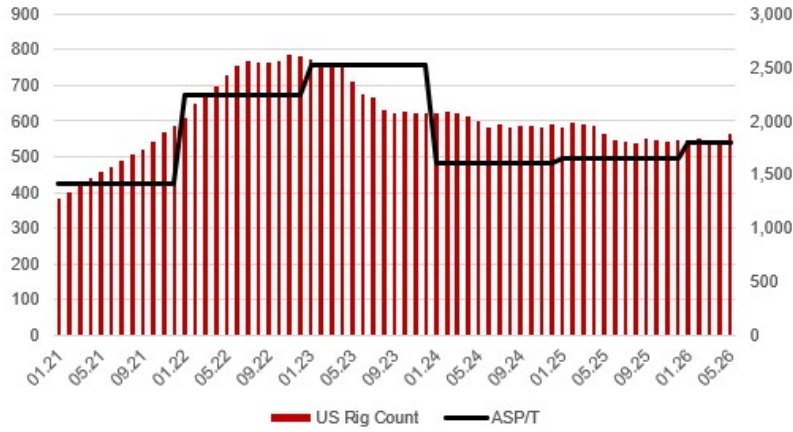
Altyapı ve Proje	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Gelir (USD mn)	1,135.6	1,273.1	1,285.9	1,185.0	1,138.1	1,037.3	965.7	927.4	908.9	908.9	918.0
Toplam Gelir Payı	53.5%	55.6%	55.0%	52.6%	51.2%	48.6%	46.3%	45.1%	44.3%	44.5%	44.8%
Hacim (bin ton)	504	509	509	488	479	469	460	455	451	451	451
Toplam Hacim Payı	39%	39%	39%	37%	37%	36%	35%	35%	35%	35%	35%
KKO	92%	92%	92%	89%	87%	85%	84%	83%	82%	82%	82%
Ton Başına Satış	2,255	2,503	2,528	2,427	2,378	2,212	2,101	2,038	2,018	2,018	2,038
FAVÖK	153	185	167	152	145	130	121	116	114	114	115
FAVÖK Marjı	13.5%	14.5%	13.0%	12.8%	12.8%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%

Enerji/OCTG

Enerji/OCTG segmenti temel olarak rig (sondaj kulesi) aktivitesi, OCTG fiyatları, müşteri stokları, ithalat rekabeti ve HRC dinamikleriyle şekillenmektedir. Segment, 2025'te USD399mn gelir elde ederek grup satışlarının %22'sini oluşturmuştur. BRSAN'ın 300kt kapasiteli Baytown ERW/OCTG tesisi ABD pazarına doğrudan yerel üretim erişimi sağlarken, Gemlik ihtiyaç duyulması halinde ek tedarik esnekliği sunmaktadır. Enerji gelirlerinin 2026T'de yıllık %11 artışla USD443mn seviyesine yükselmesini, 2027T'de USD463mn ve 2028T'de USD475mn seviyesine ulaştıktan sonra 2036T'de USD400mn seviyesine normalize olmasını bekliyoruz.

Rig sayısı ana göstergesi olmaya devam etse de artık tek başına yeterli değil. ABD rig sayısı 18 Haziran 2026 itibarıyla 563 seviyesinde olup yıllık bazda yaklaşık %2 artmıştır. Buna karşın, EIA verileri üretim verimliliğindeki artış nedeniyle sınırlı hacim büyümesini desteklemektedir. 2025'te Lower-48 aktif rig sayısı 2024'e göre %5 düşük, açılan kuyu sayısı ise %1 daha az olmasına rağmen, ABD ham petrol üretimi 13,6mn varil/gün ile rekor seviyeye ulaşmıştır. Bu durum, üretim aktivitesinin geçmişe kıyasla rig sayısına daha az bağımlı hale geldiğini göstermektedir.

ABD rig sayısı ve BRSAN Enerji Ton başına Satış

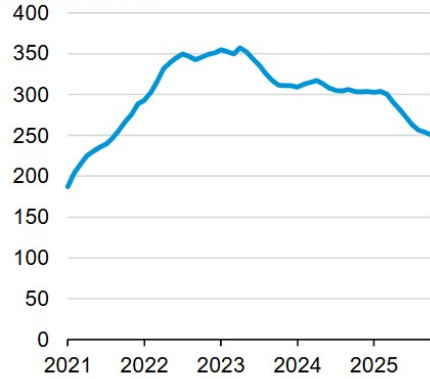


Kaynak: Baker Hughes, Global Menkul Değerler

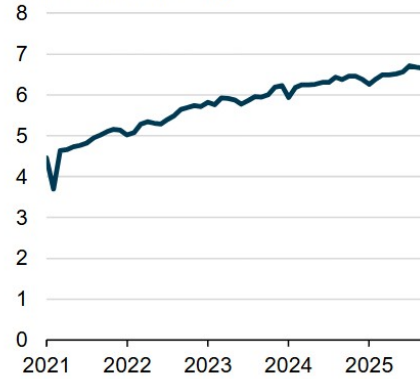
OCTG talebi açısından verimlilik dinamiği çift yönlü çalışıyor. Olumsuz tarafta, ABD kaya petrolü üreticileri daha az sondaj kulesiyle daha fazla üretim yapabildiği için, rig sayısında tam bir toparlanma ihtiyacı yapısal olarak sınırlanmaktadır. Olumlu tarafta ise daha uzun yatay kuyular, aktif sondaj kulesi başına daha yüksek metraj ve geniş mevcut kuyu bazı; üretim boruları, kuyu bakım/yenileme operasyonları, yeniden çatlatma ve boru değişimi talebini desteklemektedir. Bu nedenle mevcut kuyu aktivitesini temel talep destekleyici unsur olarak görüyoruz; ancak agresif hacim büyümesi varsaymak için yeterli bulmuyoruz.

Permian region rig count and crude oil production (Jan 2021–Oct 2025)

rig count
monthly average



crude oil production
million barrels per day



Kaynak: EIA, Global Menkul Değerler

Fiyatlamaya daha destekleyici hale geliyor, ancak geçişin kademeli olmasını bekliyoruz.

