Hisse Senedi / Büyük Şirket / Demir-Çelik Temel

23/11/2026

Borusan Boru

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 55%

Yüksek görünürlük, ivmelenen kar momentumu

Borusan Boru'yu %55 getiri potansiyeli, 952 TL/hisse hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile takip listemize alıyoruz. 2026 yılının ilk dokuz ayında gelirlerinin %82'sini ABD'den elde eden Şirket'i, ABD'de büyük çaplı hat borusu talebinin çok yıllı yatırım dönemine girdiği bir ortamda yerel üretici konumu ve dolu sipariş defteriyle hem defansif hem de ilave büyüme potansiyeli barındıran bir hikaye olarak görüyoruz. Hisse, 2027 tahminlerimize göre 5,6x FD/FAVÖK ve 9,6x F/K çarpanlarıyla seçili benzer şirket medyanları olan 7,2x ve 15,8x'e göre sırasıyla %22 ve %40 iskontolu işlem görmektedir. Net karda önümüzdeki iki yılda benzerlerin belirgin biçimde üzerinde yıllık %26 büyüme beklentimizin çarpanlarda yukarı yönlü bir yeniden fiyatlamaya zemin hazırlayabileceğini ve aşağı yönlü riski sınırladığını düşünüyoruz.

ABD'de yerel üretici konumu ve yükselen fiyatlar güçlü bir 2027'ye işaret ediyor. "Altyapı ve Proje" iş kolunda LNG ihracat kapasitesindeki artış, veri merkezlerinin ve elektrifikasyonun desteklediği elektrik talebi ile yaşlanan hatların yenilenmesi büyük çaplı hat borusu talebini desteklemektedir. "Enerji" iş kolunda ise Kuzey Amerika kuyu borusu (OCTG) gösterge fiyatı 20 Kasım itibarıyla Nisan dibine göre %62 yükselmiş, artan petrol fiyatları ile ABD Ticaret Bakanlığı'nın kuyu borularına yönelik açıkladığı ön anti-damping oranları da fiyatlamayı desteklemiştir. Bu çerçevede konsolide gelirlerin 2027 yılında %22,1 artışla 2750 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz.

Yüksek görünürlük, sınırlı Türkiye maruziyeti. Şirket'in ABD'de 2026-2028 dönemi için aldığı sözleşmelerin toplamı yaklaşık 3,6 milyar dolar olup, bakiye sipariş 2026 yılının ilk dokuz ayındaki teslimatların ardından yaklaşık 3,0 milyar dolardır. Sözleşmeler, ABD tesislerinin 2026 ve 2027 yıllarında tam kapasiteyle çalışmasını destekleyecek düzeyde olup, 2028 yılı için öngördüğümüz ABD gelirinin yaklaşık %79'u da sözleşmeye bağlanmıştır. Sipariş aşamasında hammadde maliyetlerinin sabitlenmesi, gelirin yanı sıra marjı da önceden görünür kılmaktadır. Türkiye iç pazarının gelir içindeki payının yaklaşık %10 seviyesinde kalması ve fonksiyonel para biriminin dolar olması, Şirket'i yurt içi kur ve talep dalgalanmalarından büyük ölçüde korumaktadır.

Güçlü kar büyümesi ve net nakde geçiş. Karma iyileşmesi, ileri form verme (JCO) yatırımı ve Gemlik konsolidasyonuyla FAVÖK'ün 2026 yılındaki tahmini 228 milyon dolardan 2028 yılında 334 milyon dolara, ton başına FAVÖK'ün ise 174 dolardan 231 dolara yükselmesini bekliyoruz. Gerileyen finansman giderlerinin de desteğiyle net karın aynı dönemde 128 milyon dolardan 202 milyon dolara çıkmasını öngörüyoruz. Artan sipariş avansları ve 2026 yılı sonrasında gerileyen yatırım harcamalarıyla Şirket'in 2027'de net nakit pozisyonuna geçmesini, özsermaye karlılığının ise aynı yıl %16,4 ile benzerleri aşmasını bekliyoruz.

Riskler ve katalistler. ABD'deki ticaret koruma önlemlerinde olası bir gevşeme, rakiplerin kapasite artışlarının da etkisiyle talebin beklentimizden erken normalleşmesi, veri merkezi yatırımlarında bir yavaşlamanın ABD altyapı hisselerinin çarpanlarını negatif etkilemesi, proje takvimlerindeki kaymalar, birikecek nakdin kullanımı ve ana ortağın olası pay satışları başlıca risklerdir. 2028 yılının kalan kapasitesine ve 2029 yılına ilişkin yeni sözleşmeler, kuyu borusu fiyatlarındaki artış ve Baytown tesisinde yükselen kapasite kullanımının da katkısıyla 2026 yılına göre güçlü olmasını beklediğimiz 2027 yılı Şirket beklentileri başlıca katalistlerdir. "Altyapı ve Proje" segmentinde güçlü fiyatlama ortamının 2029 yılının ötesinde devam etmesi değerlememiz için başlıca yukarı yönlü risk faktörüdür.

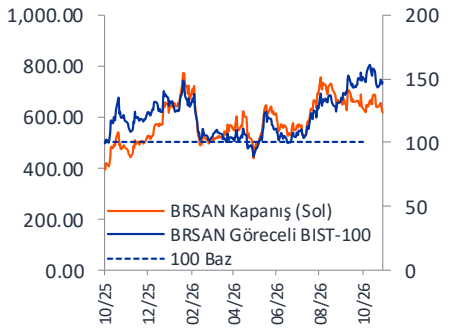
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	616.00
12 Aylık Hedef Fiyat*	952.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	87,331
Halka Açık PD (mn)	18,200
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	142
Takas Saklama Oranı (%)	21
Yabancı Oranı (%)	14

*Güncelleme tarihi: 23/11/2026

Çarpanlar	2026	2027	2028
F/K	13.5	9.6	8.5
PD/DD	1.7	1.5	1.2
FD/FAVÖK	7.7	5.6	5.3

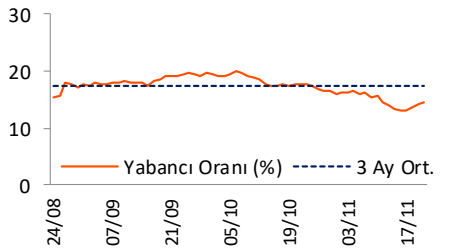
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıliçi	12 Ay
TL	-10.3	11.0	28.1
ABD $	-12.0	-5.7	7.5
BIST-100 Relatif	-5.0	12.3	26.3

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	616.00	753.00

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	14.37



Anil Ulas Koseoglu
aukoseoglu@isyatirim.com.tr
Beril Adali
badali@isyatirim.com.tr

Borusan Boru

Ortaklık Yapısı (%)	
Borusan Holding Anonim Şirketi	68.85
Diğer	22.07
Borusan Yatırım Ve Pazarlama Anonim Şirketi	9.08

Faaliyet Konusu

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları San. ve Tic. A.Ş. (Borusan Boru), Türkiye, ABD, İtalya ve Romanya'daki tesislerinde kaynaklı çelik boru üretmektedir. Şirket, altyapı, enerji, endüstri ve otomotiv pazarlarına hizmet vermekte olup gelirinin büyük bölümünü ABD'den elde etmektedir.

Gelir Tablosu (mn $)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	**1,689**	**1,796**	**2,253**	**2,750**	**2,836**
Brüt Kar (Zarar)	**112**	**151**	**263**	**350**	**369**
Operasyonel Giderler	81	81	90	100	97
Esas Faaliyet Karı	**31**	**69**	**173**	**250**	**271**
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	24	7	5	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	5	2	3	3	3
Net Finansman Gelir (Gideri)	-59	-29	-10	-10	-4
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	**-5**	**32**	**128**	**181**	**202**
Vergi Giderleri (Gelirleri)	6	18	43	62	68
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	**-5**	**32**	**128**	**181**	**202**
Düzeltilmiş Net Kar	**-5**	**32**	**128**	**181**	**202**
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	25	51	130	187	204
FAVÖK	**74**	**119**	**228**	**313**	**334**

Büyümeler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Büyümeler					
Net Satışlar	-	6.3%	25.4%	22.1%	3.1%
Faaliyet Karı	-	123%	149%	44%	9%
FAVÖK	-	61%	91%	37%	7%
Net Kar	-	n.m	302%	41%	12%
Operasyonel Performans					
Brüt Marj	6.6%	8.4%	11.7%	12.7%	13.0%
Faaliyet Kar Marjı	1.8%	3.9%	7.7%	9.1%	9.6%
FAVÖK Marjı	4.4%	6.7%	10.1%	11.4%	11.8%
Efektif Vergi Oranı	-18.4%	-25.9%	-25.1%	-25.0%	-25.0%
Net Kar Marjı	-0.3%	1.8%	5.7%	6.6%	7.1%
Özkaynak Karlılığı	-	3.7%	13.5%	16.4%	15.7%
Aktif Karlılığı	-	1.9%	6.4%	7.4%	7.3%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	4.4%	9.7%	12.4%	13.1%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	1.1%	12.4%	9.9%	8.1%	9.4%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-0.6%	7.7%	3.9%	5.0%	7.3%

Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
F / K (x)	a.d	a.d	13.5	9.6	8.5
Düzeltilmiş FD / FAVÖK (x)	24.9	15.5	7.7	5.6	5.3
FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	-	-
FD / Satışlar (x)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
PD / Defter Değeri (x)	2.0	2.0	1.7	1.5	1.2
Nakit Akışı / PD	a.d	8.0%	5.1%	8.0%	11.9%
Hisse Başı Kazanç ($)	n.m	0.22	0.90	1.27	1.43
Hisse Başı Temettü ($)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
Temettü Verimi	0%	0%	0%	0%	0%
Net Borç (Nakit) (mn $)	281	182	114	-23	-232
Net Borç / FAVÖK (x)	3.77	1.52	0.50	-0.10	-0.70
Net Borç / Özsermaye (x)	0.33	0.21	0.11	a.d	a.d

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn $)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	**698**	**874**	**1,246**	**1,628**	**1,852**
Nakit ve Nakit Benzerleri	67	127	232	433	655
Ticari Alacaklar	149	200	265	324	334
Stoklar	353	451	627	723	710
Diğer Dönen Varlıklar	129	97	121	148	153
Duran Varlıklar	**874**	**904**	**993**	**1,023**	**1,024**
Maddi Duran Varlıklar	742	746	826	846	844
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	34	34	35	34
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	126	124	133	142	146
Toplam Varlıklar	**1,571**	**1,778**	**2,239**	**2,651**	**2,876**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**539**	**741**	**1,047**	**1,250**	**1,265**
Finansal Borçlar	260	238	268	327	338
Ticari Borçlar	159	208	300	362	372
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	120	296	479	561	556
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**179**	**156**	**185**	**212**	**219**
Finansal Borçlar	87	72	79	83	86
Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	92	84	106	129	133
Özkaynaklar	**853**	**881**	**1,008**	**1,189**	**1,391**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	853	881	1,008	1,189	1,391
Ödenmiş Sermaye	4	3	3	3	3
Rezerv ve Diğer Kalemler	789	780	812	939	1,120
Dönem Net Karı (Zararı)	-5	32	128	181	202
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	**1,571**	**1,778**	**2,239**	**2,651**	**2,876**

Nakit Akım (mn $)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	**19**	**222**	**223**	**222**	**266**
Düzeltme Öncesi Kar	-5	32	128	181	202
Amortisman & İtfa Payları	43	50	55	63	62
İşletme Sermayesindeki Değ.	-62	100	39	-29	0
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	42	40	2	7	1
Yatırım Faal. Kay. Nakit	**-29**	**-84**	**-136**	**-83**	**-60**
Sabit Sermaye Yatırımları	-95	-86	-136	-83	-60
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	66	2	0	0	0
Serbest Nakit Akım	**-10**	**138**	**88**	**139**	**206**
Finansman Faal. Kay.Nakit	**-52**	**-78**	**17**	**62**	**16**
Finansal Borçlardaki Değişim	6	-42	37	63	13
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-58	-35	-20	-2	3
Net Nakit Değişimi	**-63**	**61**	**105**	**200**	**222**

YATIRIM TEMALARI

ABD'de yerel üretici konumu, Şirket'e rekabet ve fiyatlama avantajı sağlamaktadır. Şirket, Nisan 2023'te 162 milyon dolar karşılığında satın aldığı Berg Pipe'ın Panama City ve Mobile tesisleriyle büyük çaplı kaynaklı boru üretiminde, Baytown tesisiyle de enerji ile endüstri ve inşaat borularında ABD'de yerel üretici olarak konumlanmaktadır. Section 232 kapsamındaki gümrük vergilerinin Haziran 2025'te %25'ten %50'ye çıkarılması ve Nisan 2026'da emtia sınıfı çelik boru ve tüp ürünlerinde %50'lik verginin tam gümrük değeri üzerinden uygulanmaya başlanması, ithalata dayalı rakiplerin maliyet tabanını yükseltmiştir. Yerel üretici konumundaki Borusan Boru ise bu maliyeti taşımamakta, buna karşın güçlü talep ve ticaret koruma önlemlerinin desteklediği fiyatlama ortamından ve genişleyen ithal ikamesi alanından faydalanmaktadır. Büyük çaplı hat borusu projelerinde kalite, güvenlik ve sertifikasyon kriterleri önemli giriş engelleri oluşturmakta olup, Borusan Boru ABD'de bu projelerde yer alabilen sınırlı sayıdaki üretici arasında bulunmaktadır. Bu konumlanmanın sonucu olarak 2025 yılında konsolide gelirin yaklaşık %73'ü ABD pazarından elde edilmiş, bu oran 2026 yılının ilk dokuz ayında %82'ye yükselmiştir. Berg Pipe satın alımının, COVID-19 döneminde duraksayan boru hattı yatırımlarının henüz toparlanmadığı ve LNG ihracatındaki genişlemeye bağlı boru hattı talebinin bugünkü kadar canlı olmadığı 2023 yılında gerçekleşmesinin, Şirket'in ABD'deki yerel üretim ayağını görece uygun bir maliyetle kurmasına imkan tanıdığı görüşündeyiz. Kapsamı sonradan genişletilen ticaret koruma önlemleri de bu satın almanın getirisini ayrıca artırmıştır.

ABD altyapı talebi güçlü ve uzun soluklu bir döngüye işaret etmektedir. “Altyapı ve Proje” iş kolunun talebi birden fazla yapısal kaynağa dayanmaktadır. Sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) ihracatındaki genişleme, üretim havzalarından Körfez kıyısına doğal gaz taşıma ihtiyacını artırmaktadır. EIA’nın Kasım 2026 görünümüne göre ABD’nin LNG ihracatının 2025 yılındaki günlük 15,1 milyar fit küp seviyesinden 2027 yılında 19,0 milyar fit küpe yükselmesi beklenmektedir. Elektrik talebindeki artış da doğal gaz altyapısına yönelik yatırımları desteklemektedir. Doğal gaz, yaklaşık %40'lık payla ABD’de elektrik üretiminin en büyük kaynağıdır. Gaz türbini üreticilerinin 2032 teslimatlı rezervasyon almaya başlamış olması da yeni gaz santrallerinin ve bunları besleyecek hatların yatırım ihtiyacının 2028 sonrasına uzandığına işaret etmektedir. ABD Enerji Bakanlığı’na göre veri merkezlerinin ülkenin toplam elektrik tüketimindeki payı 2023 yılındaki %4,4 seviyesinden 2028 yılında %6,7 ile %12 aralığına yükselecektir. Daha uzun vadede ısınmada ve ulaşımda elektrifikasyonla konut tüketiminin de elektrik talebine ilave katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz. Uzun vadeli projeksiyonlar da iletim altyapısına yönelik yatırım ihtiyacının süreceğine işaret etmektedir. ABD Eyaletlerarası Doğal Gaz Birliği Vakfı’nın (INGAA) Mart 2026'da yayımladığı çalışmaya göre ABD’de 2052 yılına kadar, mevcut iletim ağının yaklaşık %11'ine karşılık gelen 33,8 bin mil yeni doğal gaz iletim hattına ihtiyaç duyulmaktadır. Mevcut ağın yaşı da yenileme kaynaklı ilave bir talep tabanı oluşturmaktadır. EIA’ya göre ABD’deki ana doğal gaz iletim ağının yaklaşık yarısı 1950'li ve 1960'lı yıllarda döşenmiştir.

3,0 milyar dolarlık bakiye sipariş büyüklüğü, "Altyapı ve Proje" iş kolunda önümüzdeki iki yılın ciro ve karlılığını büyük ölçüde öngörülebilir kılmaktadır. Şirket'in ABD'de "Altyapı ve Proje" iş kolundaki bakiye siparişi, 2026 yılının ilk dokuz ayındaki teslimatların ardından yaklaşık 3,0 milyar dolardır. Bu tutarın yaklaşık 300 milyon doları 2026 yılının son çeyreğine, 1450 milyon doları 2027, 1200 milyon doları ise 2028 yılına aittir. Buna göre 2027 yılı için öngördüğümüz 1450 milyon dolarlık ABD geliri tamamen, 2028 yılı için öngördüğümüz 1513 milyon dolarlık ABD gelirinin ise yaklaşık %79'u sözleşmeye bağlanmış olup, ABD tesislerinin kapasitesi 2027 yılında tamamen, 2028 yılında ise büyük ölçüde doludur. Sipariş aşamasında hammadde maliyetlerinin sabitlenmesi, hacim ve fiyatın yanı sıra marjı da önceden görünür kılmaktadır. 2029 teslimatlı siparişlerin henüz alınmamasını, teslimatı ileri tarihlere uzanan siparişlerde çelik tedarikçilerinden sabit fiyatlı hammadde temin etmenin güçleşmesine bağlıyoruz. Sabitlenen marjlar, arz ve talep dengesinin üreticiler lehine olduğu bir dönemde belirlenmiştir. Bu çerçevede en yüksek marjlı "Altyapı ve Proje" iş kolunun ağırlığının artmasıyla Şirket'in konsolide ton başına FAVÖK'ünün 2026 yılındaki 174 dolardan 2028 yılında 231 dolara yükselmesini bekliyoruz. Rakiplerin kamuoyu açıklamaları da ABD pazarındaki marj ortamının cazibesine işaret etmektedir. Welspun yönetimi, ABD operasyonlarında ton başına FAVÖK'ün olağanüstü piyasa koşulları nedeniyle sürdürülebilir seviye olarak tanımladığı yaklaşık 300 doların üzerinde seyrettiğini ve ABD'deki mevcut siparişlerin marjlarının Mart 2029'a kadar güvence altında olduğunu belirtmektedir. Yalnızca Welspun'un ABD operasyonlarını kapsayan bu seviye, konsolide tahminlerimizle doğrudan karşılaştırılabilir değildir. Welspun'un sipariş portföyü de Ekim 2026 itibarıyla yaklaşık 5,2 milyar dolar ile 2026 mali yılı sonundaki seviyesinin yaklaşık iki katına çıkmıştır. Baz senaryomuzda iş kolunda fiyatlamanın 2028-2029 döneminde zirve yapmasını, 2030 yılından itibaren ise kademeli olarak normalleşmesini bekliyoruz.

Enerji iş kolunda ticaret koruma önlemleri ithal ikamesi yoluyla kapasite kullanımını artırırken, toparlanan talep ve yükselen fiyatlar güçlü bir 2027'ye işaret etmektedir. "Enerji" iş kolunda ticaret koruma önlemleri ithal kuyu borularının ABD pazarındaki rekabet gücünü zayıflatmaktadır. Bu çerçevede ABD Ticaret Bakanlığı 30 Ekim 2026'da Avusturya, Tayvan ve BAE menşeli kuyu borularına yönelik anti-damping soruşturmalarında %47 ile %69 aralığında ön damping marjları açıklamıştır. Borusan Boru, Baytown'daki yerel üretimiyle ithalattan boşalan alanı doldurmaktadır. Talep tarafında da altyapı segmentine kıyasla daha ılımlı olmakla birlikte belirgin bir toparlanma görülmektedir. Aktif sondaj kulesi sayısı 23 Ekim 2026 itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre 53 adet artışla 603'e yükselmiştir. Artan petrol fiyatları da sondaj faaliyetini ve dolayısıyla kuyu borusu talebini desteklemektedir. İthal ikamesi, toparlanan talep ve verimlilik artırıcı çalışmaların birleşimiyle "Enerji" iş kolunda satış hacminin 2025 yılındaki 241 bin tondan 2027 yılında 285 bin tona yükselmesini bekliyoruz. Bu, Baytown tesisinin kapasite kullanım oranının %80 seviyesinden %95'e çıkması anlamına gelmektedir. Fiyatlama tarafında Kuzey Amerika'da P110 kalite, 5,5 inç çaplı kuyu borularının spot FOB fiyatı Nisan 2026 dibine göre %62 artışla 20 Kasım 2026 itibarıyla 3010 dolar/ton seviyesine ulaşmıştır. Fiyat artışlarının gelire yansıması başlamış olup, iş kolu gelirinin yıllık artışı 2026 yılının ilk yarısındaki %1,9 seviyesinden ilk dokuz ayda %14,4'e hızlanmıştır. Bu çerçevede "Enerji" iş kolu gelirinin 2026 yılındaki 527 milyon dolardan 2027 yılında %19 artışla 627 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Bu iş kolunda ton başına gelirin 2026 yılındaki 1900 dolardan 2027 yılında 2200 dolara yükselmesini varsayıyoruz. Bu seviye, mevcut gösterge fiyatın belirgin biçimde altında kaldığından hem fiyat hem de %95'lik kapasite kullanımı varsayımlarımızın muhafazakar kalmış olabileceğini düşünüyoruz.

Ürün ve coğrafi karmadaki iyileşme ile gerileyen finansman giderleri, güçlü bir bilanço momentumu yaratmaktadır. Gelir büyümesinin ağırlığı 2026 ve 2027 yıllarındadır. Konsolide gelirin 2026 yılında %25,4 artışla 2253 milyon dolara, 2027 yılında ise %22,1 artışla 2750 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Ağırlıklı olarak ABD'de üretim yapan "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarının gelir içindeki payının 2025 yılındaki yaklaşık %66 seviyesinden 2027 yılında %81'e yükselmesini bekliyoruz. Bu karma değişimiyle ton başına ortalama gelirin 2025 yılındaki 1372 dolardan 2026 yılında 1715 dolara, 2027 yılında 1931 dolara çıkmasını öngörüyoruz. Brüt kar marjının 2025 yılındaki %8,4 seviyesinden 2027 yılında %12,7'ye, 2028 yılında ise %13,0'a yükselmesini bekliyoruz. Gemlik Kampüsü konsolidasyonu ve artan hacim etkisiyle operasyonel giderlerin satışlara oranının 2025 yılındaki %4,5 seviyesinden 2028 yılında %3,4'e gerilemesini öngörüyoruz. 2027 yılında devreye alınması ve görece daha yüksek FAVÖK marjı taşıması beklenen ileri form verme (JCO) yatırımı da ürün karmasını daha yüksek marjlı bir yapıya taşıyacaktır. Bu unsurların birleşimiyle ton başına FAVÖK'ün 2025 yılındaki 91 dolardan 2026 yılında 174 dolara, 2028 yılında ise 231 dolara, FAVÖK marjının ise 2025 yılındaki %6,6 seviyesinden 2028 yılında %11,8'e yükselmesini bekliyoruz. Net kar tarafını gerileyen finansman giderleri desteklemektedir. Net finansman giderlerinin 2025 yılındaki 29 milyon dolardan 2026 yılında 10 milyon dolara, 2028 yılında ise 4 milyon dolara gerilemesini öngörüyoruz. Bu çerçevede net karın 2025 yılındaki 32 milyon dolardan 2026 yılında 128 milyon dolara, 2028 yılında ise 202 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Bu, 2026-2028 döneminde dolar bazında yaklaşık %26'lık bir YBBO'ya karşılık gelmektedir. Kar artışıyla özsermaye karlılığının 2027 yılında %16,4'e yükselmesini bekliyoruz.

Güçlü nakit yaratımıyla Şirket'in 2027 yılında net nakit pozisyonuna geçmesini bekliyoruz. "Altyapı ve Proje" iş kolunun ödeme yapısı, iş kolu büyüdükçe işletme sermayesi ihtiyacını yapısal olarak azaltmaktadır. Proje başlangıcında müşteriden alınan avanslar işletme sermayesi yönetimini desteklemektedir. Nitekim alınan avanslar 2025 yılı sonundaki 228 milyon dolardan 30 Eylül 2026 itibarıyla 418 milyon dolara yükselmiştir. Net işletme sermayesinin satışlara oranının 2025 yılındaki %11,9 seviyesinden 2028 yılında %7,2'ye gerilemesini bekliyoruz. 2026 yılının ilk dokuz ayında 93 milyon dolar serbest nakit akışı yaratan Şirket'in, yatırım harcamalarının 2026 yılındaki zirvenin ardından bakım ağırlıklı bir seyre dönmesiyle 2027 yılında 139 milyon dolar, 2028 yılında ise 206 milyon dolar serbest nakit akışı yaratmasını öngörüyoruz. Bu çerçevede 2025 yılında 182 milyon dolar olan net finansal borcun 2027 yılında yerini 23 milyon dolarlık net nakit pozisyonuna bırakmasını, net nakit pozisyonunun 2028 yılında 232 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Güçlü bilanço, Şirket'e orta vadede ABD'deki organik ve inorganik büyüme fırsatları karşısında belirgin bir finansal esneklik kazandırmaktadır.

Sınırlı Türkiye maruziyeti, Şirket'i yurt içi kur ve talep dalgalanmalarına karşı görece dayanıklı kılmaktadır. 2026 yılının ilk dokuz ayında Şirket'in toplam satış gelirinin %90'ı yurt dışı pazarlardan, %82'si ise ABD'den elde edilmiştir. Türkiye iç pazarının gelir içindeki payı yalnızca %10 seviyesindedir. Şirket'in fonksiyonel para biriminin ve bilançosunun dolar bazlı olması, gelir ve karlılığını Türkiye'deki kur ve iç talep dalgalanmalarından büyük ölçüde yalıtmaktadır. Bu yönüyle Borusan Boru, gelirini yurt içi talebe ve Türk Lirası fiyatlamaya dayandıran çok sayıda BIST şirketinden yapısal olarak ayrışmaktadır. Yüksek sipariş görünürlüğü, iyileşen karlılık ve çok yıllı kar büyümesinin dolar bazlı bir gelir yapısıyla bir araya gelmesi, Şirket'e BIST evreninde görece nadir ve defansif bir profil kazandırmaktadır. Bu profilin piyasa dalgalanmalarına karşı dayanıklılık sağladığını düşünüyoruz. Nitekim Borusan Boru hisseleri 20 Kasım 2026 itibarıyla yılbaşından bu yana %11,0 getiri sağlayarak BIST-100 endeksinin 12,3 puan üzerinde performans göstermiştir.

Baz senaryomuza dahil etmediğimiz unsurlar, tahminlerimize yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. İlki, güçlü fiyatlama döngüsünün baz senaryomuzdan daha uzun sürmesidir. Baz senaryomuzda ABD "Altyapı ve Proje" tesislerinde ton başına gelirin 2030 yılından itibaren gerileyerek 2035 yılında 2250 dolara inmesini varsayıyoruz. Kapasite 2031 yılına kadar tam dolu modellendiğinden, döngünün uzaması durumunda yukarı yönlü potansiyel ağırlıklı olarak fiyat ve marjdan gelecektir. İkincisi, 2028 yılına ilişkin kalan siparişlerin fiyatlamasıdır. 2028 yılı kapasitesinin büyük ölçüde dolu olması nedeniyle bu yıla ilişkin yukarı yönlü risk, hacimden çok kalan siparişlerin fiyatlamasından kaynaklanabilir. Üçüncüsü, OCTG fiyatlarıdır. Gösterge fiyattaki son yükseliş, "Enerji" iş kolu için 2027 yılından itibaren öngördüğümüz ton başına gelirin belirgin biçimde üzerindedir. Dördüncüsü, kullanılmayan taşınmazların olası satışıdır. Şirket, 28 Ekim 2026'da faaliyetlerinde kullanılmayan veya ilerleyen dönemde ihtiyaç duyulmayacağı öngörülen taşınmazların olası satışına yönelik hazırlık çalışmalarına başlandığını açıklamıştır. Gemlik konsolidasyonunun 2027 yılının ikinci yarısında tamamlanmasıyla boşalacak 67 bin metrekarelik Halkalı fabrika alanı bu kapsamda değerlendirilebilecek başlıca varlıktır. Bu varlığın değerine ilişkin Şirket'in kendi geçmiş işlemi bir referans sunmaktadır. Şirket, Şubat 2024'te Gemlik'te 70 bin metrekare üzerine kurulu büyük çaplı boru tesisine ait arazi ve binaları 66 milyon dolar bedelle Borusan Grubu şirketlerinden Borçelik'e satmıştır. Bununla birlikte Halkalı alanının İstanbul'daki konumu, imar durumu, satışın zamanlaması ve vergi etkisi nihai tutarı belirleyecek başlıca unsurlar olacaktır. Beşincisi, bölgesel ve küresel büyük çaplı boru talebindeki canlanmayla yeniden faaliyete geçen Gemlik'teki spiral boru hattının ekipmanlarının ileride ABD'deki Mobile tesisine taşınması seçeneğidir. Bu unsurların hiçbirini tahminlerimize ve değerlememize yansıtmadığımızı vurgulamak isteriz.

ABD maruziyeti ile altyapı odağını birleştirmesine karşın hisse emsallerine belirgin bir iskontoyla işlem görmekte olup, bu iskontoyu daraltabilecek çok sayıda katalist bulunmaktadır. Emsal grubunun 2027 tahmini FD/FAVÖK çarpanı medyan bazda 7,2x, ortalama bazda 8,0x iken, ağırlıklı olarak kaynaklı boru üreticilerinin medyan çarpanı 8,0x seviyesindedir. Hisse ise tahminlerimize göre 2027 yılı 5,6x FD/FAVÖK çarpanıyla emsal medyanına göre %22, kaynaklı boru üreticilerinin medyanına göre ise %30 iskontolu işlem görmektedir. 2027 yılı 9,6x F/K çarpanında bu iskontolar sırasıyla %40 ve %41 seviyesindedir. İskonto, emsallerin üzerindeki kar büyümesi ve karlılık beklentisine karşın sürmektedir. Düşük baz etkisini dışarıda bırakan 2026-2028 döneminde FAVÖK büyümesi beklentimiz yıllık %21 ile emsal medyanıyla benzer seviyedeyken, net kar büyümesi beklentimiz yıllık %26 ile emsallerin %15'lik medyan beklentisinin belirgin biçimde üzerindedir. 2027 yılı için öngördüğümüz %16,4'lük özsermaye karlılığı da emsallerin %12,8'lik medyan beklentisinin üzerindedir. Benzerlerinin belirgin biçimde üzerindeki net kar büyümesinin çarpanlarda yukarı yönlü bir yeniden fiyatlamaya zemin hazırlayabileceğini, mevcut iskontonun ise aşağı yönlü riski sınırladığını düşünüyoruz. Son 12 aylık FAVÖK'e göre hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı ise 11,3x ile Ağustos 2023'ten bu yana en düşük seviyesinde bulunmaktadır. Mevcut iskontoyu daraltabilecek başlıca katalistler şunlardır: Birincisi, 2028 yılının kalan kapasitesine ve 2029 yılına ilişkin yeni sözleşmelerdir; 2029 teslimatlı siparişlerin 2027 yılının ikinci yarısından itibaren sözleşmeye dönüşmesini bekliyoruz. İkincisi, 2027 yılına ilişkin Şirket beklentilerinin açıklanmasıdır; yeni siparişler ile "Enerji" iş kolunda artan fiyat ve kapasite kullanım oranının etkisiyle bu beklentilerin 2026 yılına göre güçlü olmasını bekliyoruz. Üçüncüsü, 2026 yılının ikinci yarısında başlayan kuyu borusu fiyat artışının "Enerji" iş kolunun gelir ve marjlarına yansımaya devam etmesidir. Dördüncüsü, 2027 yılının ikinci yarısında tamamlanması beklenen Gemlik konsolidasyonudur. Son olarak, olası taşınmaz satışları da ilave bir katalist oluşturabilir.

YATIRIM RİSKLERİ

ABD'deki ticaret koruma çerçevesinde olası bir gevşeme, Şirket'in ABD operasyonlarındaki büyüme ve marj görünümünü zayıflatabilir. Değerlememizin ve tahminlerimizin merkezinde, ABD'deki ticaret koruma önlemlerinin mevcut haliyle sürdüğü varsayımı yer almaktadır. Şirket'in "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarındaki fiyatlama gücü, Haziran 2025'te gümrük vergilerinin %25'ten %50'ye çıkarılması ve Nisan 2026'da emtia sınıfı çelik boru ve tüp ürünlerinde %50'lik verginin tam gümrük değeri üzerinden uygulanmaya başlanmasıyla derinleşen koruma çerçevesine önemli ölçüde dayanmaktadır. Gümrük vergilerinin indirilmesi, ülke bazlı muafiyetlerin genişletilmesi, anti-damping önlemlerinin kaldırılması ya da rejimin kapsamının daraltılması, ithalat baskısını yeniden artırabilir. Böyle bir gelişmenin "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarındaki etkisinin ağırlıklı olarak fiyatlar üzerinden hissedileceğini düşünüyoruz. Tahminlerimizde 2030 yılından itibaren öngördüğümüz normalleşmeyi tarife indirimine değil, arz-talep dengesinin yeniden sağlanmasına bağladığımızı vurgulamak isteriz. Bununla birlikte, bu riskin kısa vadede sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Section 232 vergileri 2018 yılından bu yana, bazı ülkeler için kota düzenlemelerine dönüştürülse de, farklı yönetimler döneminde yürürlükte kalmıştır. Bu durum, ticaret korumasının tek bir yönetime bağlı olmaktan çok ABD'nin çelik sektörüne yönelik kalıcı bir devlet politikası eğilimini yansıttığına işaret etmektedir.

Yüksek marjlı iş kollarındaki güçlü talep ortamının beklentimizden erken normalleşmesi, konsolide karlılığı olumsuz etkileyebilir. Tahminlerimizde "Altyapı ve Proje" iş kolunda fiyatlamanın 2028-2029 döneminde zirve yapmasını, 2030 yılından itibaren kademeli olarak normalleşmesini varsayıyoruz. LNG ve doğal gaz iletim hattı yatırımlarında yaşanabilecek ötelemeler, veri merkezi yatırımlarının beklentilerden önce yavaşlaması ya da petrol fiyatlarında kalıcı bir gerilemenin sondaj faaliyetini ve Permian Havzası'ndan çıkış hattı ihtiyacını zayıflatması, talebin beklentimizden erken normalleşmesine yol açabilir. Arz tarafında ise Welspun'un ABD'de boyuna kaynaklı boru hattını devreye alması ve spiral kaynaklı boru kapasitesini Mart 2028'e kadar yıllık 575 bin tona çıkarması, 2029 sonrasındaki siparişlerde fiyat rekabetini artırabilir. Bu senaryoda etkinin hacimden çok fiyat üzerinden hissedilmesini bekliyoruz. 2027 ve 2028 yıllarının büyük ölçüde sözleşmeye bağlı olması yakın vadeli etkiyi sınırlarken, bu yılların gelir ve marjı izleyen yıllar için yüksek bir baz oluşturabilir. Kuyu borusu fiyatlarındaki değişimlerin daha kısa sürede yansıdığı "Enerji" iş kolu ise petrol fiyatı kaynaklı dalgalanmalara daha hassastır. Öte yandan yapay zeka yatırımlarına yönelik olası bir piyasa satışı, ABD altyapı temasıyla ilişkilendirilen Borusan Boru gibi hisseleri temel görünümden bağımsız olarak olumsuz etkileyebilir.

Proje takvimlerindeki kaymalar, beklenen gelirin yıllar arasındaki dağılımını etkileyebilir. "Altyapı ve Proje" iş kolunda üretim ve sevkiyat takvimi, müşteri projelerinin ilerleme sürecine bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Veri merkezi yatırımlarındaki olası ertelemelerin şirket sipariş defterindeki görece düşük maruziyet nedeniyle negatif etkisinin sınırlı kalmasını bekliyoruz. Altyapı sözleşmelerinde iptal halinde alıcı taraf için genellikle yüksek cezai şartlar bulunmaktadır. Cezai şartlar iptal riskini sınırlasa da zamanlama riskini ortadan kaldırmamaktadır. Öte yandan, proje takvimindeki kaymalar nedeniyle boşalan üretim bantlarının spot piyasadan alınan daha küçük ölçekli ve niş siparişlerle doldurulabileceğini düşünüyoruz. Bu tür siparişler, iş kolu gelirinin açıklanan sözleşme tutarlarının bir miktar üzerinde gerçekleşmesini de sağlayabilir. Gemlik'teki spiral boru hattının ABD siparişlerine destek olabilecek ilave bir kapasite sunması da teslimat takvimindeki aksaklıkların etkisini kısmen sınırlayabilir.

Avrupa'daki yeni koruma rejimi ve zayıf bölgesel talep, Türkiye ağırlıklı iş kollarını baskılamaya devam edebilir. 1 Temmuz 2026 itibarıyla uygulanmaya başlayan yeni AB koruma rejimi vergisiz ithalat kotalarını daraltmakta ve kota dışı gümrük vergisini %50'ye yükseltmektedir. Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması'nın 1 Ocak 2026 itibarıyla kesin uygulama fazına geçmesiyle birleşen bu çerçeve, Türkiye kaynaklı çelik boru ihracatı için belirsizlik yaratmaktadır. Söz konusu çerçeve, ağırlıklı olarak Türkiye'de üretilen ve ana pazarları Türkiye ile Avrupa olan "Endüstri ve İnşaat" ile "Otomotiv" iş kollarını doğrudan ilgilendirmektedir. Bu iş kollarındaki mevcut zayıflık ise esas olarak talep kaynaklıdır. "Endüstri ve İnşaat" iş kolu 2026 yılının ilk dokuz ayında satış hacmini yıllık %40,1, gelirini ise %26,6 daraltmıştır. Şirket, bu gerilemenin arkasında Avrupa ve Türkiye'deki zayıf talep ile rekabet kaynaklı fiyat baskılarını göstermektedir. Yeni AB koruma rejimi ise zayıf talebin üzerine eklenen ilave bir baskı unsuru niteliğindedir. Bununla birlikte, bu riskin değerlememiz üzerindeki ilave etkisinin sınırlı olduğu görüşündeyiz. Tahminlerimizde "Endüstri ve İnşaat" iş kolunun satış hacmini 2028 yılından itibaren 325 bin ton, gelirini ise 349 milyon dolar seviyesinde yatay varsayıyoruz. "Otomotiv" iş kolunda ise satış hacmini 2028 yılından itibaren 135 bin ton, gelirini 182 milyon dolar seviyesinde sabit tutuyoruz. Bu iki iş kolunun konsolide gelir içindeki payının 2027 yılında yaklaşık %18,5'e gerilemesini bekliyoruz. Dolayısıyla büyüme beklentimizin tamamı ABD ağırlıklı iş kollarına dayanmakta olup, Avrupa ve Türkiye cephesindeki zayıflık tahminlerimize büyük ölçüde yansıtılmıştır. Şirket'in operasyonel adımları da riskin bir bölümünü dengelemektedir. Gemlik konsolidasyonuyla "Otomotiv" iş kolunda kapasite kullanım oranının 2026 yılındaki %58 seviyesinden 2028 yılında %75'e yükselmesini öngörüyoruz.

Net nakit pozisyonuyla birlikte biriken nakdin kullanım biçimi, sermaye tahsisi açısından bir belirsizlik alanı oluşturmaktadır. Operasyonel iyileşme, gerileyen finansman giderleri ve normalleşen yatırım harcamalarıyla Şirket'in 2025 yılında 182 milyon dolar olan net finansal borcunun 2027 yılında yerini net nakit pozisyonuna bırakmasını bekliyoruz. Bu tablo bilançoyu belirgin biçimde güçlendirmekle birlikte, biriken nakdin nasıl kullanılacağına ilişkin bir belirsizliği de beraberinde getirmektedir. Şirket'in nakit üretiminin ağırlıklı bölümü ABD operasyonlarından kaynaklandığından, bu nakdin Türkiye'ye aktarılarak temettü yoluyla dağıtılması %15'lik ilave vergi yükü doğurmaktadır. Bu nedenle projeksiyonlarımızda temettü varsaymıyoruz. Şirket, stratejik hedefleri doğrultusunda yurt içi ve yurt dışındaki satın alma ve birleşme fırsatlarını yakından takip ettiğini belirtmektedir. Olası taşınmaz satışları da Şirket'in nakit pozisyonunu ayrıca güçlendirebilir. Buradaki risk, söz konusu nakdin Şirket'in mevcut yüksek getirili iş kollarına kıyasla daha düşük getirili bir alanda kullanılmasıdır. Öte yandan Berg Pipe satın alımı, Şirket'in geçmişte ABD'de değer yaratan bir inorganik büyüme adımı attığını göstermektedir. Sermaye yapısı tarafında ise ana ortağın olası yeni pay satışları hisse üzerinde kısa vadeli fiyat baskısı yaratabilir. Borusan Holding, Mayıs 2026'da Şirket sermayesinin yaklaşık %6'sını temsil eden 8,5 milyon adet B grubu payı hızlandırılmış talep toplama yöntemiyle 540 TL/hisse fiyatla kurumsal yatırımcılara satmıştır. Satış fiyatı, işlemin duyurulduğu 11 Mayıs 2026 tarihindeki 596,5 TL'lik kapanış fiyatına göre yaklaşık %9,5 iskontoya karşılık gelmektedir. İşlem sonrasında Borusan Holding'in Şirket'teki doğrudan payı %68,85'e gerilemiş, satış kapsamında verilen 90 günlük satmama taahhüdünün süresi ise Ağustos 2026'da sona ermiştir. Bununla birlikte, SPK'nın 31 Ağustos 2026'da duyurduğu düzenleme bu riskin kapsamını sınırlamaktadır. Düzenlemeye göre fiili dolaşımdaki pay oranı %50 ve altında olan ortaklıklarda, ortakların borsa dışında satabileceği pay herhangi bir 12 aylık dönemde sermayenin %4'ü ile sınırlandırılmıştır.

DEĞERLEME Borusan Boru'yu 952 TL/hisse hedef fiyat, %55 getiri potansiyeli ve AL tavsiyesi ile takip listemize alıyoruz. Değerlememizde harmanlanmış bir yaklaşım kullanıyoruz. Dolar bazlı İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50, uluslararası benzer şirket çarpan analizine %50 ağırlık veriyoruz. Şirket'in operasyonlarının ve gelirinin çok büyük bölümü ABD pazarından beslenmektedir. Bu nedenle iskonto oranını tek bir ülkeye dayandırmak yerine, coğrafi risk ve gelir dağılımını daha doğru yansıtacağını düşündüğümüz karma bir sermaye maliyeti yaklaşımını tercih ediyoruz. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini, ABD ve Türkiye sermaye maliyetlerini Şirket'in gelir coğrafyasına göre ağırlıklandırarak hesaplıyor ve %80 ABD, %20 Türkiye ağırlığını esas alıyoruz.