Tenaris, ABD OCTG fiyatlarının ithalat tarifeleri ve yüksek hammadde maliyetlerine tepki vermeye başladığını belirtirken, Vallourec güçlü ABD siparişleri, özellikle dikişsiz ürünlerde gerileyen OCTG ithalatı ve 3Ç26'ya doğru fiyatlamaya potansiyeline işaret etmektedir. Ancak BRSAN'ın Baytown'daki pozisyonu ağırlıklı olarak dikişsiz ürünlerden ziyade kaynaklı/ERW OCTG tarafındadır. Bu nedenle dikişsiz ürünlerdeki fiyat gücünü bire bir fiyat geçişi olarak değil, kaynaklı ürünler için destekleyici bir fiyatlamaya zemini olarak değerlendiriyoruz. Ton başına satış fiyatının 2025'teki USD1.648/ton seviyesinden 2028T'de USD1.850/ton seviyesine yükselmesini; bu artışın kısmi iç pazar fiyat iyileşmesi, sınırlı ürün karması katkısı ve tarife destekli yerel üretimden kaynaklanmasını bekliyoruz.

Sınırlı hacim büyümesi ve kısmi marj toparlanması öngörüyoruz. Enerji/OCTG hacminin 2025'teki 242bin ton seviyesinden 2028T'de yalnızca 257bin ton seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. Aynı dönemde FAVÖK marjının 2025'teki %7,7 seviyesinden 2026'da %9,0, 2027'de %9,5 ve 2028T-2029T döneminde %10,0 seviyesine yükseldikten sonra ~%9,5 civarında dengelenmesini bekliyoruz. Segmentin daha kısa döngülü, daha rekabetçi ve HRC, müşteri stokları ile spot fiyatlamaya daha duyarlı yapısı nedeniyle marjlarının A&P'nin altında kalacağını düşünüyoruz. 2022-2023 dönemindeki olağanüstü karlılığın OCTG arz şokundan kaynaklandığını ve tekrarlanabilir bir baz olarak alınmaması gerektiğini düşünüyoruz.

Energy	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Gelir (USDmn)	442.8	462.9	474.6	467.5	458.2	444.5	435.6	422.6	418.3	405.8	399.7
Toplam Gelir Payı	20.9%	20.2%	20.3%	20.7%	20.6%	20.8%	20.9%	20.5%	20.4%	19.8%	19.5%
Hacim (bin ton)	247	254	257	254	251	246	241	234	230	225	223
Toplam Hacim Payı	19%	20%	20%	19%	19%	19%	19%	18%	18%	17%	17%
KKO	82%	85%	86%	85%	84%	82%	80%	78%	77%	75%	74%
Ton Başına Satış	1,796	1,823	1,850	1,841	1,823	1,804	1,804	1,804	1,822	1,804	1,795
FAVÖK	40	44	47	47	45	44	41	40	40	39	38
FAVÖK Marjı	9.0%	9.5%	10.0%	10.0%	9.8%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%

Ana riskler petrol fiyatı ve döngü kaynaklıdır. Petrol fiyatları, aktif sondaj kulesi sayısı ve OCTG talebi için temel değişken olmaya devam etmektedir; ancak baz senaryomuza jeopolitik prim dahil etmiyoruz. EIA'nın Haziran 2026 STEO raporu bu oynaklığı göstermektedir: Hürmüz kaynaklı arz kesintisi varsayımı altında Brent'in Haziran-Temmuz 2026'da ortalama USD105/varil seviyesine yükselmesi, akışların normalleşmesiyle 2027'de USD79/varil seviyesine gerilemesi beklenmektedir. Buna karşılık, spot Brent arz endişelerinin azalmasıyla halihazırda ~USD74/varil seviyesine gerilemiştir.

Kaya petrolü çıkarımında sağlanan daha hızlı verimlilik artışı, üretim başına ihtiyaç duyulan boru tonajını azaltabilir. Kaynaklı OCTG ürünlerinde daha zayıf fiyat geçişi, müşteri stok azaltımı veya yeniden artan ithalat baskısı ise ton başına satış fiyatı toparlanmasını sınırlandırabilir. Tersine, daha güçlü petrol fiyatları, aktif sondaj kulesi sayısında daha keskin toparlanma veya ABD OCTG arzında sıkışma, ölçülü hacim ve marj varsayımlarımız için yukarı yönlü risk oluşturur. Bize göre Enerji/OCTG grup için döngüsel yukarı potansiyel sunarken, I&P daha görünür ve yapısal büyüme motoru olmaya devam etmektedir.

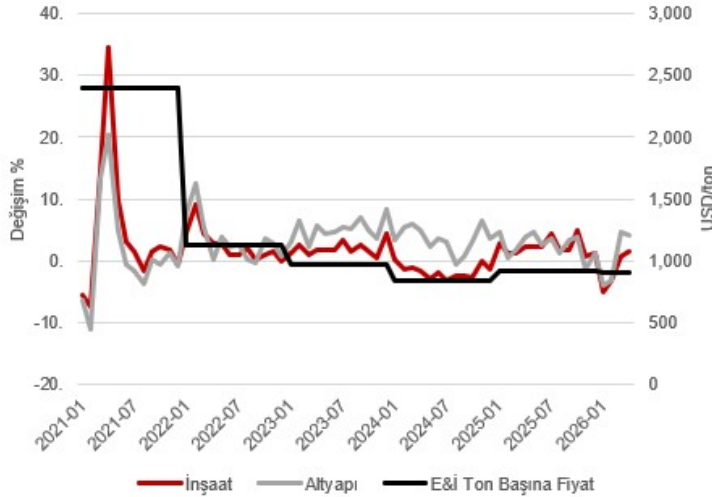
Endüstri ve İnşaat (E&I)

Ana pazar Türkiye/Avrupa, ABD Baytown SRM ise destek katmanı sağlıyor. Endüstri & İnşaat segmenti ağırlıklı olarak Türkiye/Avrupa merkezli ERW iş kolu olmaya devam etmektedir. Ancak 100kt kapasiteli Baytown SRM hattı, segment içinde daha belirgin hale gelmektedir. BRSAN'ın ERW ürün portföyü; inşaat ve kazık boruları, beton pompa ve sanayi boruları, makine ve tarım ekipmanı boruları, su tesisat boruları, yangın koruma boruları ve sanayi profillerinden oluşmaktadır. Bu ürünlerde talep; inşaat aktivitesi, sanayi üretimi, faizler, kamu altyapı harcamaları ve fiyat rekabeti ile değişkenlik göstermektedir. Türkiye/Avrupa da zayıf görünüme karşın Baytown SRM ve Gemlik konsolidasyonunun destek sağlamasını bekliyoruz.