Tablo: Ana Varsayımlar

	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Kapasite (bin ton)	1,750	1,750	1,875	1,930	1,930	1,930	1,930
Satış Hacmi (bin ton)	1,168	1,309	1,314	1,424	1,445	1,445	1,445
Altyapı ve Proje Payı (%)	35.7%	35.6%	45.7%	49.1%	48.4%	48.4%	48.4%
Ton Başına Ciro ($)	1,446	1,372	1,715	1,931	1,963	1,963	1,906
Ton Başına FAVÖK ($)	64	91	174	220	231	231	224

Kaynak: İş Yatırım

Ana Varsayımlar

Gelir büyümesi 2026 yılında fiyat ve karma, 2027 yılında ise hacim, fiyat ve karma kaynaklı olacak. Konsolide gelirlerin 2026 yılında %25,4 artışla 2253 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz. Bu yıl toplam satış hacminin 1314 bin ton ile yatay seyretmesini, ton başına ortalama gelirin ise 1372 dolardan %25,0 artışla 1715 dolara çıkmasını öngörüyoruz. Bu artışın temelinde, ağırlıklı olarak ABD'de üretilen "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarının gelir içindeki payının yükselmesi ve güçlü talep ile ticaret koruma önlemlerinin desteklediği fiyatlama ortamı yatmaktadır. 2027 yılında ise konsolide gelirlerin %22,1 artışla 2750 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Bu yıl Gemlik'teki büyük çaplı spiral boru hattının tam yıl katkısı ve Baytown tesisinde artan kapasite kullanımıyla satış hacminin %8,4 artışla 1424 bin tona, ton başına ortalama gelirin ise %12,6 artışla 1931 dolara çıkmasını öngörüyoruz. "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarının gelir içindeki payının 2026 yılındaki %77 seviyesinden 2027 yılında %82'ye yükselmesini bekliyoruz. "Altyapı ve Proje" iş kolu gelirinin 2025 yılındaki 795 milyon dolardan 2028 yılında 1513 milyon dolara yükselmesini tahmin ediyoruz. Bu görünüm, Şirket'in ABD'de 2026-2028 dönemi için aldığı yaklaşık 3,6 milyar dolarlık sözleşmelere dayanmaktadır. Şirket'in açıkladığı dağılıma göre bu tutarın yaklaşık 900 milyon doları 2026, 1450 milyon doları 2027, 1200 milyon doları ise 2028 yılına aittir. Konsolide gelirlerin 2028 ve 2029 yıllarında 2836 milyon dolar ile zirve seviyede kalmasını bekliyoruz. Bu, 2025-2030 döneminde dolar bazında %8,9'luk bir YBBO'ya karşılık gelmektedir.

Güçlü fiyatlama ortamının 2030 yılından itibaren kademeli olarak normalleşmesini varsayıyoruz. İNA modelimizi 2035 yılına kadar uzanan bir projeksiyon dönemi üzerine kurduğumuz için, mevcut güçlü konjonktürün kalıcı olmadığını varsayımlarımıza açıkça yansıtıyoruz. Baz senaryomuzda ABD'deki ticaret koruma önlemlerinin kalıcı olacağını varsayıyoruz. Dolayısıyla normalleşmeyi koruma rejiminin gevşemesine değil, nihai pazarlardaki döngüselliğe bağlıyoruz. "Altyapı ve Proje" iş kolunda fiyatlamanın 2028-2029 döneminde zirve seviyede kalacağını, 2030 yılından itibaren kademeli olarak gerileyeceğini öngörüyoruz. Bu iş kolunda kapasite kullanımının 2031 yılına kadar tam seviyede kalmasını, "Enerji" iş kolunda ise hacim ve fiyatın 2027-2031 döneminde yatay seyretmesini varsayıyoruz. İki iş kolunda kapasite kullanım oranındaki normalleşmenin 2032 yılından itibaren başlamasını öngörüyoruz. Bu çerçevede konsolide gelirlerin 2030 yılında 2754 milyon dolara, projeksiyon dönemimizin sonunda, 2035 yılında ise 2320 milyon dolara gerilemesini bekliyoruz.

Operasyonel giderlerdeki iyileşme, fiyat kaynaklı kaldıraç ve Gemlik konsolidasyonuyla desteklenecek. Operasyonel giderlerin satışlara oranının 2025 yılındaki %4,5 seviyesinden 2026 yılında %4,0'a, 2027 yılında %3,6'ya, 2028 yılında ise %3,4'e gerilemesini bekliyoruz. Bu iyileşme iki yapısal unsura dayanmaktadır. İlki, fiyat artışları kaynaklı gelir büyümesinin yarattığı operasyonel kaldıraçtır. İkincisi, İstanbul Halkalı'daki otomotiv boru hatları ile Bursa'daki ileri işlem ekipmanlarının Gemlik Kampüsü altında konsolidasyonudur. Taşınma sürecinin 2027 yılının ikinci yarısında tamamlanması beklenmektedir. Şirket yönetimi, konsolidasyonun 2024 yılı konsolide rakamlarına kıyasla FAVÖK marjına 50 ile 100 baz puan aralığında katkı sağlamasını beklemektedir. Biz bu etkiyi işçilik maliyetleri ve genel yönetim giderleri üzerinden toplam 16 milyon dolar tasarruf olarak modelliyoruz. Tam etkisini 2028 yılında yansıttığımız bu tasarruf, 2028 yılı gelir tahminimize göre yaklaşık 60 baz puanlık bir marj katkısına denk gelmektedir.

Ürün karması iyileşmesi ve fiyat desteği karlılığı yukarı taşıyacak. "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarının toplam gelir içindeki payının 2025 yılındaki yaklaşık %66 seviyesinden 2026 yılında %77'ye, 2027 ve 2028 yıllarında ise %82'ye yükselmesini bekliyoruz. Bu çerçevede brüt kar marjının 2025 yılındaki %8,4 seviyesinden 2026 yılında %11,7'ye, 2027 yılında %12,7'ye, 2028 yılında ise %13,0'a çıkmasını bekliyoruz. Operasyonel kaldıraçla birlikte FAVÖK marjının 2025 yılındaki %6,6 seviyesinden 2026 yılında %10,1'e, 2027 yılında %11,4'e, 2028 yılında ise %11,8'e yükselmesini öngörüyoruz. Ton başına FAVÖK'ün aynı dönemde 91 dolardan 2026 yılında 174 dolara, 2027 yılında 220 dolara, 2028 yılında ise 231 dolara çıkmasını bekliyoruz. Bu görünüm çerçevesinde FAVÖK'ün, görece yüksek bir baz oluşturan 2026 yılındaki 228 milyon dolar seviyesinden 2028 yılında 334 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Bu, 2026-2028 döneminde dolar bazında %21,0'lık bir YBBO'ya karşılık gelmektedir. Normalleşmenin başlamasıyla FAVÖK marjının 2030 yılında %11,7'ye, 2035 yılında ise %8,8'e gerilemesini bekliyoruz.

Yatırım harcamaları 2026 yılında zirve yapacak. Yatırım harcamalarının 2026 yılında 136 milyon dolara ve satışlara oranının %6,0'a yükselerek zirveye ulaşmasını öngörüyoruz. Bu zirvenin arkasında Panama City tesisindeki 68 milyon dolarlık ileri form verme yatırımının yaklaşık üçte ikisi ile Halkalı ve Bursa operasyonlarının Gemlik Kampüsü'nde konsolidasyonuna yönelik 29 milyon dolarlık yatırımın tamamının bu yıl gerçekleştirilmesi bulunmaktadır. Premium ve kalın duvarlı boru üretimini hedefleyen ileri form verme yatırımının 2027 yılının ilk yarısında devreye alınmasını bekliyoruz. İzleyen dönemde yatırım harcamalarının bakım ağırlıklı bir seyre dönerek 2027 yılında 83 milyon dolara, 2028 yılından itibaren ise satışların yaklaşık %2'sine karşılık gelen yıllık 60 milyon dolara gerilemesini öngörüyoruz.

Net işletme sermayesi ve vergi. "Altyapı ve Proje" iş kolundaki müşteri avanslarının yapısal katkısıyla net işletme sermayesinin satışlara oranının 2026 yılında %7,8, 2027 yılında %7,4, 2028 yılında ise %7,2 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Gemlik Kampüsü konsolidasyonunun 2028 yılında stok gün sayısını 110 günden 105 güne indirerek yaklaşık 30 milyon dolarlık bir işletme sermayesi iyileşmesi sağladığını varsayıyoruz. 2030 sonrasında ise normalleşmeyle alınan avansların satışlara oranının gerilemesi nedeniyle bu oranın kademeli olarak yükselerek 2032 yılından itibaren %9,0 seviyesine çıkmasını öngörüyoruz. İNA modelimizde efektif vergi oranını, Şirket'in ağırlıklı olarak ABD kaynaklı kar yapısını yansıtacak biçimde %25 olarak varsayıyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA modelimizi, Şirket'in gelir ve nakit akımı profiliyle uyumlu olarak dolar bazında kuruyoruz. Değerleme tarihimiz 30 Eylül 2026 olup, projeksiyon dönemimiz 2026 yılının son çeyreğinden 2035 yılına uzanmakta ve bir terminal dönemle tamamlanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetimizin ABD ayağında %5,0 risksiz getiri oranı, %4,5 hisse senedi risk primi, 1,0 beta, %7,0 borç maliyeti ve %30 borç ağırlığı kullanıyoruz. Bu varsayımlar %8,2 seviyesinde bir ABD sermaye maliyetine işaret etmektedir. Türkiye ayağında ise Şirket'in uzun vadeli dolar cinsi getirilerini yansıtan ve projeksiyon dönemi boyunca 2026 yılındaki %8,0 seviyesinden %7,1 seviyesine gerileyen risksiz getiri oranı, %5,5 hisse senedi risk primi, 1,0 beta ve %30 borç ağırlığı kullanıyoruz. Bu varsayımlarla Türkiye sermaye maliyeti %11,7 ile %10,9 aralığında gerçekleşmektedir. Bu iki bileşeni %80 ABD ve %20 Türkiye ağırlıklarıyla harmanladığımızda, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetimiz 2026 yılındaki %8,9 seviyesinden terminal dönemde %8,7 seviyesine gerilemektedir. Terminal büyüme oranını %2,0 olarak varsayıyoruz.

Bu varsayımlar altında İNA analizimiz 1772 milyon dolar firma değeri vermektedir. Terminal değer, firma değerinin %45'ini oluşturmaktadır. Normalleşmiş 2035 nakit akımlarına dayanan terminal değerimiz, 2035 FAVÖK tahminimize göre yaklaşık 8,6x çıkış FD/FAVÖK çarpanına karşılık gelmektedir. Değerleme tarihimiz itibarıyla 126 milyon dolar net finansal borcu düşüyor ve Şirket'in Borçelik'teki finansal yatırımının aynı tarih itibarıyla 96 milyon dolarlık değerini ekliyoruz. Özsermaye değerini özsermaye maliyetiyle bir yıl ileriye taşıdığımızda 1921 milyon dolar hedef özsermaye değerine ulaşıyoruz. Bu değeri 2027 yıl sonu dolar kuru tahminimiz olan 61,4 ile Türk Lirası'na çevirdiğimizde, İNA yöntemi 117,9 milyar TL hedef piyasa değerine, dolayısıyla 832 TL/hisse hedef fiyata işaret etmektedir.

Gemlik tesisinde büyük çaplı boru üretiminde kullanılan ve bilançoda satış amaçlı elde tutulan duran varlıklar altında izlenen makine ve ekipmanları özsermaye köprümüze dahil etmedik. Bu varlıkların 30 Eylül 2026 itibarıyla kayıtlı değeri 16 milyon dolardır. Söz konusu ekipmanların mevcut operasyonel ihtiyaçlar ölçüsünde kullanılmaya devam edilmesine karar verilmiş, bölgesel ve küresel büyük çaplı boru talebinin canlanmasıyla hat yeniden faaliyete geçmiştir. Ekipmanların ABD'deki Mobile tesisine taşınması seçeneği ise değerlendirilmeye devam etmektedir. Gemlik'teki büyük çaplı spiral boru hattının üretim katkısı nakit akımı projeksiyonlarımızda yer aldığından, çift sayımı önlemek amacıyla bu varlıkların kayıtlı değerini ayrıca eklemedik. Benzer şekilde, Şirket'in 28 Ekim 2026 tarihinde kamuya duyurduğu, kullanılmayan taşınmazlarının olası satışına yönelik hazırlık ve değerlendirme çalışmaları da değerlememize dahil değildir. Bu konuda henüz nihai bir karar bulunmamaktadır.

Tablo: AOSM Varsayımları

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Getiri Oranı	7.4%	8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	7.3%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Sermaye Maliyeti	12.9%	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%	12.8%
Borçlanma Maliyeti	9.4%	10.0%	9.8%	9.6%	9.4%	9.3%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7.1%	7.5%	7.4%	7.2%	7.1%	7.0%
Borç/(Borç+Sermaye)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
AOSM (Türkiye)	**11.2%**	**11.7%**	**11.5%**	**11.3%**	**11.1%**	**11.1%**

	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Getiri Oranı	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Risk Primi	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Sermaye Maliyeti	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Borçlanma Maliyeti	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
Borç/(Borç+Sermaye)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
AOSM (ABD)	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**	**8.2%**

Ağırlıklandırılmış AOSM	**8.8%**	**8.9%**	**8.9%**	**8.8%**	**8.8%**	**8.8%**

Kaynak: İş Yatırım

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Analizi

$ mn	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	**1,796**	**2,253**	**2,750**	**2,836**	**2,836**	**2,754**
FAVÖK	**119**	**228**	**313**	**334**	**334**	**324**
FAVÖK Marjı	6.6%	10.1%	11.4%	11.8%	11.8%	11.7%
FVÖK	**69**	**173**	**250**	**271**	**271**	**263**
(-) Vergi	18	43	62	68	68	66
(+) Amortisman	50	55	63	62	62	61
(+/-) İşletme Serm. Değişimi	-73	-39	29	0	0	8
İşletme Sermayesi/Satışlar	11.9%	7.8%	7.4%	7.2%	7.2%	7.7%
(-) Yatırım Harcamaları	86	136	83	60	60	60
Yatırım Harcamaları/Satışlar	4.8%	6.0%	3.0%	2.1%	2.1%	2.2%
Serbest Nakit Akımı (SNA)	**89**	**88**	**139**	**206**	**206**	**190**
SNA Marjı	4.9%	3.9%	5.0%	7.3%	7.3%	6.9%
AOSM		**8.9%**	**8.9%**	**8.8%**	**8.8%**	**8.8%**
İskonto Oranı		1.02	1.11	1.21	1.32	1.43
İNA		**86**	**125**	**170**	**156**	**133**
Sonsuz Büyüme Oranı	2%					
Firma Değeri	**1,772**					
Net Borç - 9A26	126					
Finansal Yatırımlar (Borçelik) - 9A26	96					
Hedef Piyasa Değeri ($)	**1921**					
Hedef Piyasa Değeri (TL)	**117,927**					

Kaynak: İş Yatırım

Benzer Şirket Karşılaştırması

Değerlememizde İNA analizine ek olarak benzer şirket çarpan analizinden de yararlanıyoruz. Bu kapsamda, iş kolu, ölçek ve ürün odağı açısından Şirket ile benzeşen, küresel ölçekte faaliyet gösteren yedi çelik boru üreticisinden oluşan uluslararası bir emsal grup belirliyoruz. Grup Tenaris, Vallourec, Jindal Saw, Welspun, Tubacex, Saudi Steel Pipe ve NWPX Infrastructure'dan oluşmaktadır. Emsallerin ürün teknolojisi bakımından belirgin biçimde ayrıştığını vurgulamak gerekir. Ürün portföyünün tamamı kaynaklı borulardan oluşan ve iletim hatları ile endüstriyel borulara odaklanan Borusan Boru'ya en yakın gördüğümüz emsaller ağırlıklı olarak kaynaklı boru üreten şirketlerdir. Bu grupta büyük çaplı kaynaklı hat borusu üreten Welspun, üretiminin büyük bölümü kaynaklı hat ve altyapı borularından oluşan Jindal Saw, ağırlıklı olarak ABD'deki su iletim altyapısına odaklanan NWPX Infrastructure ve Suudi Arabistan merkezli Saudi Steel Pipe yer almaktadır. Buna karşın Tenaris, Vallourec ve Tubacex, ağırlıklı olarak dikişsiz teknolojiyle enerji sektörüne yönelik üretim yapan üreticilerdir. Bu şirketlerin ürün karması ve marj yapısı Borusan Boru'dan belirgin biçimde ayrışmaktadır. Tenaris ayrıca ölçek bakımından grubun en büyüğüdür. Mali yılı Mart ayında sona eren Welspun ve Jindal Saw için, diğer emsallerle karşılaştırılabilir olması amacıyla Bloomberg'in takvim yılı bazındaki konsensüs tahminleri kullanılmıştır.

Emsal grubun 2027 tahmini FD/FAVÖK çarpanı medyan bazda 7,2x, ortalama bazda 8,0x seviyesindedir. Medyan çarpan 2026 yılı için 8,8x, 2028 yılı için 6,9x seviyesindedir. Emsal grubun 2027 tahmini F/K medyan çarpanı ise 15,8x seviyesindedir. Bu çarpan 2026 yılı için 15,1x, 2028 yılı için 11,3x olarak gerçekleşmektedir. En yakın gördüğümüz kaynaklı boru üreticilerinden Welspun 2027 tahmini 13,9x, NWPX Infrastructure 8,9x, Saudi Steel Pipe 7,0x ve Jindal Saw 6,6x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Emsal çarpanlarını ürün teknolojisi ve coğrafi odak bakımından incelediğimizde iki gözlem öne çıkmaktadır. İlki, altyapı ve hat borusuna odaklanan kaynaklı boru üreticilerinin, enerji odaklı ve ağırlıklı olarak dikişsiz boru üreten emsallere kıyasla daha yüksek çarpanlarla işlem görmesidir. Welspun, Jindal Saw, NWPX Infrastructure ve Saudi Steel Pipe'tan oluşan kaynaklı boru üreticilerinin 2027 tahmini medyan FD/FAVÖK çarpanı 8,0x, medyan F/K çarpanı ise 16,3x seviyesindedir. Tenaris, Vallourec ve Tubacex'ten oluşan dikişsiz boru üreticilerinde ise bu çarpanlar sırasıyla 7,2x ve 11,9x seviyesindedir. İkincisi, ABD maruziyetinin tek başına çarpanları yukarı taşımaması, ancak altyapı odağıyla birleştiğinde belirgin bir prime dönüşmesidir. Nitekim satışlarının önemli bir bölümünü Kuzey Amerika'dan elde eden dikişsiz ve enerji odaklı Tenaris ile Vallourec, 2027 tahmini sırasıyla 7,2x ve 4,4x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Buna karşılık ABD altyapı pazarında güçlü konuma sahip Welspun 13,9x, NWPX Infrastructure ise 8,9x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. ABD pazarında Borusan Boru'nun en yakın emsali olarak gördüğümüz Welspun'un 1 yıl ileri FD/FAVÖK çarpanı, 2026 yılı başındaki 8,6x seviyesinden Eylül 2026'da 20,1x'e yükselmiş, Ekim 2026 sonu itibarıyla 16,1x seviyesine gerilemiştir. NWPX Infrastructure'ın hisse fiyatı da 2025 yılı sonundaki 62,5 dolardan 25 Haziran 2026'da 152,0 dolarla zirve gördükten sonra 20 Kasım 2026 itibarıyla 84,3 dolara inmiştir. Buna karşın Borusan Boru hissesi aynı tarih itibarıyla dolar bazında 2025 yılı sonundaki seviyesinin %6 altında bulunmaktadır.

Borusan Boru ise tahminlerimize göre 2027 yılı 5,6x FD/FAVÖK çarpanıyla emsal medyanına göre %22, kaynaklı boru üreticilerinin medyanına göre ise %30 iskontolu işlem görmektedir. 2027 yılı 9,6x F/K çarpanında bu iskontolar sırasıyla %40 ve %41 seviyesindedir. Şirket'in 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanı 7,7x, 2028 tahmini çarpanı ise 5,3x seviyesindedir. Son 12 aylık FAVÖK'e göre hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı 11,3x ile Ağustos 2023'ten bu yana en düşük seviyesinde bulunmaktadır. FAVÖK'ün 2027 yılında %37 artmasını beklediğimizden, bu çarpanın büyüyen FAVÖK ile birlikte gerilemeye devam etmesini bekliyoruz.

Büyüme ayarlı bir karşılaştırma da mevcut iskontonun geniş olduğuna işaret etmektedir. Düşük baz etkisini dışarıda bırakmak için 2026-2028 dönemine baktığımızda, Borusan Boru'nun FAVÖK'ünün yıllık %21,0 artmasını beklerken emsallerin medyan beklentisi de benzer şekilde yıllık %21,1 seviyesindedir. Net kar tarafında ise Şirket için öngördüğümüz yıllık %26'lık büyüme, emsallerin %15'lik medyan beklentisinin belirgin biçimde üzerindedir. 2027 yılı için öngördüğümüz %16,4'lük özsermaye karlılığı da emsallerin %12,8'lik medyan beklentisinin üzerindedir. Buna karşın hisse 2027 yılı 5,6x FD/FAVÖK ve 9,6x F/K çarpanlarıyla emsal medyanları olan 7,2x ve 15,8x'e göre sırasıyla %22 ve %40 iskontolu işlem görmektedir. Benzerlerinin belirgin biçimde üzerindeki net kar büyümesinin çarpanlarda yukarı yönlü bir yeniden fiyatlamaya zemin hazırlayabileceğini, mevcut iskontonun ise aşağı yönlü riski sınırladığını düşünüyoruz. Bilanço tarafında ise net borç/FAVÖK oranının 2026 yılı sonunda 0,5x seviyesine gerilemesini ve Şirket'in 2027 yılında net nakit pozisyonuna geçmesini öngörüyoruz.