Türkiye ve Avrupa kısa vadede baskı unsuru olmaya devam etse de görünüm tamamen negatif değil. Avrupa'da toparlanma kademeli ilerlerken, BRSAN açısından daha önemli olan altyapı odaklı alt segmentlerde görünüm daha güçlüdür. Eurostat verilerine göre Nisan 2026'da AB inşaat üretimi yıllık %1,5 artarken, bina inşaatı %3,2 daralmış; buna karşın altyapı inşaatı %4,1 büyümüştür. Bu ayrışma BRSAN için destekleyicidir; şirket konut inşaatından ziyade altyapı ve mühendislik proje talebinden daha fazla etkilenmektedir.

Bu nedenle sert bir toparlanma yerine kademeli iyileşme modelliyoruz. Baytown SRM hattı, yerel ABD üretimi ve küçük çaplı, daha yüksek katma değerli borular üzerinden orta vadede destek sağlarken, Türkiye/Avrupa işi inşaat döngüsü, faizler ve fiyat rekabetine daha duyarlı kalmaktadır. E&I'nin görünürlük ve yapısal büyüme açısından A&P'nin altında kalmasını bekliyoruz; ancak ABD SRM katkısı segmentin Türkiye/Avrupa döngüsüne bağımlılığını azaltarak ürün ve coğrafi karmasını iyileştirmektedir.

AB İnşaat Endeksi ve BRSAN E&I Ton Başına Satış



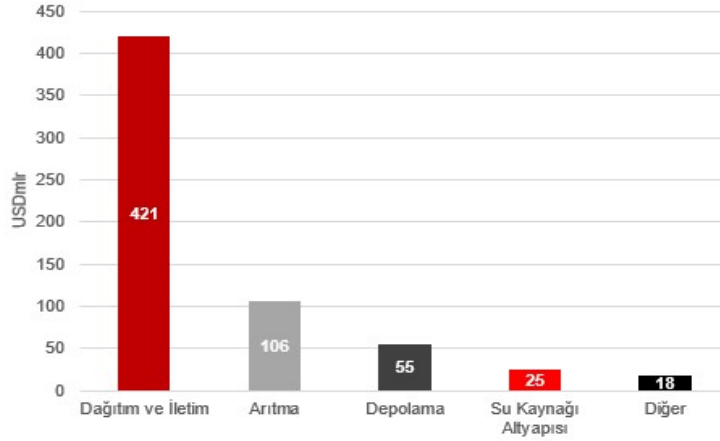
Kaynak: Eurostat, Global Menkul Değerler

Türkiye tarafında inşaat aktivitesi destekleyici kalırken, toparlanmanın kademeli olmasını bekliyoruz. 2025'te inşaat sektörü, deprem sonrası yeniden yapılanma ve kamu altyapı harcamalarının desteğiyle GSYH büyümesine en yüksek katkı sağlayan kalemlerden biri olmuştur. Konut yapı ruhsatlarının yıllık yaklaşık %30 artarak 2017'den bu yana en yüksek seviyeye ulaşması da iç talep tarafında belirli bir destek sunmaktadır. Buna karşın, yüksek inşaat maliyetleri ve sıkı finansman koşulları orta vadeli toparlanmayı sınırlamaktadır. Bu nedenle E&I segmentinde 2027'den itibaren iyileşen finansman koşulları, kamu altyapı talebinin devamı ve ABD SRM katkısının artmasıyla kademeli bir iyileşme öngörüyoruz.

Gemlik konsolidasyonu. BRSAN'ın Halkalı ve Bursa operasyonlarını Gemlik'te toplaması, yeni talep yaratmaktan çok üretim ağını sadeleştirmeyi hedeflemektedir. Tek kampüs yapısı, liman erişimi, daha kısa iç lojistik akışı ve daha yüksek kapasite kullanımı üzerinden birim maliyetleri düşürmesi planlanmaktadır. Şirket, USD29mn yatırım karşılığında USD30mn işletme sermayesi serbestleşmesi ve konsolide FAVÖK marjına 50-100 baz puan katkı beklemektedir.

ABD altyapı yenilemesi, Baytown SRM için dolaylı destek sağlıyor. EPA, ABD su altyapısı için önümüzdeki 20 yılda USD625mlr yatırım ihtiyacı öngörürken, bunun büyük bölümü dağıtım ve iletim sistemlerinden kaynaklanmaktadır. Bu pazar doğrudan büyük çaplı belediye ana su hattı üreticilerine daha güçlü bir okuma sunsa da, Baytown SRM hattı küçük çaplı su, yangın koruma, mekanik ve sanayi boruları üzerinden bu yenileme döngüsünden dolaylı fayda sağlayabilir. Bu nedenle söz konusu veriyi BRSAN için doğrudan tonaj varsayımı değil, SRM hattının orta vadeli talep görünümünü destekleyen arka plan olarak değerlendiriyoruz.

EPA ABD içme suyu altyapısı yatırım ihtiyacı dağılımı



Kaynak: EPA, Global Menkul Değerler

E&İ'de 2026'yı normalleşme yılı olarak görüyoruz. Segment, 2025'te Baytown SRM hattının katkısıyla yıllık %36,3 artışla USD410mn gelir elde etmiş ve grup satışlarının %23'ünü oluşturmuştur. Hacim aynı dönemde %26,7 artmıştır. Ancak 1Ç26'da Türkiye ve Avrupa'da zayıf talep ve yoğun rekabet nedeniyle I&C hacmi yıllık %36,1, gelirleri ise %25,8 azalarak USD77mn'ye gerilemiştir. Gelirlerin 2026T'de USD350mn'ye düşmesini, ardından 2028T'de USD383mn ve 2036T'de USD458mn seviyesine kademeli yükselmesini tahmin ediyoruz.

Endüstri ve İnşaat	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Gelir (USDmn)	350.4	360.9	382.9	398.4	410.4	422.8	435.5	444.3	453.2	457.8	457.8
Toplam Gelir Payı	16.5%	15.8%	16.4%	17.7%	18.5%	19.8%	20.9%	21.6%	22.1%	22.4%	22.4%
Hacim (bin ton)	387	398	410	419	427	435	440	444	449	453	453
Toplam Hacim Payı	30%	31%	31%	32%	33%	33%	34%	34%	34%	35%	35%
KKO	49%	61%	63%	64%	66%	67%	68%	68%	69%	70%	70%
Ton Başına Satış	906	906	933	952	961	971	990	1,000	1,010	1,010	1,010
FAVÖK	9	12	15	18	18	19	20	20	20	21	21
FAVÖK Marjı	2.5%	3.3%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

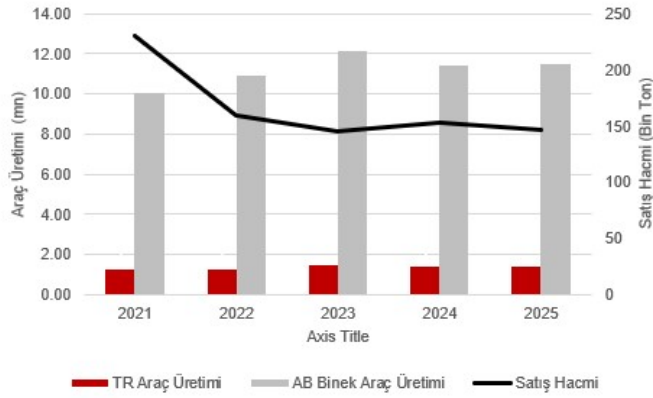
Başlıca Riskler. Türkiye/Avrupa zayıf inşaat aktivitesi, yoğun fiyat rekabeti, HRC oynaklığı ve kur kaynaklı maliyet baskısı öne çıkarken. AB'de Temmuz 2026'dan itibaren sıkılaştıran çelik kota sistemi ve SKDM kaynaklı olası karbon maliyetleri de Türkiye'den AB'ye ihracat üzerinde baskı yaratabilir. ABD SRM tarafında ise rekabet, belediye bütçeleri ve altyapı fonlaması takip edilmesi gereken başlıklardır. Beklentilerin üzerinde SRM talebi, Avrupa altyapı talebinde toparlanma, faiz indirimleri ve kamu altyapı harcamalarının güçlenmesi ise yukarı yönlü potansiyel yaratabilir.

Otomotiv

Otomotiv segmenti, motor ve şanzıman sistemleri, şasi, direksiyon kolonları, süspansiyon sistemleri ve güvenlik açısından kritik parçalarda kullanılan yüksek katma değerli soğuk çekilmiş hassas borulara ve işlenmiş komponentlere odaklanmaktadır. Türkiye'de Gemlik 110kt otomotiv boru kapasitesine sahipken, Halkalı hem Otomotiv hem de I&C'ye hizmet eden 140kt ERW/soğuk çekilmiş boru kapasitesi sunmaktadır. Bursa'da ise 21mn adet ileri işlem kapasitesi bulunmakta olup, Halkalı ve Bursa operasyonlarının Gemlik çatısı altında konsolide edilmesi planlanmaktadır. Avrupa'da Vobarno, İtalya'daki 30kt soğuk çekilmiş boru kapasitesiyle EN 10305-2 standardına uygun hassas ürünlere odaklanırken, Romanya Ploieşti tesisi otomotiv uygulamaları için 21mn adet ileri işlem kapasitesi sağlamaktadır.

Uzun vadeli proje yapısı gelir görünülüğünü destekliyor. Şirketin otomotiv projeleri genellikle uzun vadeli ve proje bazlı olup, fiyatlama proje süresi boyunca eskalasyon formülleriyle belirlenmektedir. Bu yapı gelir görünülüğünü artırırken kısa vadeli oynaklığı azaltmaktadır. Bu nedenle hacimler diğer segmentlere göre daha istikrarlı seyretmiş; ancak gelirler 2022'deki USD228mn seviyesinden 2025'te USD192mn seviyesine gerileyerek yatay-aşağı bir görünüm sergilemiştir.

Araba Üretimi ve BRSAN Otomotiv Satış Hacmi



Kaynak: OSD, ACEA, Şirket, Global Menkul Değerler

Marj baskısı hem talep zayıflığından hem de maliyet bazından kaynaklanıyor. Otomotiv segmentinde 2025'te şirketin açıkladığı hacim yıllık %4,5, gelirler ise %5,3 düşerek USD192mn seviyesine gerilemiştir. Bu zayıflık, ağırlıklı olarak Avrupa otomotiv pazarındaki düşük talep ve yoğun fiyat rekabetinden kaynaklanmıştır. Segment için tahmin ettiğimiz %4,9 FAVÖK marjı, ürünlerin katma değerli yapısına kıyasla düşük kalmaktadır.

Avrupa'da zayıf talep ve yüksek rekabet fiyatlama gücünü sınırlarken, Türkiye merkezli üretim maliyetleri de döviz bazlı karlılığı baskılamaktadır. 2023'ten bu yana reel TL değerlenmesi, Türkiye'den yapılan ihracat operasyonlarında USD bazlı marjları olumsuz etkilemekte.

Marj iyileşmesinin ana kaynağının, Halkalı ve Bursa operasyonlarının Gemlik'te konsolide edilmesiyle sağlanacak düşük birim maliyet ve daha yüksek kapasite kullanımı olmasını bekliyoruz. Modelimizde hacmin 2027'de 138kt ile dip yaptıktan sonra 2036'da 172kt seviyesine toparlanmasını, ton başına satış fiyatının ise 2025'teki USD1.360/ton seviyesinden 2028'de USD1.429/ton ve 2036'da USD1.547/ton seviyesine yükselmesini öngörüyoruz. FAVÖK marjının da 2026'da %5,3, 2028'de %6,0 ve 2032 sonrası ~%7,8 seviyesine kademeli toparlanmasını tahmin ediyoruz.

Otomotiv	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Gelir (USDmn)	193.0	193.0	193.0	202.7	217.1	230.4	246.7	264.1	269.4	272.1	272.1
Toplam Gelir Payı	9%	8%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	13%	13%	13%
Hacim (bin ton)	139	138	138	142	147	153	161	171	174	176	176
Toplam Hacim Payı	11%	11%	10%	11%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	14%
KKO	50%	49%	49%	51%	53%	55%	58%	61%	62%	62%	62%
Ton Başına Satış	1,387	1,401	1,401	1,429	1,472	1,502	1,532	1,547	1,547	1,547	1,547
FAVÖK	10	11	12	13	15	17	19	20	21	21	21
FAVÖK Marjı	5.3%	5.8%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%

Değerleme Varsayımlarımız

Değerlememiz üç senaryolu bir çerçeveye dayanmaktadır. 2026T-2036T dönemini kapsayan USD bazlı 10 yıllık İNA modeli ve %1,5 terminal büyüme varsayımı kullanıyoruz. Senaryolar arasında dört iş kolu için hacim, fiyat ve FAVÖK marjı varsayımlarını farklılaştırıyoruz. Baz senaryoda FAVÖK marjının yaklaşık %9,9 seviyesinde yatay kalacağını öngörüyoruz.