Hedef çarpanımızı belirlerken Borusan Boru'yu emsallerinden ayrıştıran unsurları birlikte değerlendiriyoruz. Şirket lehine işleyen üç unsur bulunmaktadır. Birincisi, ABD'deki yerel üretici konumudur. 2026 yılının ilk dokuz ayında konsolide gelirin %82'si ABD pazarından sağlanmıştır. İkincisi, gelir karmasının altyapı ağırlıklı olmasıdır. "Altyapı ve Proje" iş kolunun gelir içindeki payının 2027 yılında %59'a yükselmesini bekliyoruz. Yukarıdaki analiz, ABD maruziyeti ile altyapı ağırlıklı gelir karmasının birleşiminin emsaller arasında prim gerekçesi oluşturduğuna işaret etmektedir. Üçüncüsü, güçlü kar büyümesi ve bu büyümenin görünürlüğüdür. Net karın 2026-2028 döneminde yıllık %26 artmasını beklerken, emsallerin medyan beklentisi yıllık %15 seviyesindedir. 2026-2028 dönemi için alınan yaklaşık 3,6 milyar dolarlık sözleşmeler bu büyümenin önemli bölümüne görünürlük sağlamaktadır. Ayrıca projeksiyonlarımızda temettü varsaymadığımız için serbest nakit akışı borç azaltımına yönelmekte ve Şirket 2027 yılında net nakit pozisyonuna geçmektedir.

Buna karşın iskonto gerektirebilecek unsurlar da bulunmaktadır. İlki marj yapısıdır. Borusan Boru'nun 2023-2025 dönemindeki ortalama FAVÖK marjı %9,0 iken, emsal medyanı %14,9 seviyesindedir. Bu fark büyük ölçüde emsal grubundaki dikişsiz ve enerji odaklı üreticilerden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte marj karşılaştırmasında ileriye dönük bakmak gerektiğini düşünüyoruz. Şirket'in marjları, gelir içindeki payı hızla artan ABD operasyonları tarafından belirlenmektedir. FAVÖK marjının 2027 yılında %11,4'e, 2028 yılında %11,8'e yükselmesini bekliyoruz; emsal medyanı ise 2027 yılı için %15,7 seviyesindedir. Türkiye operasyonlarındaki optimizasyon çalışmalarıyla marjların emsallere yakınsaması da önemli bir olasılıktır. Buna karşın projeksiyonlarımız ABD marjlarında 2030 yılından itibaren normalleşmeyi içermekte, Türkiye ve Avrupa operasyonlarında ise Gemlik konsolidasyonu dışında bir marj iyileşmesi varsaymamaktadır. İkincisi, sınırlı da olsa Türkiye riskidir. Türkiye iç pazarının gelir içindeki payı 2026 yılının ilk dokuz ayında yaklaşık %10 seviyesinde kalmıştır. Bununla birlikte "Endüstri ve İnşaat" ile "Otomotiv" iş kollarının üretimi ve Gemlik'teki büyük çaplı boru hattı ağırlıklı olarak Türkiye'deki tesislere dayanmaktadır. Bu riski sermaye maliyeti tarafında %20 ağırlıkla yansıtsak da hedef çarpanda da göz ardı etmiyoruz. Üçüncüsü, pay yapısıdır. Sermayenin %10'unu oluşturan A grubu paylar, genel kurulda pay başına beş oy hakkı ve yönetim kurulu üyelerinin yarısı için aday gösterme hakkı taşımaktadır. A grubu payların tamamı Borusan Grubu şirketlerinin elinde bulunmaktadır. Bu imtiyazlı pay yapısı, azınlık pay sahiplerinin yönetim kararları üzerindeki etkisini sınırlandırabilir. Bununla birlikte Borusan Grubu'nun sermayedeki %77,93'lük payı göz önüne alındığında imtiyazlar mevcut durumda kontrol yapısını değiştirmemektedir. Dördüncüsü, ve bizce en önemlisi, temettü görünümüdür. Şirket'in kar dağıtım politikası dağıtılabilir karın en az %50'sinin dağıtılmasını öngörmektedir. Buna karşın Şirket 2019 yılından bu yana kar payı dağıtmamıştır. 2023 ve 2025 hesap dönemlerinde yasal kayıtlarda, 2024 hesap döneminde ise TFRS'ye göre hazırlanan konsolide finansal tablolarda zarar oluşması nedeniyle dağıtılabilir kar bulunmamıştır. Şirket'in nakit üretiminin ağırlıklı olarak ABD operasyonlarından gelmesi ve bu nakdin Türkiye'ye aktarılmasının ilave vergi yükü doğurması nedeniyle yakın vadeli projeksiyonlarımızda temettü varsaymıyoruz. Bu durum, temettü getirisi odaklı yatırımcılar açısından hissenin cazibesini sınırlamaktadır.

Bu unsurları birlikte değerlendirerek 2027 yılı için 8,0x hedef FD/FAVÖK çarpanını esas alıyoruz. Hedef çarpanımızı belirlerken emsal grubun 7,2x seviyesindeki medyan ve 8,0x seviyesindeki ortalama çarpanını, ürün yapısı ve pazar odağı bakımından Şirket'e en yakın gördüğümüz kaynaklı boru üreticilerinin 8,0x seviyesindeki medyan çarpanını birlikte dikkate alıyoruz. Hedef çarpanımız, ABD maruziyeti, altyapı ağırlıklı gelir karması, kar büyümesinin görünürlüğü, marj & karlılık yapısı, Türkiye riski, imtiyazlı pay yapısı ve temettü görünümü ve şirketin tarihsel çarpanları arasındaki dengeyi kurmaktadır. 8,0x hedef FD/FAVÖK çarpanını 2027 FAVÖK tahminimiz olan 313 milyon dolara uyguladığımızda 2505 milyon dolar firma değerine ulaşıyoruz. Net finansal borcu düşüp Borçelik'teki finansal yatırımın değerini eklediğimizde, bu yöntem 2475 milyon dolar, yani 151,9 milyar TL hedef piyasa değerine ve 1071 TL/hisse değere işaret etmektedir.

Tablo: Yabancı Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri	Ciro Büyümesi YBBO 25-28T	FAVÖK Marjı 3Y Ortalaması	FAVÖK Marjı 2027T	FD/FAVÖK 2026T	FD/FAVÖK 2027T	FD/FAVÖK 2028T
TENARIS SA	Lüksemburg	28,440	6%	27%	25%	8.5	7.2	6.9
VALLOUREC	Fransa	4,723	6%	21%	24%	5.7	4.4	3.9
JINDAL SAW LTD	Hindistan	1,701	7%	15%	14%	9.5	6.6	5.2
WELSPUN CORP LTD	Hindistan	6,225	25%	11%	15%	19.9	13.9	10.6
TUBACEX	İspanya	381	6%	13%	14%	11.4	8.1	6.3
SAUDI STEEL PIPE	Suudi Arabistan	611	2%	23%	24%	6.7	7.0	6.9
NWPX INFRASTRUCT	ABD	843	7%	14%	16%	8.8	8.9	8.5
Ortalama		**6,132**	**8%**	**18%**	**19%**	**10.1**	**8.0**	**6.9**
Medyan		**1,701**	**6%**	**15%**	**16%**	**8.8**	**7.2**	**6.9**
BORUSAN BORU (İş Yatırım)		**1,728**	**16%**	**9%**	**11%**	**7.7**	**5.6**	**5.3**
Emsallere Göre Prim/İskonto						-13%	-22%	-23%
Ağırlıklı olarak kaynaklı boru üreticileri medyan (JSAW, WLCO, SSP, NWPX)			**7%**	**15%**	**15%**	**9.2**	**8.0**	**7.7**
Ağırlıklı olarak dikişsiz boru üreticileri medyan (TEN, VK, TUB)			**6%**	**21%**	**24%**	**8.5**	**7.2**	**6.3**

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri	Net Kar Büyümesi YBBO 25-28T	Özsermaye Karlılığı 3Y Ortalaması	Özsermaye Karlılığı 2027T	F/K 2026T	F/K 2027T	F/K 2028T
TENARIS SA	Lüksemburg	28,440	11%	12%	13%	13.8	11.9	11.3
VALLOUREC	Fransa	4,723	16%	16%	20%	13.1	8.2	7.1
JINDAL SAW LTD	Hindistan	1,701	15%	11%	10%	18.3	11.0	8.5
WELSPUN CORP LTD	Hindistan	6,225	12%	24%	23%	23.0	21.4	15.9
TUBACEX	İspanya	381	27%	-1%	5%	a.d.	25.8	10.3
SAUDI STEEL PIPE	Suudi Arabistan	611	-9%	21%	14%	14.7	15.8	15.8
NWPX INFRASTRUCT	ABD	843	17%	10%	11%	15.6	16.8	15.5
Ortalama		**6,132**	**12%**	**13%**	**14%**	**16.4**	**15.9**	**12.1**
Medyan		**1,701**	**15%**	**12%**	**13%**	**15.1**	**15.8**	**11.3**
BORUSAN BORU (İş Yatırım)		**1,728**	**85%**	**6%**	**16%**	**13.5**	**9.6**	**8.5**
Emsallere Göre Prim/İskonto						-11%	-40%	-24%
Ağırlıklı olarak kaynaklı boru üreticileri medyan (JSAW, WLCO, SSP, NWPX)			**13%**	**16%**	**13%**	**16.9**	**16.3**	**15.6**
Ağırlıklı olarak dikişsiz boru üreticileri medyan (TEN, VK, TUB)			**16%**	**12%**	**13%**	**13.4**	**11.9**	**10.3**

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Değerleme Özeti

İNA yönteminden elde ettiğimiz 1921 milyon dolar hedef piyasa değeri ile çarpan yönteminden elde ettiğimiz 2475 milyon dolar hedef piyasa değerini eşit ağırlıkla harmanladığımızda, 2198 milyon dolar hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. Bu değer, 2027 yıl sonu dolar kuru tahminimiz olan 61.4 TL ile birlikte 12 aylık 952 TL/hisse hedef fiyata karşılık gelmektedir. Hedef fiyatımız, 616,0 TL olan cari fiyata göre %55 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Tablo: Değerleme Özeti

milyon dolar	Hedef Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Hedef Özkaynak Değeri
İNA	1,921	50%	960
Yabancı Benzer Şirket	2,475	50%	1,237
Hedef Değer			2,198
Hisse Başına Hedef Fiyat (TL)			952
Cari Fiyat (TL)			616
Artış Potansiyeli			55%

Kaynak: İş Yatırım

Hassasiyet Analizi

Hassasiyet analizimizde terminal büyüme oranı ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki değişimin hedef fiyat ve getiri potansiyeli üzerindeki etkisini inceliyoruz. %2,0 terminal büyüme varsayımımız altında sermaye maliyetindeki 1 puanlık artış ve azalış, hedef fiyatımızı 904 TL ile 1014 TL aralığına taşımaktadır. Mevcut sermaye maliyeti varsayımımız altında terminal büyüme oranındaki 1 puanlık değişim ise hedef fiyatımızı 925 TL ile 987 TL aralığına taşımaktadır. Her iki değişkenin 1 puanlık aralıkta birlikte değiştiği senaryolarda hedef fiyatımız 886 TL ile 1069 TL, getiri potansiyeli ise %44 ile %74 arasında değişmektedir.

Tablo: Hassasiyet Analizi (Hedef Fiyat, milyon dolar)

		Sonsuz Büyüme Oranı (%)				
		0%	1%	2%	3%	4%
10 Yıllık AOSM Değişimi	2%	842	854	868	885	908
	1%	870	886	904	929	962
	0%	905	925	952	987	1,038
	-1%	947	976	1,014	1,069	1,153
	-2%	1,002	1,044	1,103	1,194	1,351

Kaynak: İş Yatırım

Tablo: Hassasiyet Analizi (Artış Potansiyeli (%))

		Sonsuz Büyüme Oranı (%)				
		0%	1%	2%	3%	4%
10 Yıllık AOSM Değişimi	2%	37%	39%	41%	44%	47%
	1%	41%	44%	47%	51%	56%
	0%	47%	50%	55%	60%	68%
	-1%	54%	58%	65%	74%	87%
	-2%	63%	69%	79%	94%	119%

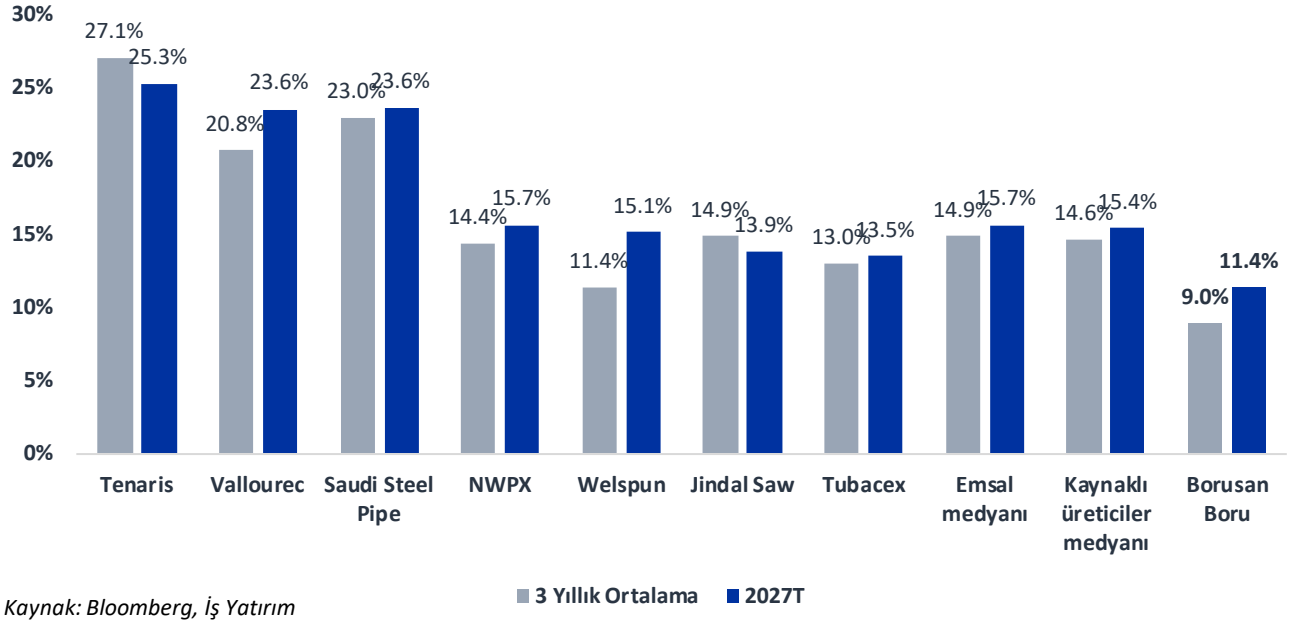
Kaynak: İş Yatırım

Tablo: Makro Tahminler

	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TÜFE, yıl sonu	44.4%	30.9%	29.0%	21.5%	22.5%	18.0%	16.0%
TÜFE, ortalama	58.5%	34.9%	30.8%	23.3%	21.6%	20.3%	17.0%
TL/$, yıl sonu	35.22	42.86	51.35	61.40	73.94	86.91	99.10
TL/$, ortalama	32.79	39.48	46.39	56.22	66.62	80.42	93.01
TL/€, yıl sonu	36.74	50.45	59.05	71.22	85.77	99.95	112.98
TL/€, ortalama	35.49	44.71	53.58	64.93	77.28	92.89	106.46

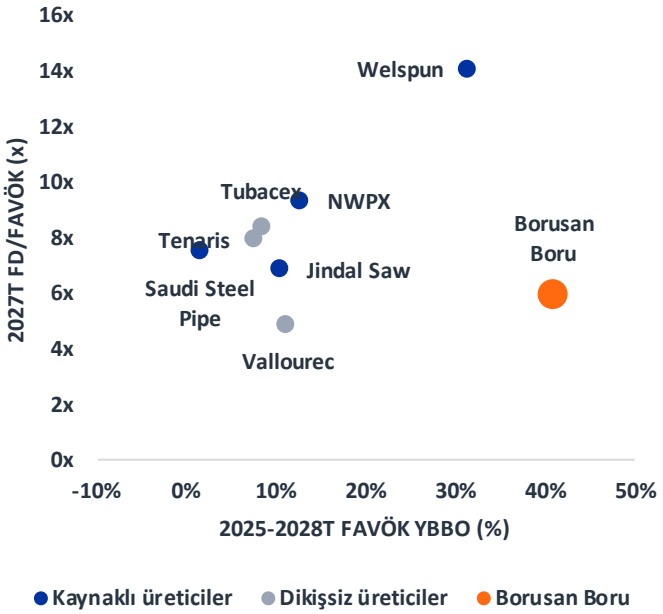
Kaynak: İş Yatırım

Tablo: FAVÖK Marjı: 3 Yıllık Ortalama ve 2027T (%)



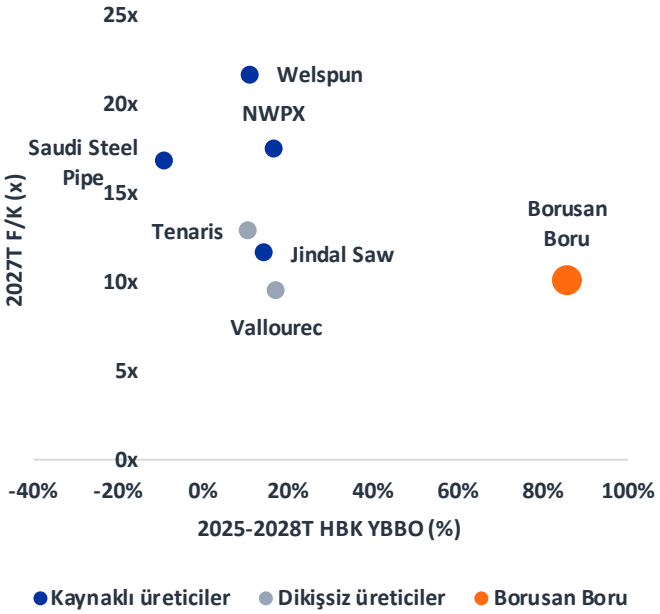
Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Tablo: 2027T FD/FAVÖK ve 2025-2028T FAVÖK Büyümesi



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Tablo: 2027T F/K ve 2025-2028T HBK Büyümesi



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

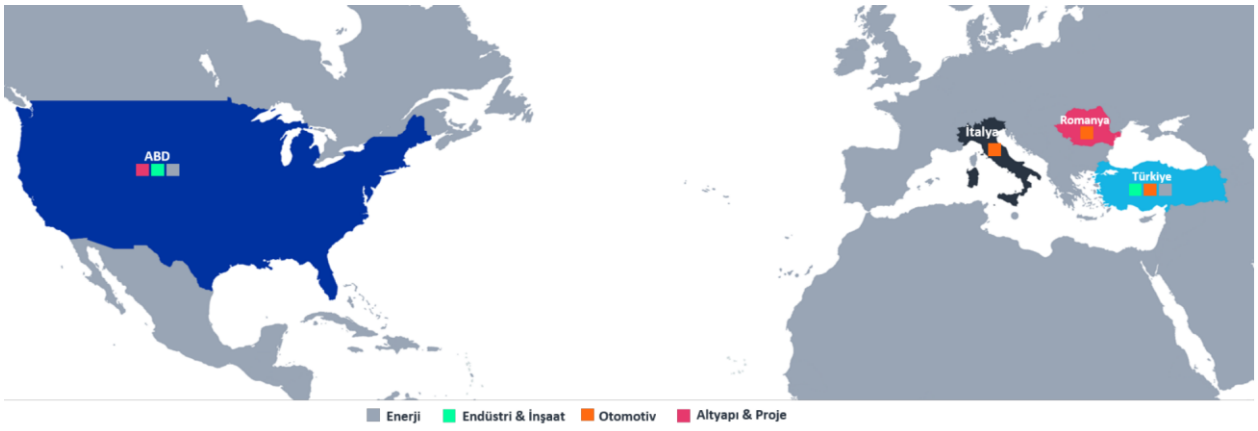
ŞİRKET ÖZETİ

Bir Bakışta Borusan Boru

1958 yılında Borusan Grubu'nun ilk sanayi girişimi olarak kurulan Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Borusan Boru), Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, İtalya ve Romanya'da konumlanmış üretim tesisleriyle üç kıtada faaliyet gösteren, çelik boru sektöründe küresel ölçekli bir üreticidir. Şirket'in yıllık çelik boru üretim kapasitesi yaklaşık 2 milyon tondur. Şirket, elektrik direnç kaynaklı (ERW), spiral kaynaklı (HSAW) ve boyuna kaynaklı (LSAW) boru teknolojilerine dayanan ürün portföyüyle Altyapı ve Proje, Enerji (Kuyu ve Sondaj), Endüstri ve İnşaat ile Otomotiv olmak üzere dört ana iş kolunda faaliyet göstermektedir. Farklı nihai pazarlara yayılan bu iş modeli, Şirket'in tek bir sektörün döngüselliğine olan bağımlılığını sınırlamaktadır.