BRSAN - İNA (USDmn)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2036T
Satışlar	2,122	2,290	2,336	2,254	2,224	2,048
FAVÖK	212.1	251.6	241.5	229.5	223.5	194.4
FAVÖK Marjı %	10.0%	11.0%	10.3%	10.2%	10.0%	9.5%
Amortisman	63.7	64.1	65.4	65.4	64.5	61.4
Vergi	29.68	37.49	35.22	32.84	31.79	26.60
Vergi Oranı %	20%	20%	20%	20%	20%	20%
İşletme Sermayesi İhtiyacı	379.04	390.92	396.96	383.11	378.05	348.09
İletme Sermayesindeki Değişim	(63.10)	11.88	6.03	(13.84)	(5.06)	0.51
Yatırım Harcamaları	60	15	5			
İdame Yatırım Harcamaları	40.31	45.80	51.40	51.83	51.15	47.09
Kaldıraçsız Serbest Nakit Akımı	185.5	141.4	143.9	158.7	145.6	120.2

AOSM	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2036T
Risksiz Getiri Oranı	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Hisse Senedi Risk PRimi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Özsermaye %	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Özsermaye Maliyeti	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Borç	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Borç Maliyeti	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
AOSM	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%

Kaynak: Global Menkul Değerler

- **İNA modelini, BRSAN'ın gelir ve nakit akımı profiliyle uyumlu olarak USD bazında kuruyoruz.** Özsermaye risk priminde, sadece BIST kotasyonunu değil şirketin gelir coğrafyasını dikkate alıyoruz. Bu nedenle ABD olgun piyasa bazını başlangıç noktası olarak alıyor, üzerine kısmi ülke risk primi ekliyoruz.
- **Temel varsayımlarımızda %5,0 risksiz getiri oranı, %20 efektif vergi oranı ve %60 borç / %40 özsermaye sermaye yapısı kullanıyoruz.** Risksiz getiri oranı, mevcut ABD 10 yıllık tahvil faizinin yaklaşık %4,4 seviyesinin hafif üzerinde belirlenmiştir. %20 efektif vergi oranı, BRSAN'ın Türkiye/ABD karmalı kar yapısını ve yatırım/ihracat teşviklerini yansıtmaktadır. %60 borç / %40 özsermaye yapısı ise şirketin işletme sermayesi yoğun iş modelini ve devam eden yatırım dönemini dikkate almaktadır.
- **Yukarı yönlü senaryoda ABD iş kollarında daha güçlü gerçekleşme varsayıyoruz.** Bu senaryoda I&P siparişlerinin daha hızlı gelire dönüşmesi, JCO yatırımının ürün karmasını daha fazla desteklemesi, ABD iç pazar OCTG fiyatlarının güçlenmesi ve kapasite kullanımının daha yüksek seyretmesi ana varsayımlardır. Buna Türkiye/Avrupa marjlarında kademeli toparlanma da eşlik etmektedir.
- **Aşağı yönlü senaryoda ise ABD bloğunda baskı ve Türkiye/Avrupa'da zayıf görünüm varsayıyoruz.** Daha yavaş proje kazanımları, Section 232 destekli fiyatlamada zayıflama veya ABD enerji yatırımlarında yavaşlama ABD tarafını baskılayabilir. Türkiye/Avrupa tarafında ise zayıf talep, HRC oynaklığı ve yoğun rekabet marjlar üzerinde baskı yaratmaya devam edebilir.
- **Nihai büyüme varsayımımız USD bazında %1,5'tir.** Bu oran uzun vadeli ABD nominal GSYH büyümesinin altında olup. 2028 sonrasında BRSAN'ın daha istikrarlı bir büyüme dönemine gireceği varsayımımızı yansıtmaktadır.

Senaryo Tahminleri

Baz Senaryo	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2036T
Altyapı & Proje						
Satış Hacmi Değişimi	8.00%	1.00%	0.00%	-4.00%	-2.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	32.00%	11.00%	1.00%	-4.00%	-2.00%	1.00%
FAVÖK Marjı	13.50%	14.50%	13.00%	12.80%	12.75%	12.50%
Endüstri & İnşaat						
Satış Hacmi Değişimi	-15.00%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	-1.00%	0.00%	3.00%	2.00%	1.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	2.50%	3.30%	4.00%	4.50%	4.50%	4.50%
Otomotiv						
Satış Hacmi Değişimi	-5.00%	-1.00%	0.00%	3.00%	4.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	2.00%	1.00%	0.00%	2.00%	3.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	5.25%	5.75%	6.00%	6.50%	7.00%	7.75%
Enerji						
Satış Hacmi Değişimi	2.00%	3.00%	1.00%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	9.00%	1.50%	1.50%	-0.50%	-1.00%	-0.50%
FAVÖK Marjı	9.00%	9.50%	10.00%	10.00%	9.75%	9.50%
Hedef Fiyat	809.0					

Yukarı Yönlü Senaryo	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2036T
Altyapı & Proje						
Satış Hacmi Değişimi	8.00%	1.00%	1.00%	-2.00%	-1.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	36.00%	13.00%	2.00%	-2.00%	-1.00%	1.00%
FAVÖK Marjı	15.00%	16.00%	14.25%	14.00%	13.50%	13.50%
Endüstri & İnşaat						
Satış Hacmi Değişimi	-11.00%	5.00%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	0.00%	2.00%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%
FAVÖK Marjı	3.50%	4.00%	4.75%	5.25%	5.25%	5.25%
Otomotiv						
Satış Hacmi Değişimi	-3.00%	1.00%	2.00%	5.00%	5.00%	1.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	3.00%	2.00%	1.00%	3.00%	4.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	6.25%	6.75%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%
Enerji						
Satış Hacmi Değişimi	5.00%	5.00%	2.00%	0.00%	-1.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	11.00%	4.00%	2.00%	0.00%	0.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	10.50%	11.00%	11.50%	11.50%	11.25%	11.00%
Hedef Fiyat	1000.0					

Aşağı Yönlü Senaryo	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2036T
Altyapı & Proje						
Satış Hacmi Değişimi	8.00%	1.00%	-1.00%	-5.00%	-3.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	27.00%	8.00%	-1.00%	-5.00%	-3.00%	1.00%
FAVÖK Marjı	12.00%	13.00%	11.50%	11.50%	11.50%	11.50%
Endüstri & İnşaat						
Satış Hacmi Değişimi	-18.00%	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	-2.00%	-1.00%	1.00%	1.00%	0.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	2.00%	2.50%	3.25%	3.75%	3.75%	3.75%
Otomotiv						
Satış Hacmi Değişimi	-8.00%	-3.00%	-2.00%	1.00%	2.00%	0.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	0.00%	0.00%	-1.00%	1.00%	2.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	4.25%	4.50%	5.00%	5.50%	5.50%	6.50%
Enerji						
Satış Hacmi Değişimi	-1.00%	-1.00%	-2.00%	-3.00%	-3.00%	-2.00%
Ton Başına Satış Fiyatı	6.00%	-1.00%	0.00%	-2.00%	-2.00%	0.00%
FAVÖK Marjı	7.50%	8.00%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
Hedef Fiyat	640.0					



Benzer Şirket Karşılaştırması

Benzer şirketlerde medyan çarpanları referans alıyoruz. Benzer şirket seti geniş ve heterojen olduğu için ortalama yerine medyan çarpanları daha sağlıklı bir değerlendirme referansı olarak kullanıyoruz. Set; ABD OCTG ve boru üreticileri, su altyapısı boru şirketleri, büyük çaplı hat borusu üreticileri ve farklı bölgelerde faaliyet gösteren boru şirketlerinden oluşmaktadır.

BRSAN, 2026T 7,7x FD/FAVÖK çarpanıyla benzer şirket medyanı olan 10,6x'e göre yaklaşık %27 iskonto ile işlem görmekte olup, iskonto 2027T tahminlerinde %34 seviyesine genişlemektedir. ABD altyapı borusu tarafında NWPX ve OCTG tarafında Tenaris, BRSAN'a kıyasla primli işlem görmektedir. F/K bazında ise BRSAN'ın 2027T'de benzer şirket medyanına göre yaklaşık %11 iskontoya yakınsaması, piyasanın beklenen kar artışını henüz tam fiyatlamadığını göstermektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (USDmn)	FD/FAVÖK		F/K		
			2026T	2027T	2026T	2027T	
Vallourec SACA	FRANCE	5,823	5.94	4.89	12.83	9.77	
Zhejiang JIULI Hi-tech Metals Co Ltd	CHINA	3,389	10.58	9.16	14.04	12.82	
Shengtak New Material Co Ltd	CHINA	721	15.82	13.45	18.19	16.12	
Xinxing Ductile Iron Pipes Co Ltd	CHINA	2,310	8.27	6.50	14.92	9.78	
Tenaris SA	LUXEMBOURG	28,386	8.77	8.04	14.77	13.87	
NWPX Infrastructure Inc	UNITED STATES	1,362	15.47	15.18	28.42	28.02	
SSAB AB	SWEDEN	9,448	6.08	6.08	12.47	10.60	
APL Apollo Tubes Ltd	INDIA	5,377	28.08	28.08	42.56	34.31	
Ratnamani Metals & Tubes Ltd	INDIA	2,047	21.48	21.48	31.78	31.82	
Saudi Steel Pipe Co	SAUDI ARABIA	737	9.18	9.18	16.14	16.14	
Tubacex SA	SPAIN	475	9.87	9.87			
Zhejiang Kingland Pipeline & Technologies Co Ltd	CHINA	841	13.24	11.18	26.66	19.77	
Welspun Corp Ltd	INDIA	3,933	28.91	27.20			
Jindal Saw Ltd	INDIA	1,750	8.68	7.75	15.10	13.80	
Jiangsu Wujin Stainless Steel Pipe Group Co Ltd	CHINA	457	15.20	14.38	14.34	16.57	
		Medyan	2,047	10.6	9.9	15.1	16.1
		Ortalama	4,470	13.7	12.8	20.2	18.0
Borusan Boru	TÜRKİYE		7.68	6.47	19.66	14.35	
Prem/(iskonto.)			-27%	-34%	30%	-11%	
Piyasa Değeri			2,316.5	2,594.8	1,306.5	1,909.8	
Ağırlık			25%	25%	25%	25%	
Çarpan Piyasa Değeri		2,032					

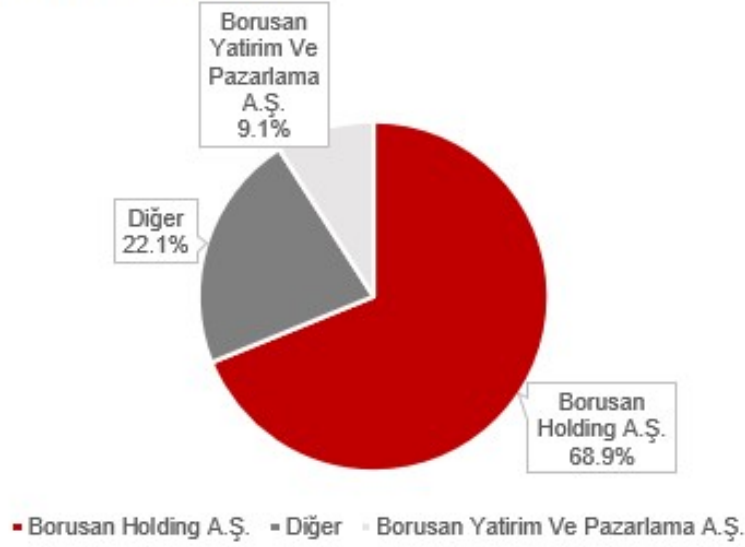
Kaynak: Global Menkul Değerler, Bloomberg

Borusan Boru (BRSAN)

Borusan Boru, 1958 yılında Borusan Grubu'nun ilk sanayi yatırımı olarak kurulmuş olup kaynaklı çelik boru üreticisidir. Şirket; büyük çaplı hat boruları, ERW/OCTG enerji boruları, SRM ve yapısal borular ile soğuk çekilmiş hassas otomotiv boruları üretmektedir. Ürünleri ağırlıklı olarak enerji altyapısı, inşaat, sanayi ve otomotiv sektörlerinde kullanılmaktadır.