Şirket'in iş modelinin temelinde, faaliyet gösterdiği pazarlarda yerel üretici olma stratejisi yer almaktadır. Bu strateji doğrultusunda özellikle ABD'de geliştirilen üretim altyapısı sayesinde Şirket, 2025 yılında 1796 milyon dolar olarak gerçekleşen konsolide gelirinin %85'ini küresel pazarlardan, yaklaşık %73'ünü ise ABD pazarından elde etmiştir. ABD'nin gelir içindeki payı 2026 yılının ilk dokuz ayında %82'ye yükselmiştir. Borusan Boru'nun hisseleri 1994 yılından bu yana Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Şekil: Coğrafi Konum Bazında Üretim Tesisleri ve Faaliyet Gösterilen İş Kolları

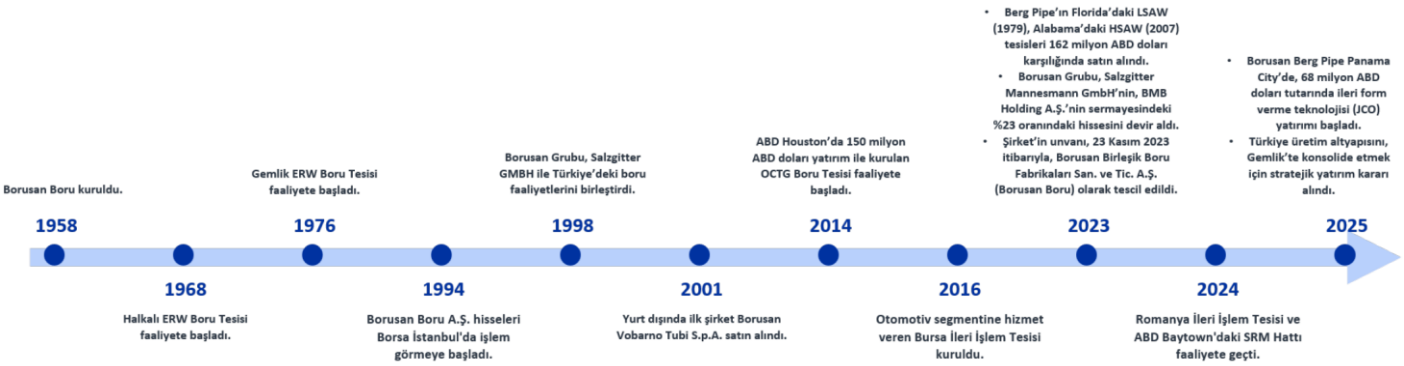


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Tarihçe

Borusan Boru'nun kökleri 1958 yılına, Borusan Grubu'nun ilk sanayi yatırımına dayanmaktadır. İzleyen dönemde Halkalı (1968) ve Gemlik (1976) tesislerinin devreye alınmasıyla Türkiye'deki üretim altyapısı genişletilmiş, 1994 yılında Şirket hisseleri Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. 2001 yılında İtalya'daki Vobarno tesisinin satın alınmasıyla ilk yurt dışı yatırım gerçekleştirilmiştir. 2014 yılında ise ABD Houston'daki Baytown tesisiyle Şirket, ilk kez Amerika kıtasında üretime başlamıştır. Şirket'in bugünkü yapısını belirleyen en önemli adım, Nisan 2023'te 162 milyon dolar karşılığında gerçekleştirilen Berg Pipe satın alımı olmuştur. Bu işlemle Florida'daki Panama City ve Alabama'daki Mobile tesisleri bünyeye katılmış, ardından Şirket'in unvanı 23 Kasım 2023 itibarıyla Borusan Boru olarak tescil edilmiştir. 2024 yılında ABD Baytown'daki gerdirmeli çap düşürme (SRM) hattı ile Romanya'daki ileri işlem tesisi faaliyete geçmiştir. 2025 yılında Panama City tesisindeki ileri form verme (JCO) yatırımı başlatılmış, Türkiye'deki üretim altyapısının Gemlik Kampüsü altında konsolide edilmesine karar verilmiştir.

Şema: Kilometre Taşları

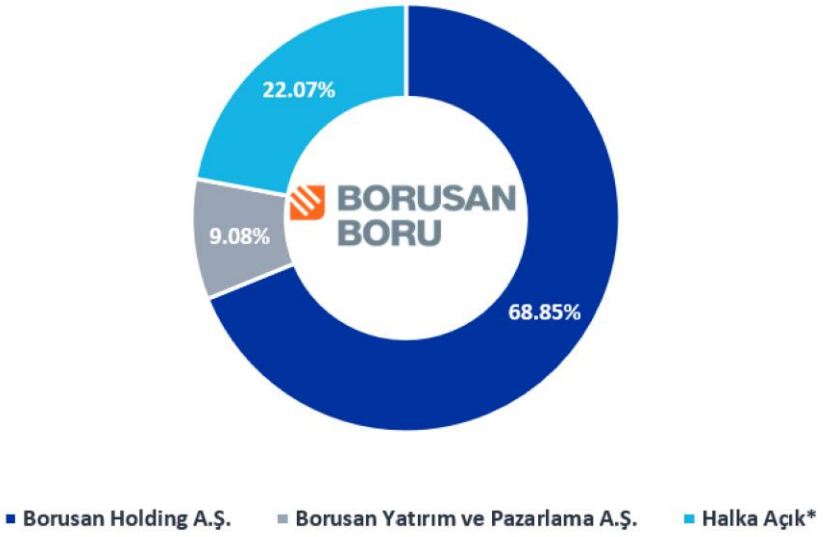


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Ortaklık Yapısı

Borusan Boru'nun 30 Eylül 2026 tarihi itibarıyla ortaklık yapısında Borusan Holding A.Ş. %68,85, Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ise %9,08 paya sahiptir. Mayıs 2026'da Borusan Holding'in Şirket sermayesinin yaklaşık %6'sına karşılık gelen 8,5 milyon adet B grubu payı kurumsal yatırımcılara satmasıyla halka açık pay oranı %22,07'ye ulaşmıştır. Hisse, 31 Ağustos 2026 kapanışı itibarıyla MSCI Türkiye Küçük Ölçekli Şirketler Endeksi'ne yeniden dahil edilmiştir. Borusan Grubu'nun sahip olduğu %3,77 oranındaki halka açık paylar dahil edildiğinde, toplam halka açıklık oranı %25,84 seviyesindedir. Hakim ortak konumundaki Borusan Holding A.Ş., Borusan Grubu'nun ana holding şirketidir. Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş. ile birlikte Grubun Şirket sermayesindeki toplam payı %77,93'tür.

Grafik: 30 Eylül 2026 İtibarıyla Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

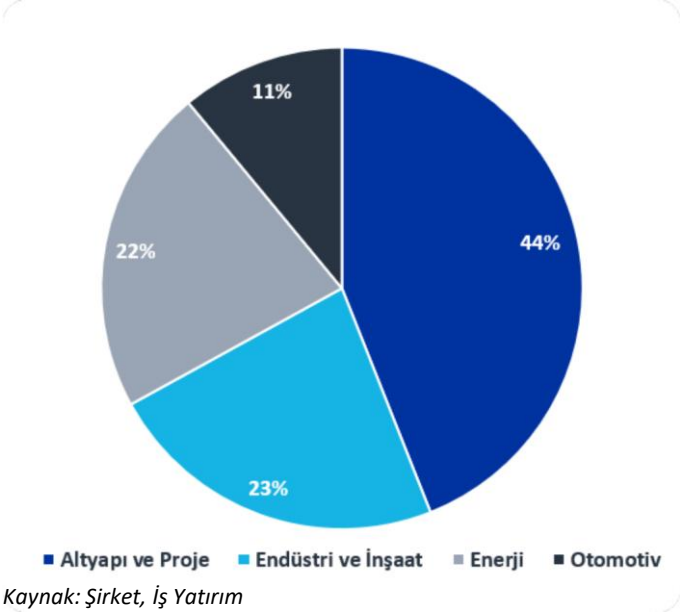
(*) Borusan Grubu'nun sahip olduğu %3,77 oranındaki halka açık paylarla birlikte toplam halka açık payların sermaye içerisindeki oranı %25,84'tür.

Şirket'in sermayesi A ve B grubu paylardan oluşmaktadır. Sermayenin %10'unu oluşturan A grubu paylar, genel kurul toplantılarında pay başına beş oy hakkı ve yönetim kurulu üyelerinin yarısı için aday gösterme hakkı taşımaktadır. A grubu payların tamamı Borusan Grubu şirketlerinin elinde bulunmaktadır. Sermayenin %90'ını oluşturan B grubu paylar ise Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

İş Kolları ve Ürün Portföyü

Borusan Boru, Altyapı ve Proje, Enerji (Kuyu ve Sondaj), Endüstri ve İnşaat ile Otomotiv olmak üzere dört ana iş kolunda faaliyet göstermektedir. 2025 yılında konsolide gelir içinde en yüksek pay %44 ile "Altyapı ve Proje" iş koluna aittir. Bu iş kolunu %23 ile "Endüstri ve İnşaat", %22 ile "Enerji" ve %11 ile "Otomotiv" iş kolları izlemiştir. Ağırlıklı olarak ABD'de üretim yapan "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarının toplam gelir içindeki payı 2025 yılında yaklaşık %66 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Grafik: İş Kolları Bazında Gelir Kırılımı - 2025



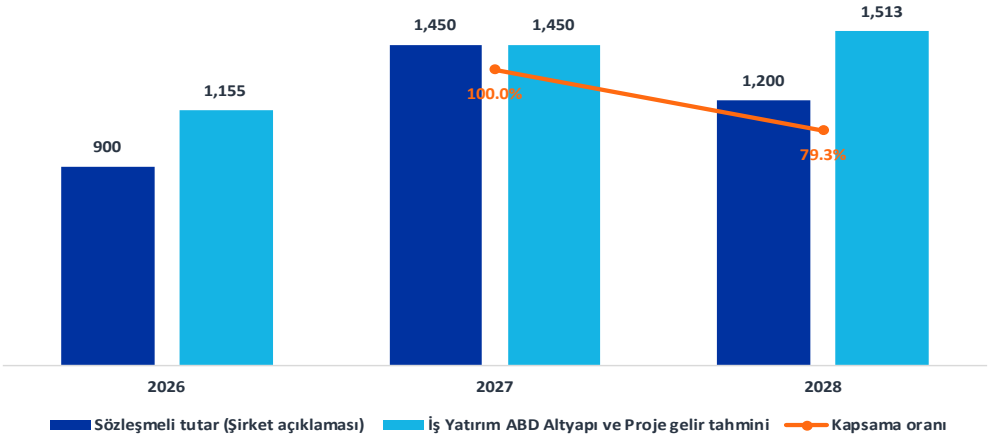
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Altyapı ve Proje

“Altyapı ve Proje” iş kolu kapsamında Borusan Boru, doğal gaz, petrol ve suyun uzun mesafelerde güvenli taşınmasında kullanılan büyük çaplı ve yüksek dayanıklılıkta çelik borular üretmektedir. Bu borular, çevresel koşullara uygun dış kaplamalar ve akışkan özelliklerine göre özelleştirilmiş iç kaplamalarla imal edilmektedir. Kullanılan çelik hammaddeler yüksek tokluk, homojen yapı ve izlenebilirlik özellikleri taşımaktadır. İş kolunun üretimi, ABD’de Nisan 2023'te satın alınan Borusan Berg Pipe çatısı altındaki Panama City ve Mobile tesislerinde gerçekleştirilmektedir. Florida’daki Panama City tesisi yıllık 330 bin ton kapasiteyle boyuna kaynaklı (LSAW) boru, Alabama’daki Mobile tesisi ise yıllık 220 bin ton kapasiteyle spiral kaynaklı (HSAW) boru üretmektedir. Şirket’in ABD’deki büyük çaplı boru tesisleri, ABD’nin LNG ihracat terminallerinin büyük bölümünün yer aldığı Meksika Körfezi kıyısında konumlanmaktadır. Türkiye’de ise Gemlik Kampüsü’ndeki yıllık 250 bin ton kapasiteli spiral boru hattı da bu iş koluna hizmet vermektedir. Satışı veya başka bir coğrafyaya taşınması değerlendirilen bu hattın ekipmanlarının mevcut operasyonel ihtiyaçlar ölçüsünde kullanılmaya devam edilmesine Haziran 2026'da karar verilmiş olup, ekipmanın ABD’deki Mobile tesisine taşınması seçeneği değerlendirilmeye devam etmektedir. Bölgesel ve küresel ölçekte büyük çaplı boru talebinin canlanmasıyla hat yeniden faaliyete geçmiş olup, 2026 yılının ikinci yarısından itibaren ciroya katkı sağlaması beklenmektedir.

İş kolunda satışlar proje bazlı sözleşmelere dayanmaktadır. Sipariş alındığı aşamada hammadde sözleşmeleri de yapılarak maliyetler sabitlenmektedir. Şirket'in ABD'de 2026-2028 dönemi için aldığı iş anlaşmalarının toplam tutarı yaklaşık 3,6 milyar dolardır. Bu tutarın yaklaşık 1,81 milyar doları 2025 yılında, 1,76 milyar doları ise 2026 yılında imzalanmıştır. Ağustos 2025'te imzalanan yaklaşık 567 milyon dolarlık ilk sözleşme, Eiger Supply LLC ile Eiger Express boru hattı projesi için yapılmış olup, diğer sözleşmelerde müşteri adı açıklanmamıştır. 2026 yılında imzalanan sözleşmeler arasında, Ağustos 2026'da alınan ve toplam tutarı yaklaşık 915 milyon dolar olan iki sipariş yer almaktadır. Bunlardan 360 milyon dolarlık siparişin sevkiyatlarının büyük kısmı 2027, kalanı 2028 yılında, 555 milyon dolarlık siparişin sevkiyatlarının ise tamamı 2028 yılında gerçekleştirilecektir. Şirket'in açıkladığı dağılıma göre portföyün yaklaşık 900 milyon doları 2026, 1450 milyon doları 2027, 1200 milyon doları ise 2028 yılına aittir. 2026 yılının ilk dokuz ayında bu portföyden 600 milyon dolarlık teslimat gerçekleştirilmiş olup, bakiye sipariş yaklaşık 3,0 milyar dolardır. Söz konusu sözleşmeler, iş kolunun orta vadeli gelir görünürlüğünü desteklemektedir.

Grafik: ABD Altyapı ve Proje - Sözleşmeli Tutar ve Gelir Tahminimiz (milyon dolar)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım
**2026 yılının ilk dokuz ayında 600 milyon dolarlık teslimat gerçekleşmiş olup bakiye sipariş yaklaşık 3,0 milyar dolardır.*
**Gelir tahmini Gemlik'ten gelen katkıyı içermez; Altyapı segmentinde yalnızca ABD dahil edilmiştir.*

Enerji (Kuyu ve Sondaj)

"Enerji" iş kolunda Borusan Boru, petrol ve doğal gaz kaynaklarının yer altından çıkarılmasında kullanılan, yüksek basınca dayanıklı petrol ve doğal gaz kuyu boruları (OCTG), yani kuyu muhafaza ve üretim boruları üretmektedir. Bu borular Amerikan Petrol Enstitüsü (API) standartlarına uygun olarak imal edilmekte olup, petrol ve doğal gaz sektörünün yanı sıra karbon yakalama ve jeotermal projeler gibi alanlarda da kullanılmaktadır. İş kolunun üretimi ağırlıklı olarak ABD'de Borusan Pipe US çatısı altındaki yıllık 300 bin ton kapasiteli Baytown tesisinde gerçekleştirilmektedir. Tesiste 2,375 ile 13,375 inç arasında çaplarda ve 0,625 inç et kalınlığına kadar boru üretilebilmektedir. Türkiye'deki Gemlik tesisi de bu iş koluna destek vermektedir. İş kolunun satışlarının neredeyse tamamı ABD'de gerçekleşmektedir. Bu iş kolunda satışlar spot ve proje bazında gerçekleştirilmektedir.

Endüstri ve İnşaat

"Endüstri ve İnşaat" iş kolunda Borusan Boru, konstrüksiyon ve kazık borularından beton pompa ve sanayi borularına, su tesisatı ve yangın güvenlik sistemi borularından SRM tesisat borularına ve doğal gaz borularına uzanan geniş bir ürün portföyüne sahiptir. Bu ürünlerle inşaat sektörü, makine ve tarım aletleri, liman ve rıhtım inşaatları gibi çok sayıda nihai kullanım alanına hizmet verilmektedir. İş kolunun üretimi Türkiye'de Gemlik ve Halkalı tesislerinde, ABD'de ise Baytown tesisinde 2024 yılında devreye alınan yıllık 100 bin ton kapasiteli SRM hattında gerçekleştirilmektedir. SRM hattıyla Şirket, ABD'de yerel üreticilerin tercih edildiği endüstri ve inşaat ürünlerinde de yerel üretici konumuna geçmiştir. İş kolunda satışlar ağırlıklı olarak spot bazda gerçekleştirilmektedir.

Otomotiv

"Otomotiv" iş kolunda Borusan Boru, araç şasi ve gövde elemanları, egzoz sistemleri, süspansiyon sistemleri ve direksiyon kolonu gibi kritik parçalarda kullanılan çelik boru ve özel şekilli profiller üretmektedir. Ürün portföyü hidrolik silindir borusu, soğuk çekilmiş borular, ileri işlem görmüş borular ile özel ve hassas boru ve profillerden oluşmaktadır. Bu iş koluna yönelik üretim Türkiye'de Gemlik ve Halkalı tesislerinde, Avrupa'da ise İtalya'daki Vobarno tesisinde yürütülmektedir. Bursa ve Romanya'daki ileri işlem merkezlerinde ise üretilen borular müşteriye özel nihai formuna getirilmektedir. Borusan Boru'nun otomotiv iş kolunda otomotiv ana sanayi üreticileri ve birinci kademe tedarikçilerle yapılan sözleşmeler genellikle uzun vadeli ve proje bazlıdır. Bu projelerde fiyatlama, proje ömrü boyunca geçerli olan eskalasyon formülleriyle belirlenmekte ve finansal öngörülebilirliği artırmaktadır. Şirket, otomotiv sektörünün talep ettiği tam zamanında sevkiyat yaklaşımına uygun bir üretim sistemi uygulamaktadır.

Üretim Tesisleri

Borusan Boru'nun üretim altyapısı Türkiye, Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri'nde konumlanmış tesislerden oluşmaktadır.

Tablo: Üretim Tesisleri, Kapasite ve İş Kolu Dağılımı

TESİS	SEKTÖR	KAPASİTE (ton)
ABD - Baytown	Enerji	300,000
ABD - Baytown	Endüstri & İnşaat	100,000
ABD - Panama City	Altyapı & Proje	330,000
ABD - Mobile	Altyapı & Proje	220,000
TOPLAM (ABD)		950,000

TESİS	SEKTÖR	KAPASİTE (ton)
TR - Halkalı*	Endüstri & inşaat, Otomotiv	100,000 - kaynak, 40,000 - çekme
	Endüstri & inşaat, Enerji	550,000
TR - Gemlik	Altyapı & Proje	250,000
	Otomotiv	60,000 - kaynak, 50,000 - çekme
TR - Bursa*	Otomotiv	21 milyon adet
TOPLAM (Türkiye)		1,050,000

TESİS	SEKTÖR	KAPASİTE (ton)
IT - Vobarno	Otomotiv	30,000 - çekme
RO - Romanya	Otomotiv	21 milyon adet

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Amerika Birleşik Devletleri

Amerika Birleşik Devletleri'nde Şirket, Florida, Alabama ve Teksas eyaletlerindeki tesisleriyle yerel üretici konumundadır.

Panama City (Florida): Nisan 2023'te satın alınan Berg Pipe çatısı altındaki tesis 1979 yılında kurulmuştur. Tesis, "Altyapı ve Proje" iş koluna yönelik boyuna kaynaklı (LSAW) boru üretiminde yıllık 330 bin ton kapasiteye sahiptir. Tesiste devam eden ileri form verme (JCO) yatırımının 2027 yılında devreye alınması beklenmektedir.

Mobile (Alabama): Aynı çatı altındaki tesis 2007 yılında kurulmuştur. Tesis, "Altyapı ve Proje" iş koluna yönelik spiral kaynaklı (HSAW) boru üretiminde yıllık 220 bin ton kapasiteyle faaliyet göstermektedir.

Baytown (Teksas): Houston'daki tesis 2014 yılında 150 milyon dolar yatırımla kurulmuştur. Tesis, Borusan Pipe US çatısı altında "Enerji" iş koluna yönelik OCTG boru üretiminde yıllık 300 bin ton kapasiteye sahiptir. 2024 yılında yaklaşık 50 milyon dolar yatırımla bu tesise eklenen SRM hattı ise "Endüstri ve İnşaat" iş koluna hizmet vermekte ve yıllık 100 bin ton ilave kapasite sağlamaktadır.

Türkiye

Türkiye'de Şirket, Gemlik, Halkalı ve Bursa'daki tesisleriyle faaliyet göstermektedir.

Gemlik Kampüsü: 1976 yılında faaliyete geçen ERW Boru Tesisi, "Endüstri ve İnşaat" ile "Enerji" iş kollarına hizmet vermekte ve yıllık 550 bin ton kapasiteye sahiptir. 2019 yılında devreye alınan ve otomotiv sektörüne yönelik Soğuk Çekme Boru Tesisi ise yıllık 60 bin ton kaynak ve 50 bin ton çekme olmak üzere toplam 110 bin ton kapasiteye sahiptir. Kampüs içerisinde yer alan Borusan Limanı, ürünlerin uluslararası pazarlara sevkiyatında önemli bir lojistik avantaj sağlamaktadır.

Kampüste 2023 yılına kadar "Altyapı ve Proje" iş kolu kapsamında büyük çaplı spiral boru üretimi de gerçekleştirilmekteydi. Bu üretimde kullanılan arazi ve binaların satışı 2023-2024 döneminde tamamlanmıştır. Haziran 2026'da ilgili makine ve ekipmanın mevcut operasyonel ihtiyaçlar ölçüsünde kullanılmaya devam edilmesine karar verilmiştir. Bölgesel ve küresel ölçekte büyük çaplı boru talebinin canlanmasıyla hat yeniden faaliyete geçmiştir. Söz konusu ekipmanın ABD'deki Mobile tesisinin kapasite ve operasyonel verimliliğinin artırılmasına yönelik potansiyel kullanımı ise değerlendirilmeye devam etmektedir. Bu hat, "Altyapı ve Proje" iş kolu kapsamında yıllık 250 bin ton kapasiteyle raporlanmaktadır.

Halkalı Tesisi: 1968 yılında faaliyete başlayan tesis, "Endüstri ve İnşaat" ile "Otomotiv" iş kollarına yönelik kaynaklı ve soğuk çekme boru üretiminde yıllık 100 bin ton kaynak ve 40 bin ton çekme olmak üzere toplam 140 bin ton kapasiteyle faaliyet göstermektedir.

Bursa İleri İşlem Tesisi: 2016 yılında kurulan tesis, otomotiv iş koluna yönelik yıllık 21 milyon adet ileri işlem kapasitesine sahiptir. Haziran 2025'te alınan konsolidasyon kararı doğrultusunda Halkalı ve Bursa tesislerindeki faaliyetlerin kademeli bir geçiş sürecinde Gemlik Kampüsü altında birleştirilmesi planlanmakta olup, taşınmanın 2027 yılının ikinci yarısında tamamlanması beklenmektedir.

Avrupa

Avrupa'da Şirket, İtalya ve Romanya'daki tesisleriyle otomotiv iş kolundaki faaliyetlerini sürdürmektedir.

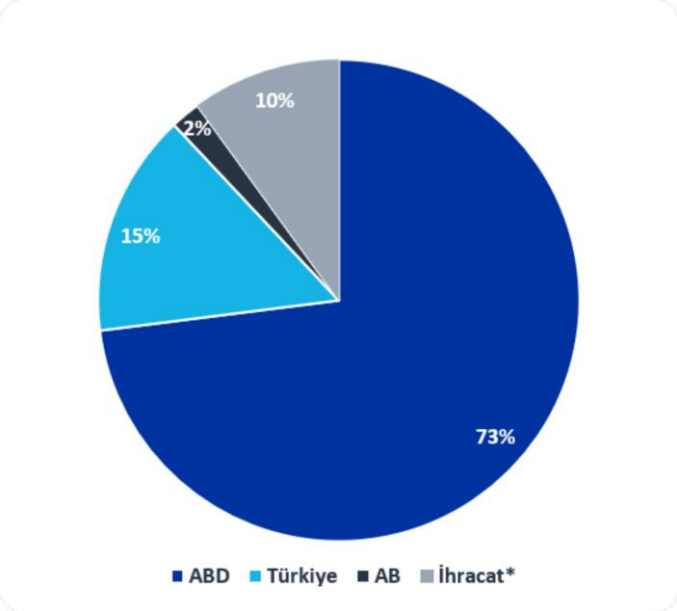
İtalya (Vobarno): 2001 yılında satın alınan tesis, yüksek katma değerli soğuk çekilmiş özel çelik boru üretiminde yıllık 30 bin ton kapasiteye sahiptir. Tesis, Avrupa otomotiv sektöründe tanınan bir tedarikçi konumundadır.

Romanya İleri İşlem Merkezi: Ploieşti'de 15 milyon avro yatırımla kurulan ve 2024 yılında faaliyete geçen tesis, yıllık 21 milyon adet ileri işlem kapasitesiyle otomotiv iş koluna hizmet vermektedir.

İhracat ve Coğrafi Gelir Dağılımı

Borusan Boru'nun gelir yapısında uluslararası pazarların ağırlığı belirgin şekilde yüksektir. Şirket'in faaliyet gösterdiği pazarlarda yerel üretici olma stratejisi doğrultusunda ABD'deki üretim altyapısı güçlendirilirken, Türkiye'den yapılan ihracatın ana pazarı Avrupa olarak şekillenmiştir. 2025 yılında konsolide gelirin %85'i küresel pazarlardan elde edilmiştir. Konsolide gelirin yaklaşık %73'ü ABD pazarından, %2'si AB'den, %10'u ise Türkiye'den yapılan ihracattan sağlanmıştır. 2026 yılının ilk dokuz ayında toplam satış gelirinin %90'ı yurt dışı pazarlardan elde edilmiş, ABD'nin payı %82'ye yükselmiştir. Türkiye iç pazarının gelir içindeki payının sınırlı kalması, Şirket'in Türkiye'deki talep ve kur dalgalanmalarına olan maruziyetini sınırlamaktadır.

Grafik: Gelirlerin Coğrafi Kırılımı, 2025



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

(*)Türkiye'den, ABD ve AB operasyonlarına yapılan ihracatlar, ilgili operasyonlar altında konsolide edilmiştir.

Bağlı Ortaklıklar

Borusan Berg Pipe Mobile, Nisan 2023'te Berg Europipe Holding Corp.'tan devralınan ve Borusan Boru'nun %100 oranında sahip olduğu bağlı ortaklıktır. 2007 yılında kurulan Alabama merkezli tesiste "Altyapı ve Proje" iş koluna yönelik spiral kaynaklı boru üretimi gerçekleştirilmektedir.

Borusan Berg Pipe Panama, Borusan Boru'nun %100 oranında sahip olduğu ve Nisan 2023'teki Berg Pipe satın alımıyla bünyeye katılan bir diğer bağlı ortaklıktır. 1979 yılında kurulan Florida merkezli tesiste "Altyapı ve Proje" iş koluna yönelik boyuna kaynaklı boru üretimi yapılmaktadır.

Borusan Pipe US, Borusan Boru'nun %100 oranında sahip olduğu bağlı ortaklık olup, 2014 yılında 150 milyon dolar yatırımla kurulan Baytown tesisini bünyesinde barındırmaktadır. Bu tesiste "Enerji" iş koluna yönelik OCTG boru üretiminin yanı sıra, 2024 yılında devreye alınan SRM hattıyla "Endüstri ve İnşaat" iş koluna yönelik üretim de gerçekleştirilmektedir.

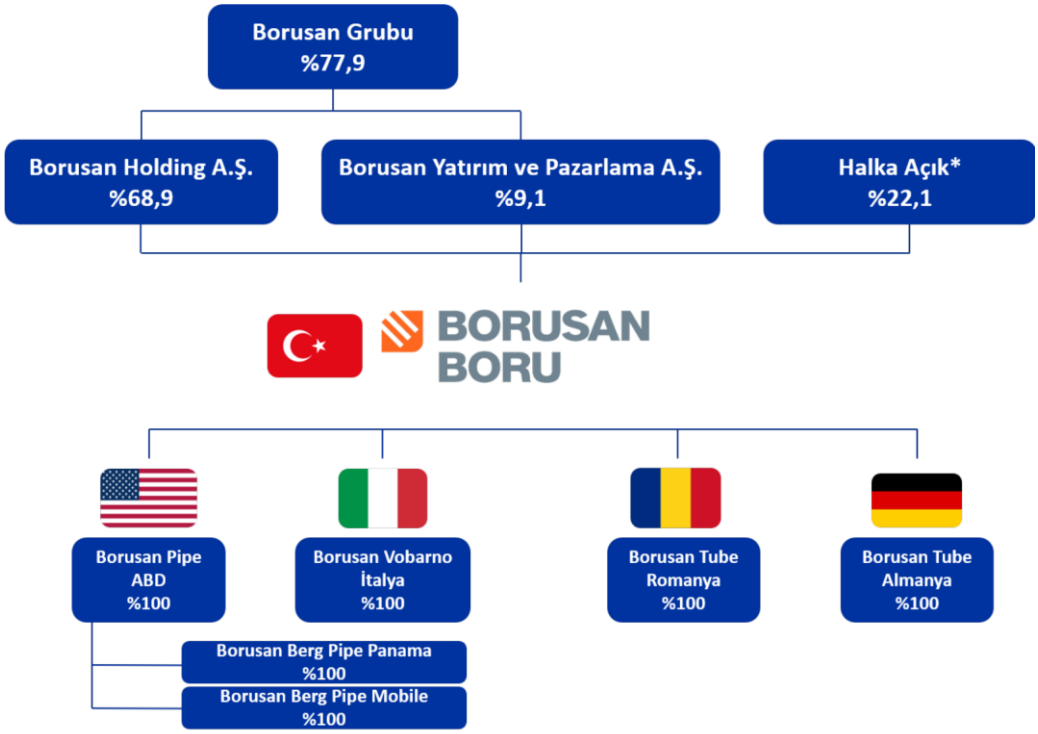
Borusan Vobarno (İtalya), 2001 yılında satın alınarak Borusan Boru'nun Avrupa pazarındaki ilk stratejik yatırımını oluşturan ve %100 oranında sahip olunan bağlı ortaklıktır. Otomotiv iş koluna yönelik yüksek katma değerli soğuk çekilmiş özel çelik boru üretiminde faaliyet göstermektedir.

Borusan Tube (Romanya), Borusan Boru'nun %100 oranında sahip olduğu ve 2024 yılında faaliyete geçen Romanya İleri İşlem Merkezi'ni bünyesinde barındıran bağlı ortaklıktır. Otomotiv iş koluna yönelik ileri işlem hizmetleri sunmaktadır.

Borusan Tube (Almanya), Şirket'in 2021 yılında açılan Almanya ticari ofisine dayanan ve %100 oranında sahip olunan bağlı ortaklıktır.

Bağlı ortaklıklarının yanı sıra Şirket, 31 Aralık 2025 itibarıyla **Borçelik Çelik Sanayii Ticaret A.Ş.**'nin %11,78'ine sahiptir. Söz konusu pay, gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklar altında finansal yatırım olarak raporlanmaktadır. Şirket, Borçelik'ten hammadde alımı da gerçekleştirmektedir.

Şema: Ortaklık ve Bağlı Ortaklık Yapısı (30 Eylül 2026 İtibarıyla)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

(*) Borusan Grubu'nun sahip olduğu %3,77 oranındaki halka açık paylarla birlikte toplam halka açık payların sermaye içerisindeki oranı % 25,84'tür.

Yatırımlar ve Son Gelişmeler

ABD'de İleri Form Verme Yatırımı

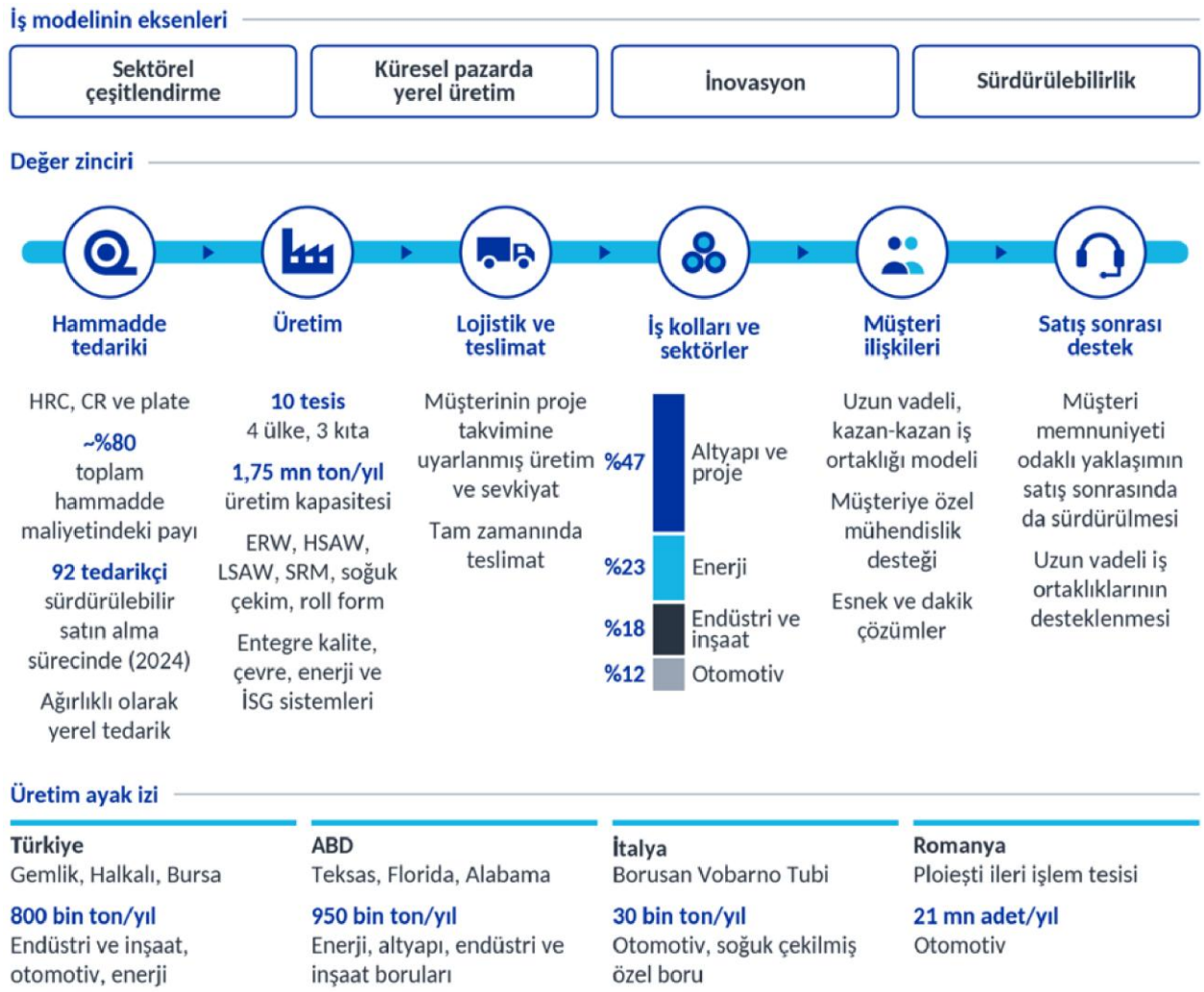
Şirket, Aralık 2024'te Panama City tesisinde boyuna kaynaklı boru üretiminde kullanılan ileri form verme (JCO) teknolojisine toplam 68 milyon dolar yatırım yapma kararı almıştır. 2025 yılında başlatılan yatırımın yaklaşık üçte biri aynı yıl gerçekleştirilmiş olup, kalan üçte ikisinin 2026 yılında tamamlanması beklenmektedir. Yatırımın 2027 yılında devreye alınması beklenmektedir. Yatırım, premium ve kalın duvarlı borularla Şirket'in ürün portföyünü uzun mesafeli enerji taşımacılığı, açık deniz boru hattı projeleri ve yenilenebilir enerji platformları alanlarında genişletmeyi hedeflemektedir. Bu ürünlerin hitap ettiği ve ABD'de bugün ağırlıklı olarak ithalatla karşılanan pazar yıllık yaklaşık 150 bin ton büyüklüğündedir. Söz konusu yüksek katma değerli ürünlerin mevcut ürün portföyüne kıyasla daha yüksek karlılığa sahip olması beklenmektedir.

Türkiye'de Üretim Konsolidasyonu

Haziran 2025'te alınan karar doğrultusunda Halkalı ve Bursa tesislerindeki faaliyetler, kademeli bir süreçte Gemlik Kampüsü altında konsolide edilmektedir. 29 milyon dolarlık yatırım harcamasının tamamının 2026 yılında gerçekleştirilmesi, taşınmanın ise 2027 yılının ikinci yarısında tamamlanması beklenmektedir. Konsolidasyonla Gemlik Kampüsü'nün, farklı iş kollarına entegre hizmet veren ve yüksek operasyonel verimliliğe sahip tek bir üretim üssü haline gelmesi amaçlanmaktadır. Şirket yönetimi, konsolidasyonun tamamlanmasıyla yaklaşık 30 milyon dolarlık işletme sermayesi iyileşmesi ve 2024 yılı konsolide rakamlarına kıyasla FAVÖK marjına 50 ile 100 baz puan aralığında katkı sağlanmasını beklemektedir.

Bu sürecin devamında Şirket, Ekim 2026'da iki ayrı karar açıklamıştır. 23 Ekim 2026'da Yönetim Kurulu, Gemlik merkezli üretim yapılanmasını desteklemek amacıyla endüstri, inşaat ve otomotiv sektörlerine yönelik Türkiye faaliyetlerinin, sermayesinin tamamı Şirket'e ait olacak bir bağlı ortaklık bünyesinde yürütülmesi seçeneğine ilişkin fizibilite çalışması başlatılmasına karar vermiştir. Söz konusu faaliyetlerin Şirket'in kontrolünde ve tam konsolidasyon kapsamında kalması esas alınmaktadır. 28 Ekim 2026'da ise Yönetim Kurulu, faaliyetlerde kullanılmayan veya ilerleyen dönemde kullanımına ihtiyaç duyulmayacağı öngörülen taşınmazların olası satışına yönelik hazırlık ve değerlendirme çalışmalarının yürütülmesine karar vermiştir. Her iki konuda da henüz nihai bir karar bulunmamaktadır.

Grafik: Borusan Boru İş Modeli ve Değer Zinciri

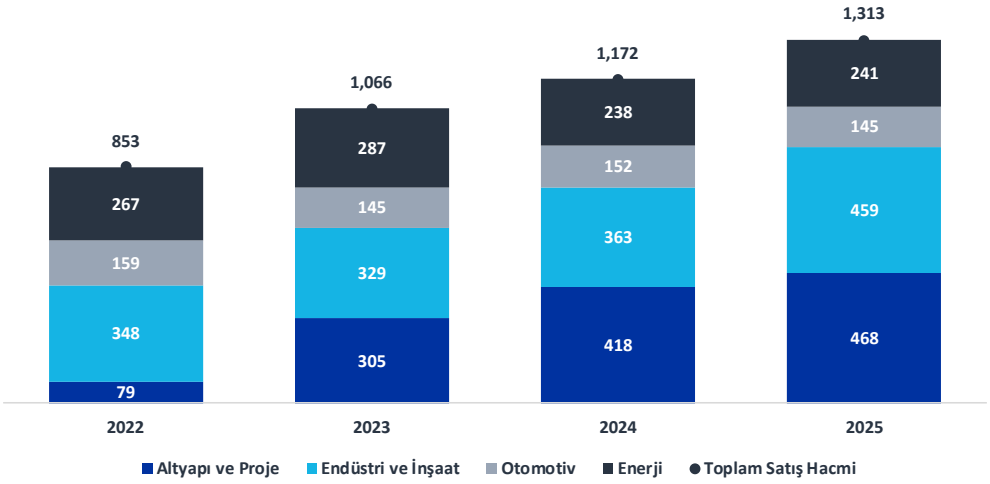


Kaynak: Borusan Boru 2025 TSRS Raporu

FİNANSAL ANALİZ

Borusan Boru, Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, İtalya ve Romanya'ya yayılmış 10 üretim tesisiyle yıllık yaklaşık 2 milyon ton çelik boru üretim kapasitesine sahiptir. Bu kapasitenin ağırlıklı bölümü ABD ve Türkiye tesislerinde konumlanmaktadır. Büyük çaplı hat borusu üretimi ABD'deki Panama City ve Mobile tesisleri ile Gemlik'teki spiral boru hattında, enerji boruları ise Baytown tesisinde yürütülmektedir. Endüstri, inşaat ve otomotiv boruları ağırlıklı olarak Türkiye'deki Gemlik ve Halkalı tesislerinde üretilmektedir. İtalya'daki Vobarno tesisi Avrupa otomotiv segmentine hizmet vermektedir.

Grafik: Satış Hacminin Kırılımı (bin ton)



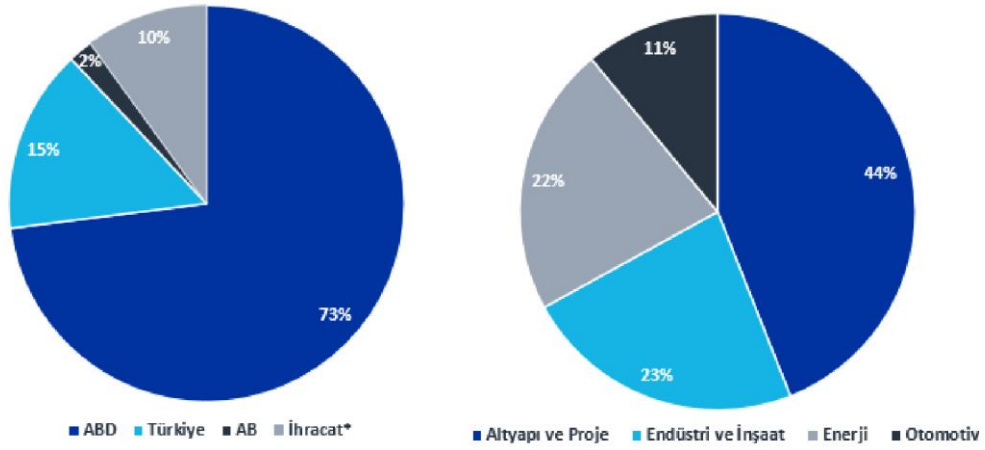
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Satışlar

2025 yılında Borusan Boru'nun konsolide gelirleri yıllık %6,3 artışla 1690 milyon dolardan 1796 milyon dolara yükselmiştir. Satış hacmi %12,1 artarken, ton başına ortalama gelir %5,1 gerileyerek 1446 dolardan 1372 dolara inmiştir. Ton başına gelirdeki bu gerileme, temel olarak satış hacmi karmasının görece düşük fiyatlı "Endüstri ve İnşaat" iş koluna kaymasını yansıtmıştır. Bu dönemde Şirket'in küresel pazarlardan elde ettiği gelirin toplam gelir içindeki payı 4 puan artışla %85 seviyesine ulaşmıştır. Gelirin yaklaşık %73'ü ABD pazarından sağlanmıştır. Türkiye'den gerçekleştirilen ihracat geliri ise 2025 yılında 219 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

İş kolları bazında bakıldığında, 2025 yılında konsolide gelir içinde en yüksek pay %44 ile "Altyapı ve Proje" iş koluna aittir. Bu iş kolunu %23 ile "Endüstri ve İnşaat", %22 ile "Enerji" ve %11 ile "Otomotiv" iş kolları izlemektedir. "Altyapı ve Proje" iş kolunun geliri, satış hacmi artmasına karşın proje karmasındaki değişim nedeniyle ton başına gelirin gerilemesiyle bir önceki yıla kıyasla yatay seyretmiştir. "Endüstri ve İnşaat" iş kolunda hem hacim hem gelir belirgin biçimde artmıştır. "Enerji" iş kolunun geliri görece yatay kalırken, "Otomotiv" iş kolunun geliri hafif gerilemiştir.