Şirketin ABD, Türkiye, İtalya ve Romanya'da toplam 10 üretim ve ileri işlem tesisi bulunmaktadır. Toplam yıllık kapasitesi yaklaşık 1,7mn ton olup, çalışan sayısı 2.421'dir. BRSAN, Borusan Grubu kontrolünde olup, Borusan Holding'in payı %68,85, Borusan Yatırım ve Pazarlama'nın payı %9,08, halka açıklık oranı ise %22,07 seviyesindedir.

Borusan Boru Ortaklık Yapısı



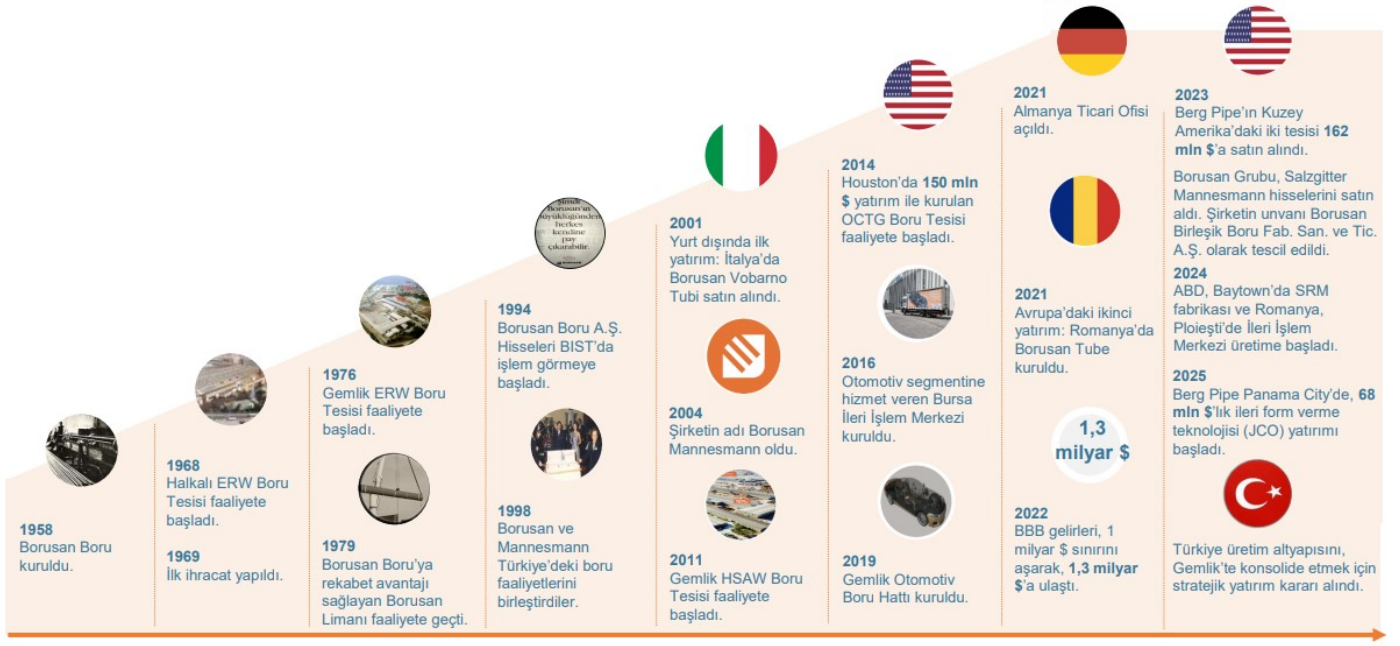
Kaynak: Şirket, BIST

Şirketin gelişimini üç ana dönemde değerlendirmek mümkündür. 1958-2000 döneminde BRSAN, Türkiye'de inşaat ve sanayi pazarına yönelik kaynaklı boru üretimiyle yerel ölçeğini oluşturmuş; Gemlik ve Halkalı ERW hatlarını devreye almış ve 1994 yılında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

2001-2021 döneminde şirket uluslararası büyüme adımlarını atmıştır. 2001'de İtalya Vobarno satın alımıyla Avrupa otomotiv boruları pazarına girmiş, 2014'te USD150mn tutarındaki Baytown OCTG yatırımıyla ABD enerji boruları pazarında yerel üretim kapasitesi oluşturmuş ve 2021'de Romanya ileri işlem tesisini devreye almıştır.

2022 sonrası dönem ise ABD odaklı büyüme fazıdır. Nisan 2023'te USD162mn tutarındaki Berg Pipe satın alımıyla Panama City ve Mobile tesisleri bünyeye katılmış ve ABD Körfez Kıyısı'nda büyük çaplı hat borusu kapasitesi oluşturulmuştur. Bu adımı 2024'te USD50mn tutarındaki Baytown SRM hattı, 2025'te USD68mn tutarındaki Panama City JCO yatırımı ve Halkalı ile Bursa operasyonlarının Gemlik'te konsolide edilmesi kararı izlemiştir. Bu yatırımlar, şirketin ABD'de yerel üretim gücünü, ürün karmasını ve operasyonel verimliliğini artırmaktadır.

BRSAN Tarihçesi



Kaynak: Şirket

BRSAN Fabrika ve Ürün Listesi

Fabrikalar (bin ton)	Segment	Ürün	2021/12	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12	2026T	2027T	2028T	2036T
TR – Gemlik ERW	E&I, Enerji	ERW pipe	550	550	550	550	550	550	550	550	550
TR – Gemlik Otomotiv	Otomotiv	Cold draw n	110	110	110	110	110	110	110	110	110
TR – Gemlik [Yeni 2027]	E&I, Otomotiv	ERW + cold draw n							140	140	140
TR – Halkalı [Kapanyor]	E&I, Otomotiv	ERW + cold draw n	140	140	140	140	140	140			
TR – Gemlik HSAW [Kapandı]	I&P	HSAW	300	300	300						
US – Baytown n ERW	Enerji	ERW OCTG	300	300	300	300	300	300	300	300	300
US – Baytown n SRM	I&C	SRM stretch-reduced				100	100	100	100	100	100
US – Panama City [JCO Hattı, 2027]	A&P	LSAW large-diam. JCO			330	330	330	330	330	330	330
US – Mobile	A&P	HSAW large-diam.			220	220	220	220	220	220	220
IT – Vobarno	Otomotiv	ERW + cold draw n	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Toplam Kapasite (kTon)			1,430	1,430	1,980	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780
RO – Romania	Otomotiv	İleri İşlem				21	21	21	21	21	21
TR – Bursa [CLOSING]	Otomotiv	İleri İşlem	21	21	21	21	21	21			
TR – Gemlik [NEW 2027]	Otomotiv	İleri İşlem							21	21	21
Otomotiv İleri İşlem Kapasitesi (m n birim)			21	21	21	42	42	42	42	42	42