Grafik: Gelirlerin Coğrafi ve İş Kolu Bazında Kırılımı - 2025

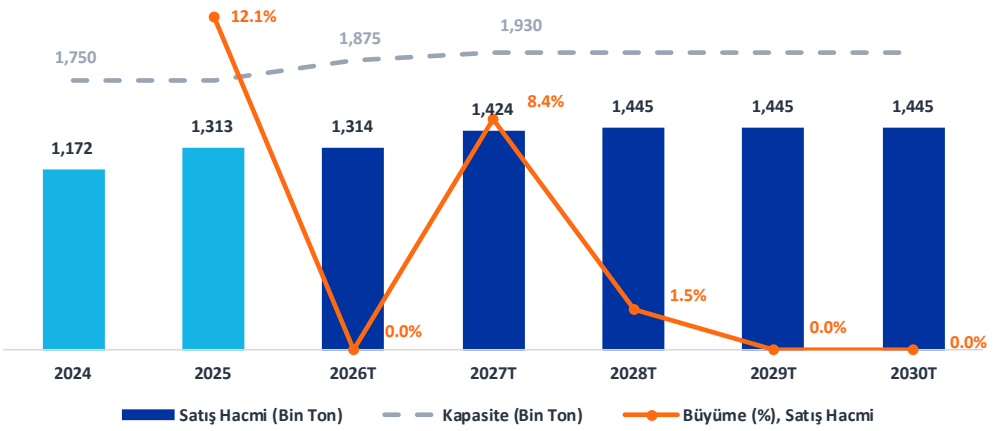


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2026 yılında büyüme ağırlıklı olarak fiyat ve segment karmasından kaynaklanmaktadır. Konsolide gelirlerin 2026 yılında yıllık %25,4 artışla 2253 milyon dolara ulaşmasını bekliyoruz. Toplam satış hacminin bu yıl 1314 bin ton ile yatay seyretmesini, ton başına ortalama gelirin ise %25,0 artışla 1715 dolara çıkmasını öngörüyoruz. Bu artışın temelinde, ağırlıklı olarak ABD'de üretilen "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarının gelir içindeki payının yükselmesi ve ABD'deki güçlü talep ile fiyatlama ortamı yatmaktadır. ABD'de yürürlükteki Section 232 koruma rejimi, Haziran 2025'te emtia çelik ürünlerine uygulanan gümrük vergisinin %25'ten %50'ye çıkarılmasıyla derinleşmiştir. Nisan 2026'da yürürlüğe giren düzenlemeyle ise vergiler tam gümrük değeri üzerinden uygulanmaya başlanmış, emtia sınıfı çelik boru ve tüp ürünleri %50'lik dilimde yer almıştır. Güçlü talep ve ticaret koruma önlemlerinin desteğiyle bu iş kollarında fiyatlama ortamı güçlü seyretmektedir. Güncel veriler de bu görünümü desteklemektedir. 2026 yılının ilk dokuz ayında konsolide gelirler yıllık %22,6 artışla 1615 milyon dolara yükselirken, satış hacmi %1,1 gerilemiş ve ton başına gelir %23,9 artışla 1686 dolara çıkmıştır.

2027 yılında ise büyümenin kaynakları çeşitlenmektedir. Konsolide gelirlerin 2027 yılında %22,1 artışla 2750 milyon dolara yükselmesini öngörüyoruz. Bu yıl toplam satış hacminin %8,4 artışla 1424 bin tona, ton başına ortalama gelirin ise %12,6 artışla 1931 dolara çıkmasını bekliyoruz. Hacim artışının iki kaynağı bulunmaktadır. İlki, "Altyapı ve Proje" iş kolunda Gemlik'teki büyük çaplı spiral boru hattıdır. Daha önce satışı veya başka bir coğrafyaya taşınması değerlendirilen bu hattın ekipmanlarının kullanılmaya devam edilmesine karar verilmiş, bölgesel ve küresel ölçekte büyük çaplı boru talebinin canlanmasıyla hat yeniden faaliyete geçmiştir. 2026 yılında kısmi katkı sağlamasını beklediğimiz hattın 2027 yılında tam yıl katkı sağlamasını öngörüyoruz. İkincisi, "Enerji" iş kolunda Baytown tesisinin kapasite kullanımının yükselmesidir. Aynı iki iş kolunda ton başına gelirin de artmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu iki iş kolunun toplam satış hacmi içindeki payının 2026 yılındaki %67 seviyesinden 2027 yılında %69'a, gelir içindeki payının ise %77'den %82'ye yükselmesini bekliyoruz.

Grafik: Kapasite ve Satış Hacmi (bin ton)



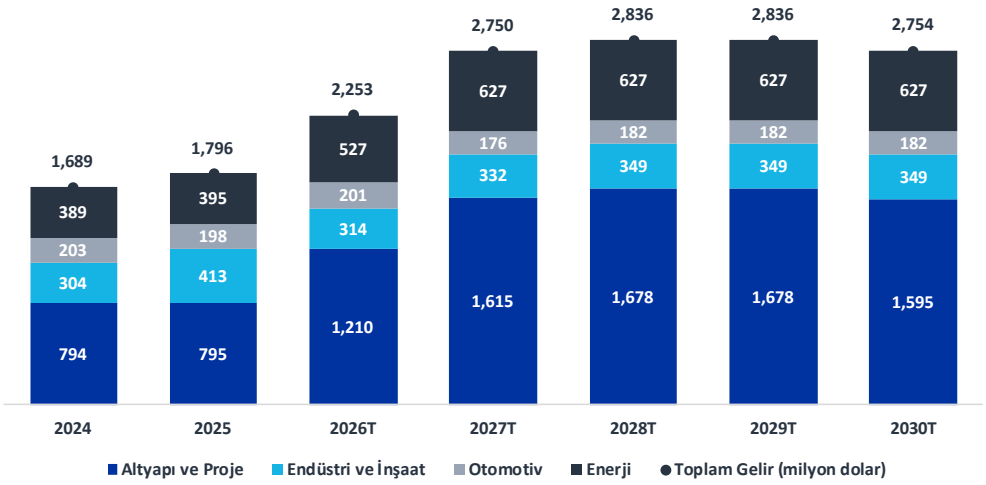
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

"Altyapı ve Proje" iş kolu, gelir görünümünün başlıca sürükleyicisidir. İş kolu gelirinin 2025 yılındaki 795 milyon dolardan 2026 yılında 1210 milyon dolara, 2027 yılında 1615 milyon dolara ve 2028 yılında 1678 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Bu tutarın ABD tesislerine ilişkin kısmının 2026 yılında 1155 milyon dolar, 2027 yılında 1450 milyon dolar, 2028 ve 2029 yıllarında ise 1513 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Panama City ve Mobile tesislerinin toplam 550 bin tonluk kapasitesinin 2026-2031 döneminde tam kapasiteyle çalışacağını varsayıyoruz. ABD tesislerinde ton başına gelirin 2026 yılında 2100 dolara, 2027 yılında 2636 dolara yükselmesini, 2028 yılında 2750 dolar ile zirve yapmasını ve 2029 yılında bu seviyede kalmasını bekliyoruz. Bu iş kolunun talebi tek bir kaynağa bağlı değildir: LNG ihracatındaki genişlemeyle birlikte başta Permian Havzası olmak üzere üretim bölgelerinden Körfez kıyısına doğal gaz taşıma ihtiyacı, veri merkezlerinin de katkısıyla artan gaz yakıtlı elektrik üretimi ve yaşlanan hatların yenilenmesi, iş kolunun büyümesini birlikte desteklemektedir. 2026 yılının ilk dokuz ayında iş kolunun geliri yıllık %62,3 artışla 880 milyon dolara, satış hacmi ise %36,6 artışla yükselmiştir.

Sözleşme portföyü, 2026 ve 2027 yılları için tamamen, 2028 yılı için ise büyük ölçüde dolu bir kapasiteye işaret etmektedir. Şirket'in ABD'de "Altyapı ve Proje" iş kolunda 2026-2028 dönemi için aldığı sözleşmelerin toplam tutarı yaklaşık 3,6 milyar dolardır. Şirket'in açıkladığı dağılıma göre bu tutarın yaklaşık 900 milyon doları 2026, 1450 milyon doları 2027, 1200 milyon doları ise 2028 yılına aittir. 2026 yılının ilk dokuz ayında bu portföyden 600 milyon dolarlık teslimat gerçekleştirilmiş olup, bakiye sipariş yaklaşık 3,0 milyar dolardır. Dolayısıyla 2027 yılı için öngördüğümüz 1450 milyon dolarlık ABD geliri tamamen, 2028 yılı için öngördüğümüz 1513 milyon dolarlık ABD gelirinin ise yaklaşık %79'u sözleşmeye bağlanmıştır. Sipariş akışındaki ivme, sipariş/fatura oranına da yansımaktadır. İş kolunun yeni sözleşme tutarının gelirine oranı 2025 yılında yaklaşık 2,3x, 2026 yılının ilk dokuz ayında ise yaklaşık 2,0x olarak gerçekleşmiştir. 2028 yılı kapasitesinin büyük ölçüde dolu olması nedeniyle bu yıla ilişkin yukarı yönlü risk, hacimden çok kalan siparişlerin fiyatlamasından kaynaklanabilir.

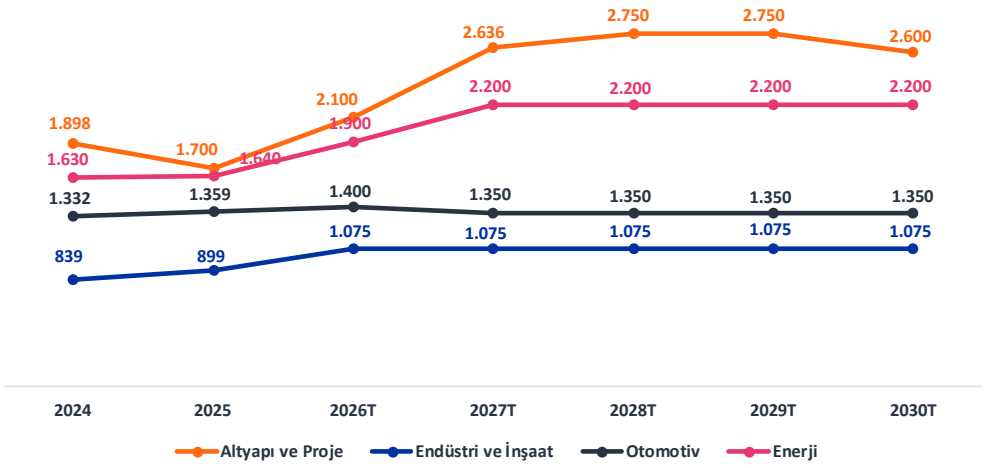
Gemlik'teki büyük çaplı spiral boru hattının katkısını ayrıca modelliyoruz. 2026 yılında bu hattan 50 bin ton satış hacmi ve 55 milyon dolar gelir, 2027 yılından itibaren ise 250 bin tonluk kapasitenin %60'lık kullanımıyla yıllık 150 bin ton ve 165 milyon dolar gelir öngörüyoruz. Bu satışlarda ton başına geliri, ABD tesisleri için öngördüğümüz seviyenin yarısının altında, 1100 dolar olarak varsayıyoruz. Türkiye'den ABD'ye yapılan ihracatın %50 gümrük vergisine tabi olması, yurt içi ve Avrupa pazarlarında fiyatlama ortamının daha zayıf seyretmesi ve AB'deki yeni koruma rejimi ile SKDM'nin maliyet etkisi bu varsayımın başlıca nedenleridir.

Grafik: İş Kolu Bazında Gelir Kırılımı (milyon dolar)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

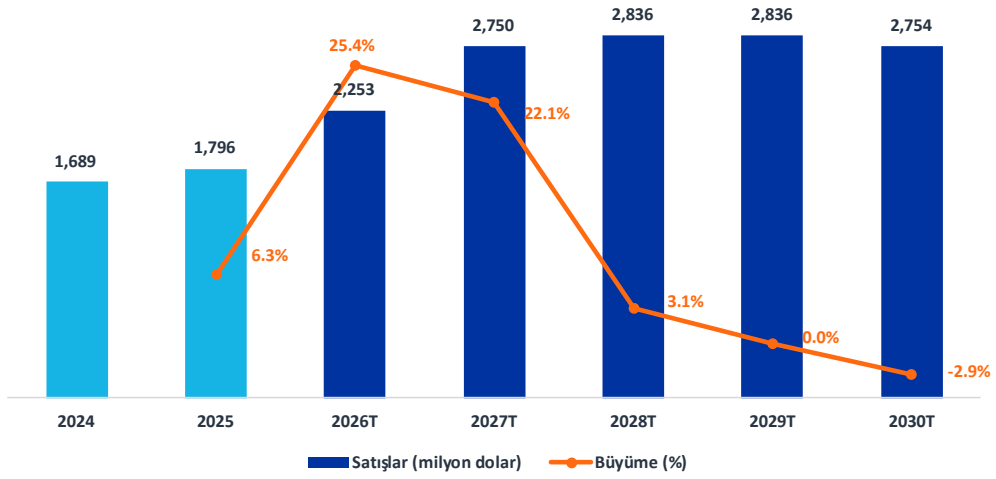
Grafik: İş Kolu Bazında Ton Başına Ciro ($/ton)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

"Enerji" iş kolunda büyümenin "Altyapı ve Proje" iş koluna kıyasla daha ılımlı bir talep ortamında gerçekleşmesini bekliyoruz. İş kolunun satışlarının neredeyse tamamı ABD'de gerçekleşmekte olup, talep ağırlıklı olarak karadaki sondaj ve kuyu tamamlama faaliyetine bağlıdır. Bu pazarda ithal ürünler %50'lik gümrük vergisinin maliyetini taşırken, yerel üretim bu maliyetten muaf kalmaktadır. Bu çerçevede satış hacminin 2025 yılındaki 241 bin tondan 2026 yılında 278 bin tona, 2027 yılında ise 285 bin tona yükselmesini öngörüyoruz. Bu, Baytown tesisinin kapasite kullanım oranının %80 seviyesinden 2026 yılında %93'e, 2027 yılında %95'e çıkmasına karşılık gelmektedir. Ton başına gelirin ise 2025 yılındaki 1640 dolardan 2026 yılında 1900 dolara, 2027 yılında 2200 dolara yükselmesini ve 2031 yılına kadar bu seviyede kalmasını bekliyoruz. Bu çerçevede iş kolu gelirinin 2025 yılındaki 395 milyon dolardan 2026 yılında 527 milyon dolara, 2027 yılından itibaren ise 627 milyon dolara ulaşmasını tahmin ediyoruz.

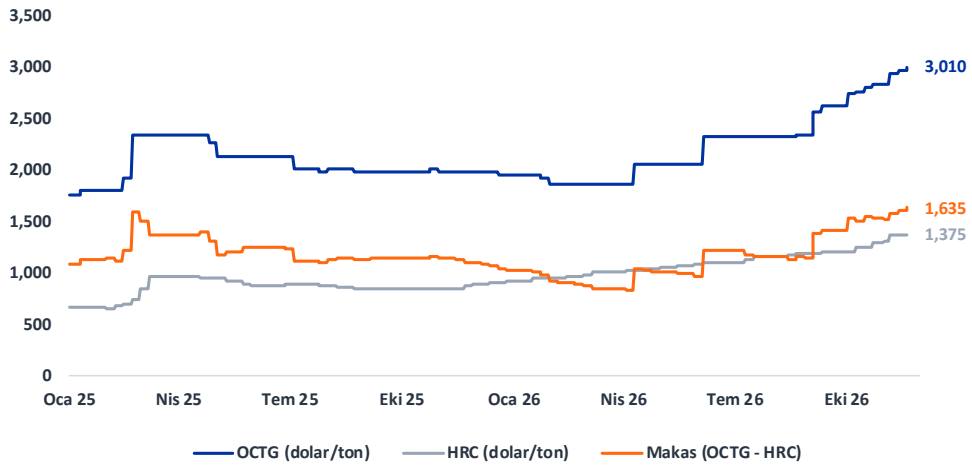
Grafik: Satışlar (milyon dolar)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Fiyat artışlarının Enerji iş kolu gelirine yansıması 2026 yılının ikinci yarısında başlamış olup, devam etmesini bekliyoruz. Fiyat varsayımlarımızda Kuzey Amerika'da P110 kalite, 5,5 inç çaplı OCTG borularının spot FOB fiyatını gösterge olarak izliyoruz. Bu göstergenin Şirket'in satış fiyatlarıyla birebir örtüşmediğini vurgulamak gerekir. Ürün kalitesi ve karmasındaki farklılıklar ile spot ve proje bazlı satışlardan oluşan satış yapısı nedeniyle Şirket'in gerçekleşen fiyatları göstergeyi aynı yönde, ancak farklı bir seviyeden ve zaman zaman gecikmeli olarak izlemektedir. Gösterge fiyat Nisan 2026'da 1863 dolar/ton ile dip yaptıktan sonra yükselişe geçmiş ve 20 Kasım 2026 itibarıyla 3010 dolar/ton seviyesine ulaşmıştır. Bu seviye, dip noktasına göre %62'lik bir artışa karşılık gelmektedir. Fiyat artışlarının etkisiyle iş kolu gelirinin yıllık artışı 2026 yılının ilk yarısındaki %1,9 seviyesinden ilk dokuz ayda %14,4'e hızlanmıştır. ABD Ticaret Bakanlığı'nın 30 Ekim 2026'da Avusturya, Tayvan ve BAE menşeli kuyu borularına yönelik anti-damping soruşturmalarında %47 ile %69 aralığında ön damping marjları açıklaması da fiyatlama ortamını destekleyen bir diğer gelişmedir. 2027 yılı ve sonrasına ilişkin 2200 dolarlık ton başına gelir varsayımımızın mevcut gösterge seviyesinin belirgin biçimde altında kaldığını, dolayısıyla bu varsayımda muhafazakar bir yaklaşım benimsediğimizi not ediyoruz. Benzer şekilde %95 kapasite kullanımı varsayımımızın da muhafazakar kalmış olabileceğini düşünüyoruz.

Grafik: ABD'de Kuyu Borusu ve Sıcak Haddelenmiş Rulo Fiyatları ile Aradaki Makas (dolar/ton)



Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Hacim tahminimiz Şirket beklentisinin üzerindedir. Şirket, 2026 yılı satış hacmi beklentisini 1,15-1,25 milyon ton aralığında korumuştur. 1314 bin tonluk tahminimiz bu aralığın üst sınırının yaklaşık 64 bin ton üzerindedir. Bu farkın iki kaynağı bulunmaktadır. İlki, Gemlik'teki spiral boru hattının yılın son bölümünde artan katkısıdır. İkincisi, Enerji iş kolunda Baytown tesisinde yükselen kapasite kullanımıdır.

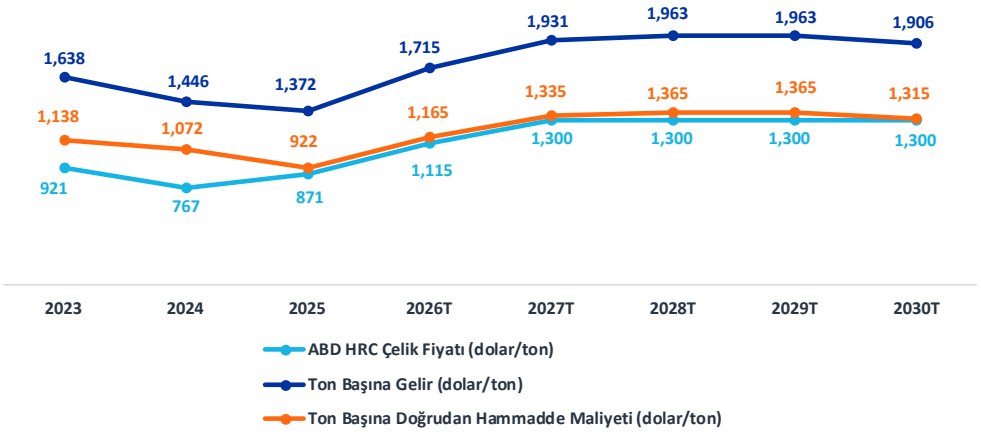
Buna karşılık Türkiye ağırlıklı iş kollarında büyüme beklentimiz sınırlıdır. "Endüstri ve İnşaat" iş kolunda 2026 yılının ilk dokuz ayında satış hacmi yıllık %40,1, gelir ise %26,6 gerilemiştir. Bu daralmanın yıl geneline yansımasıyla satış hacminin 2025 yılındaki 459 bin tondan 2026 yılında 293 bin tona, gelirin ise 413 milyon dolardan 314 milyon dolara gerilemesini bekliyoruz. Satış hacminin 2027 yılında 309 bin tona, 2028 yılından itibaren ise 325 bin tona yükselmesini varsayıyoruz. Çelik fiyatlarındaki artışın satış fiyatlarına yansımasıyla bu iş kolunda ton başına gelirin 2025 yılındaki 899 dolardan 1075 dolara yükselmesini öngörüyoruz. Buna göre iş kolu gelirinin 2028 yılından itibaren 349 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Kapasite kullanım oranının ise Avrupa ve Türkiye'deki zayıf talep nedeniyle 2026 yılındaki %45 seviyesinden 2028 yılında %50'ye çıkmasını bekliyoruz.