Kaynak: Şirket, Global Securities

Teknik Terimler ve Kısaltmalar

Terim	Açılımı	Tanım	BRSAN açısından önemi
ERW	Elektrik direnç kaynaklı boru	Elektrik direnciyle kaynaklanarak üretilen, genellikle küçük-orta çaplı boru.	Baytown'da OCTG ve SRM, Gemlik'te ise I&C ve Enerji segmentleri için temel ürün grubudur.
LSAW	Boyuna toz altı kaynaklı boru	Boyuna kaynak dikişine sahip büyük çaplı boru; yüksek özellikli boru hattı uygulamalarında kullanılır.	Panama City'nin ana üretimidir; I&P segmentinde ABD LNG ve boru hattı projeleri için kritik üründür.
HSAW	Spiral toz altı kaynaklı boru	Çelik rulonun spiral şekilde sarılıp kaynaklanmasıyla üretilen büyük çaplı boru.	Mobile, Alabama tesisinin ana üretimidir; ABD Körfez Kıyısı I&P kapasitesinde Panama City'yi tamamlar.
JCO	J-C-O şekillendirme prosesi	Çelik levhanın J, C ve O formlarında bükülerek boyuna kaynak öncesi şekillendirilmesi.	2027'de devreye girmesi beklenen USD68mn Panama City yatırımı; bugün ithalatla karşılanan ~150kt niş pazara erişim sağlar.
SRM	Çap düşürme haddesi	Boru çapı ve et kalınlığını hassas toleranslarla azaltan hadde hattı.	2024'te devreye alınan 100kt Baytown SRM hattı; ABD'de su, yangın koruma ve küçük çaplı boru pazarına erişim sağlar.
OCTG	Petrol sahası boru ürünleri	Petrol ve gaz kuyularında kullanılan casing, tubing ve drill pipe ürünleri.	Enerji segmentinin Baytown'daki ana ürün grubudur; aktif sondaj kulesi sayısı ve OCTG fiyatlarına duyarlıdır.
Line pipe	Hat borusu	Petrol, doğal gaz veya suyun uzun mesafeli taşınmasında kullanılan çelik boru.	I&P segmentinin ana ürünüdür; ABD LNG besleme gazı ve gaz iletim projeleri için kritiktir.
Seamless	Dikişsiz boru	Kaynak dikişi bulunmayan, yüksek basınç ve yüksek özellikli uygulamalarda kullanılan boru.	BRSAN dikişsiz boru üretmemektedir; ancak dikişsiz fiyatlar kaynaklı borular için fiyatlama zemini oluşturabilir.
Precision tube	Hassas / soğuk çekilmiş boru	Otomotiv ve sanayi uygulamalarında kullanılan dar toleranslı boru.	Otomotiv segmentinin ana ürünüdür; Gemlik, Vobarno ve Ploiești tesislerinde üretilmektedir.
LNG	Sıvılaştırılmış doğal gaz	Deniz yoluyla ihracat için sıvı hale getirilmiş doğal gaz.	EIA'ya göre ABD LNG kapasitesinin 2029'a kadar neredeyse iki katlanması beklenmektedir; bu durum Körfez Kıyısı boru hattı talebini destekler.
Bcf/d	Günlük milyar fit küp	Doğal gaz kapasitesi ve akışı için standart ölçü birimi.	LNG kapasitesi ve boru hattı kapasite artışları Bcf/d ile ölçülmektedir.
Permian/Waha	Permian Havzası / Waha darboğazı	ABD'nin önemli kaya petrolü ve gaz üretim bölgesi; Waha, Batı Texas'taki boru hattı darboğazı noktasıdır.	2026-2027 dönemindeki planlanan ABD boru hattı kapasite artışlarının ~%66'sı bu darboğazı azaltmaya yöneliktir.
Rig count	Aktif sondaj kulesi sayısı	Baker Hughes tarafından haftalık açıklanan aktif sondaj kulesi sayısı; sondaj aktivitesi ve OCTG talebi için öncü göstergedir.	Haziran 2026'da 563 seviyesindedir; ancak kaya petrolü verimliliği arttıkça tek başına talebi açıklamakta yetersiz kalmaktadır.
Lower-48	Alaska ve Hawaii hariç kıta ABD'si	ABD'nin ana kara petrol ve gaz üretim bölgesi.	EIA verimlilik ve üretim verileri Lower-48 aktif sondaj kuleleri ve üretimi üzerinden takip edilmektedir.
Workover	Kuyu bakım / müdahale operasyonu	Mevcut kuyularda üretimi artırmak veya eski haline getirmek için yapılan bakım ve müdahale işlemleri; yeniden çatlatma dahil olabilir.	Yeni sondaj aktivitesinden bağımsız olarak üretim borusu talebini destekler.
PHMSA	Boru Hattı ve Tehlikeli Maddeler Güvenliği İdaresi	ABD federal boru hattı güvenliği düzenleyicisi.	ABD gaz iletim hatlarının önemli kısmının 1970 öncesinde kurulmuş olması ve bütünlük yönetimi kuralları yenileme talebini destekler.
FID	Nihai yatırım kararı	Proje sahibinin tam yatırım harcamasına geçme kararı.	LNG ve boru hattı projelerinde FID zamanlaması, I&P teslimat takvimi için temel kısa vadeli risktir.
Section 232	ABD ulusal güvenlik çelik tarifesi	Nisan 2026'dan itibaren ithal emtia çelik boruya tam gümrük kıymeti üzerinden %50 tarife uygulanması.	BRSAN'ın ABD'de yerel üretimini I&P, Enerji ve I&C segmentlerinde yapısal olarak avantajlı hale getirir.
EU Safeguard	AB çelik tarife kotası	Temmuz 2026'dan itibaren kotasız ithalat hacminin ~%47 azaltılması ve kota dışı verginin %50'ye çıkarılması.	Türkiye'den AB'ye yapılan ERW ihracatı açısından I&C segmenti için baskı unsuru olabilir.

Kaynak: Şirket, Global Menkul Değerler

Çarpanlar ve Hisse Performansı

BRSAN 12-Aylık F/K



BRSAN 12-Aylık FD/FAVÖK



Kaynak: Finnet, Global Menkul Değerler

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılabilir.

© 2026 Global Menkul Değerler A.Ş