"Otomotiv" iş kolunda satış hacminin 2026 yılında 144 bin ton, gelirin ise 201 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Halkalı operasyonlarının Gemlik'e taşınmasıyla iş kolunun kapasitesinin 2027 yılında 250 bin tondan 180 bin tona inmesini öngörüyoruz. Bu çerçevede iş kolunun satış hacmini 2027 yılında 131 bin ton, 2028 yılından itibaren ise 135 bin ton, gelirini ise 2028 yılından itibaren 182 milyon dolar seviyesinde varsayıyoruz. Kapasitenin sadeleşmesiyle kapasite kullanım oranının 2026 yılındaki %58 seviyesinden 2027 yılında %73'e, 2028 yılından itibaren ise %75'e yükselmesini bekliyoruz. Avrupa'daki zayıf talep ve artan işçilik maliyeti baskıları, iş kolunun büyüme potansiyelini sınırlamaktadır.

Bu güçlü talep ve fiyatlama ortamının kalıcı olduğunu varsaymadığımızı vurgulamak gerekir. Baz senaryomuzda ABD'deki gümrük vergilerinin kalıcı olacağını varsayıyoruz. Dolayısıyla normalleşmeyi koruma rejiminin gevşemesine değil, nihai pazarlardaki döngüselliğe bağlıyoruz. "Altyapı ve Proje" iş kolunda fiyatlamanın 2028-2029 döneminde zirve seviyede kalacağını, 2030 yılından itibaren kademeli olarak gerileyeceğini varsayıyoruz. ABD'deki "Altyapı ve Proje" tesislerinde ton başına gelirin 2029 yılındaki 2750 dolar seviyesinden 2035 yılında 2250 dolara gerilemesini, kapasite kullanım oranının ise 2031 yılından sonra kademeli olarak inerek 2035 yılında %90'a gerilemesini varsayıyoruz. "Enerji" iş kolunda ise ton başına gelirin 2031 yılına kadar 2200 dolar seviyesinde kalmasını, 2035 yılında 2000 dolara gerilemesini öngörüyoruz. Aynı iş kolunda kapasite kullanım oranının 2031 yılına kadar %95 seviyesinde kalmasını, 2035 yılında ise %85'e inmesini bekliyoruz. Bu çerçevede konsolide gelirlerin 2028 yılında %3,1 artışla 2836 milyon dolara yükselmesini, 2029 yılında bu seviyede kalmasını ve 2030 yılında %2,9 gerileyerek 2754 milyon dolara inmesini bekliyoruz. Bu, 2025-2030 döneminde dolar bazında %8,9'luk bir YBBO'ya karşılık gelmektedir. Normalleşmenin etkisiyle konsolide gelirlerin projeksiyon dönemimizin sonunda, 2035 yılında 2320 milyon dolara gerilemesini öngörüyoruz.

Gelirin coğrafi dağılımında ABD'nin ağırlığı belirgindir. 2025 yılında konsolide gelirin yaklaşık %73'ü ABD pazarından sağlanmıştır. ABD'nin bu payı 2026 yılının ilk dokuz ayında %82 seviyesine yükselmiş, aynı dönemde toplam satış gelirinin %90'ı yurt dışı pazarlardan elde edilmiştir. Türkiye iç pazarının gelir içindeki payının yaklaşık %10 seviyesinde kalması, Şirket'in Türkiye'deki talep ve kur dalgalanmalarına olan maruziyetini sınırlamaktadır. Şirket, 2026 yılı satış geliri beklentisini 2,2-2,4 milyar dolar aralığında korumuştur. 2253 milyon dolarlık gelir tahminimiz bu aralığın orta noktasının hafif altındadır.

Grafik: ABD HRC Fiyatı, Ton Başına Gelir ve Ton Başına Doğrudan Hammadde Maliyeti ($/ton)

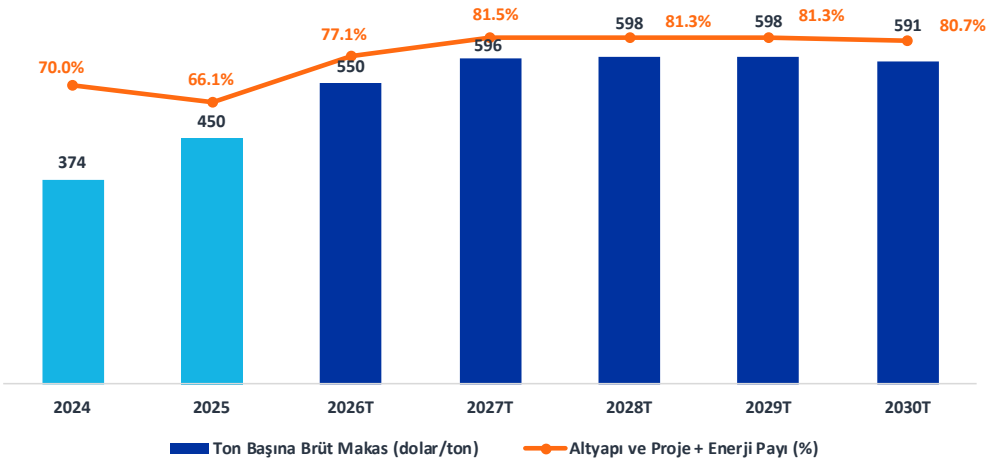


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

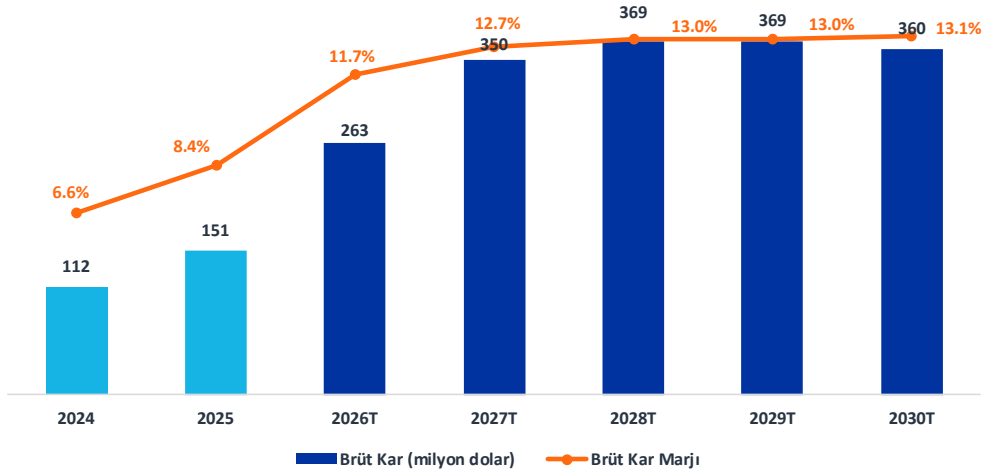
2025 yılında brüt kar yıllık %34,2 artışla 112 milyon dolardan 151 milyon dolara yükselmiştir. Brüt kar marjı 1,8 puan genişleyerek %6,6 seviyesinden %8,4 seviyesine çıkmıştır. 2024 yılı karlılık bakımından dip noktayı oluşturmuş, 2025 yılı ise toparlanma yılı olmuştur. Bu toparlanma 2026 yılında belirginleşmiştir. 2026 yılının ilk yarısında %10,5 olan brüt kar marjı, ilk dokuz ayda %11,4'e yükselmiştir. Aynı dönemde brüt kar yıllık %56,9 artışla 184 milyon dolara ulaşmıştır. Bu iyileşmenin arkasında iki temel sürükleyici bulunmaktadır. Birincisi, gelir karmasının yüksek katma değerli ve ABD ağırlıklı "Altyapı ve Proje" ile "Enerji" iş kollarına kaymasıdır. Bu iki iş kolunun toplam gelir içindeki payının 2025 yılındaki yaklaşık %66 seviyesinden 2026 yılında %77'ye, 2027 ve 2028 yıllarında ise %81'e yükselmesini bekliyoruz. İkincisi, bu iş kollarının ABD'deki güçlü talep ve ticaret koruma önlemlerinin desteğiyle sahip olduğu yüksek fiyatlama gücüdür.

Grafik: Ton Başına Brüt Makas (dolar/ton) ve Altyapı ve Proje ile Enerji'nin Gelir İçindeki Payı (%)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

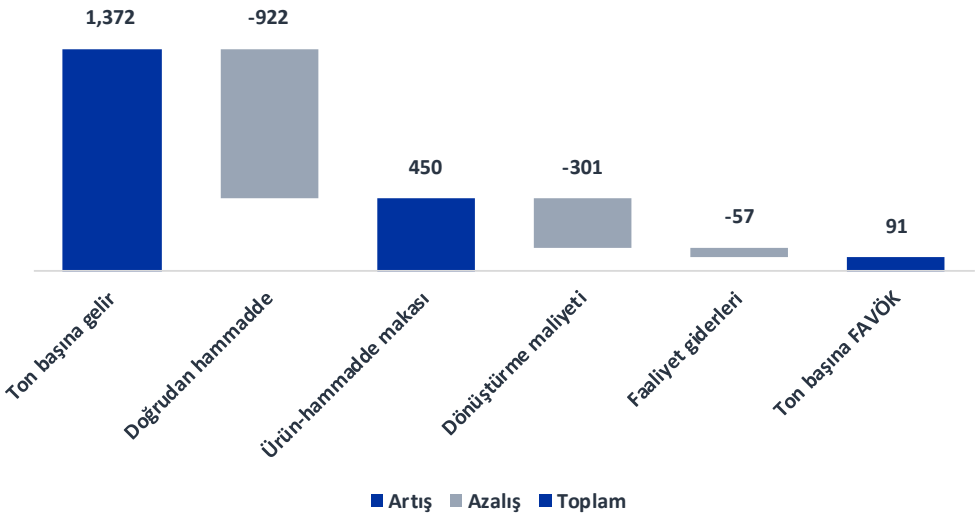
Grafik: Brüt Kar (milyon dolar), Brüt Kar Marjı



Kaynak: Şirket, Iş Yatırım

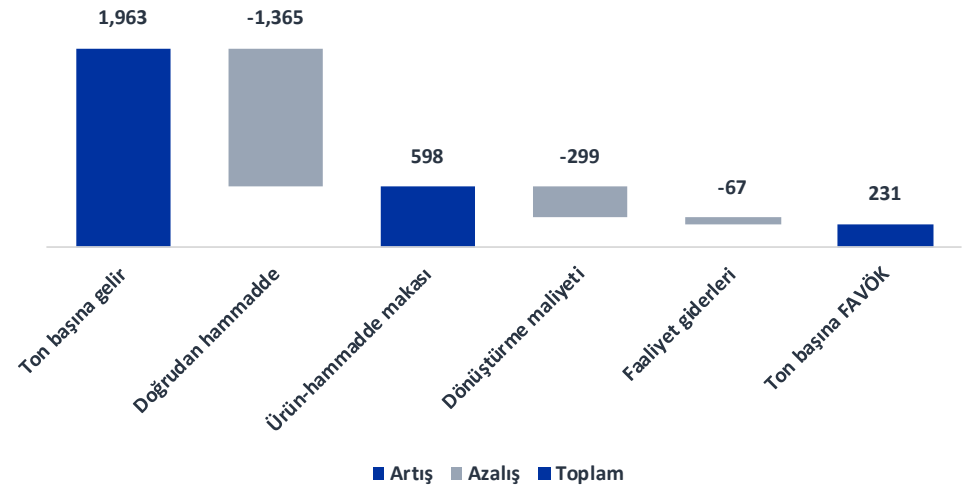
Karlılık görünümümüzü ton başına FAVÖK üzerinden izliyoruz. Hammadde fiyatlarındaki artış satış fiyatlarına yansıdığında ton başına kar yükselse bile yüzdesel marj daha sınırlı artabilmektedir. Maliyet tarafında ton başına doğrudan hammadde maliyetinin ABD sıcak haddelenmiş rulo fiyatlarına paralel olarak 2025 yılındaki 922 dolardan 2026 yılında 1165 dolara, 2027 yılında 1335 dolara ve 2028 yılında 1365 dolara yükselmesini varsayıyoruz. Buna rağmen ton başına ortalama satış fiyatı ile doğrudan hammadde maliyeti arasındaki ürün-hammadde makasının 2025 yılındaki 450 dolardan 2028 yılında 598 dolara genişlemesini bekliyoruz. Nakit ton başına dönüştürme maliyetinin ise aynı dönemde 301 dolardan 2027 yılında 306 dolara çıkmasını, Gemlik konsolidasyonunun katkısıyla 2028 yılında 299 dolara gerilemesini öngörüyoruz. Bu çerçevede ton başına FAVÖK'ün 2025 yılındaki 91 dolardan 2026 yılında 174 dolara, 2027 yılında 220 dolara, 2028 yılında ise 231 dolara yükselmesini bekliyoruz. Doğrudan hammaddenin satışların maliyeti içindeki payı 2025 yılında yaklaşık %73 iken, çelik fiyatlarındaki artışla 2027 yılında yaklaşık %79'a yükselmektedir. Brüt kar marjının ise 2026 yılında %11,7, 2027 yılında %12,7 seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.

Grafik: Ton Başına FAVÖK'ün Bileşenleri, 2025 (dolar/ton)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik: Ton Başına FAVÖK'ün Bileşenleri, 2028T (dolar/ton)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Marj görünümünün en önemli özelliği, görünürlüğünün yüksek olmasıdır. En yüksek marjlı ve en hızlı büyüyen "Altyapı ve Proje" iş kolunun 2027 yılı teslimatlarının tamamı, 2028 yılı teslimatlarının ise büyük bölümü halihazırda sözleşmeye bağlanmıştır. Bu iş kolunda sipariş alındığı aşamada hammadde sözleşmeleri de yapılarak maliyetler sabitlenmektedir. Sipariş defterinin önden doldurulması, bu dönemde hem satış hacmini hem de satış fiyatlarını büyük ölçüde sabitlemektedir. Dolayısıyla önümüzdeki yılların brüt kar marjı, spot piyasa varsayımlarından çok, teslimatı planlanmış siparişlere dayanmaktadır. Buna ek olarak, Panama City tesisindeki ileri form verme yatırımının 2027 yılının ilk yarısında devreye alınması, iş kolunun ürün karmasını daha yüksek marjlı bir yapıya taşımaktadır. Premium ve kalın duvarlı bu ürünler, uzun mesafeli enerji taşımacılığı, açık deniz boru hattı projeleri ve yenilenebilir enerji platformları alanlarına yöneliktir. Bu etkilerin birleşimiyle brüt kar marjının 2028 yılında %13,0 seviyesine çıkmasını ve 2030 yılına kadar %13,0-13,1 aralığında seyretmesini bekliyoruz.

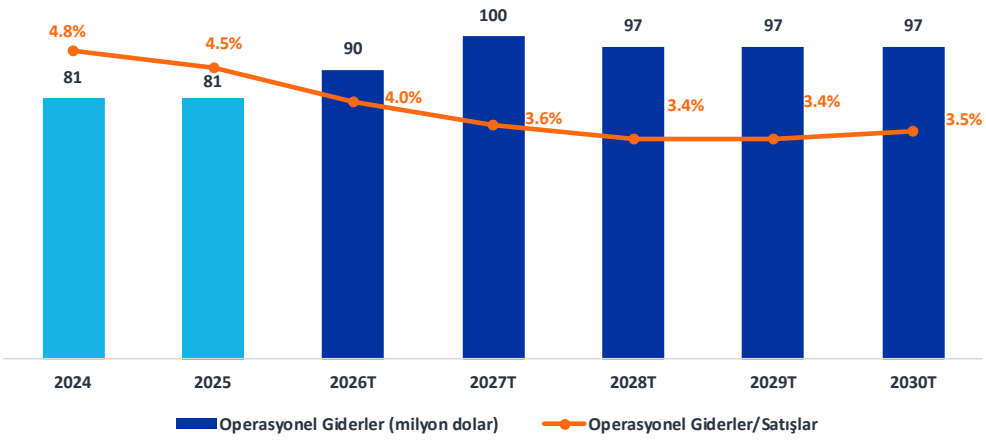
ABD'deki rakiplerin açıklamaları da mevcut karlılık seviyesinin önümüzdeki birkaç yıl için görünür olduğuna işaret etmektedir. ABD'de kaynaklı hat borusu üreten Welspun'un yönetimi, ABD operasyonları için sürdürülebilir ton başına FAVÖK seviyesini yaklaşık 300 dolar olarak tanımlamakta ve mevcut seviyenin olağanüstü piyasa koşulları nedeniyle bunun üzerinde seyrettiğini belirtmektedir. Söz konusu seviye yalnızca ABD operasyonlarına ilişkin olup, Türkiye ve Avrupa operasyonlarını da kapsayan konsolide ton başına FAVÖK tahminlerimizle doğrudan karşılaştırılabilir değildir. Welspun yönetimi Ekim 2026'daki analist toplantısında, ABD'deki mevcut siparişlerin marjlarının Mart 2029'a kadar güvence altında olduğunu ve LNG ihracat projeleri ile veri merkezlerinin artan elektrik ihtiyacından kaynaklanan talebin önümüzdeki 5-7 yıl yapısal olarak süreceğini ifade etmiştir. Yönetim aynı zamanda son dönemde talepte bir miktar yavaşlama gözlemlendiğini, ancak bunun planlanan kapasite artışlarıyla uyumlu, daha kademeli bir sipariş akışı anlamına geldiğini belirtmiştir. Bu görünüm, ABD'deki fiyatlama döngüsünün 2028-2029 döneminde zirve yapacağı ve 2030 yılından itibaren normalleşeceği yönündeki varsayımımızla uyumludur.

Bu güçlü marj görünümünün kalıcı olduğunu varsaymadığımızı da vurgulamak gerekir. Sözleşme portföyünün görünürlük sağladığı dönemin ötesinde ve ABD'deki güçlü fiyatlama ortamının normalleşmeye başlamasıyla birlikte, ton başına FAVÖK'ün 2030 yılında 224 dolara, 2031 yılında 197 dolara gerilemesini öngörüyoruz. Brüt kar marjının ise 2031 yılında %12,0 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Normalleşmenin etkisiyle brüt kar marjının projeksiyon dönemimizin sonunda, 2035 yılında %10,5 seviyesine inmesini öngörüyoruz.

Operasyonel Giderler

Borusan Boru'nun operasyonel giderleri 2025 yılında bir önceki yılla aynı seviyede, 81 milyon dolar düzeyinde yatay seyretmiştir. Gelirdeki büyümenin sağladığı operasyonel kaldıraç sayesinde operasyonel giderlerin satışlara oranı 0,3 puan iyileşmiştir. Bu oran 2024 yılındaki %4,8 seviyesinden %4,5 seviyesine gerilemiştir. Bu iyileşme 2026 yılında da sürmüş ve oran ilk dokuz ayda %4,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemimizde bu oranın 2026 yılında %4,0, 2027 yılında %3,6, 2028 yılında ise %3,4 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bu iyileşme iki yapısal unsura dayanmaktadır. İlki, fiyat artışları kaynaklı gelir büyümesinin yarattığı operasyonel kaldıraçtır. İkincisi, İstanbul Halkalı'daki otomotiv boru hatları ile Bursa'daki ileri işlem ekipmanlarının Gemlik Kampüsü altında konsolidasyonudur. Taşınmanın 2027 yılının ikinci yarısında tamamlanması beklenen bu süreç, üretim süreçlerinin sadeleştirilmesi, kapasite kullanımının artırılması ve birim üretim maliyetlerinin düşürülmesi yoluyla operasyonel verimliliğe kalıcı bir katkı sunmaktadır.

Grafik: Operasyonel Giderler (milyon dolar), Operasyonel Giderler/Satışlar



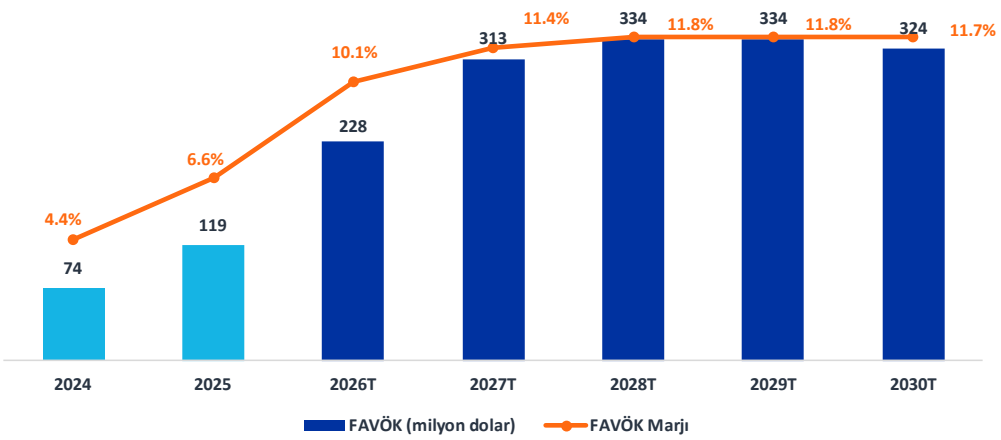
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Gemlik konsolidasyonunun etkisini işçilik maliyetleri ve genel yönetim giderleri üzerinden modelliyoruz. Şirket yönetimi, konsolidasyonun 2024 yılı konsolide rakamlarına kıyasla FAVÖK marjına 50 ile 100 baz puan aralığında katkı sağlamasını beklemektedir. Projeksiyonlarımızda toplam 16 milyon dolar tasarruf varsayıyoruz. Bu tasarrufun tam etkisini 2028 yılında yansıtıyoruz. Söz konusu tutar, 2028 yılı gelir tahminimize göre yaklaşık 60 baz puanlık bir marj katkısına denk gelmektedir.

FAVÖK

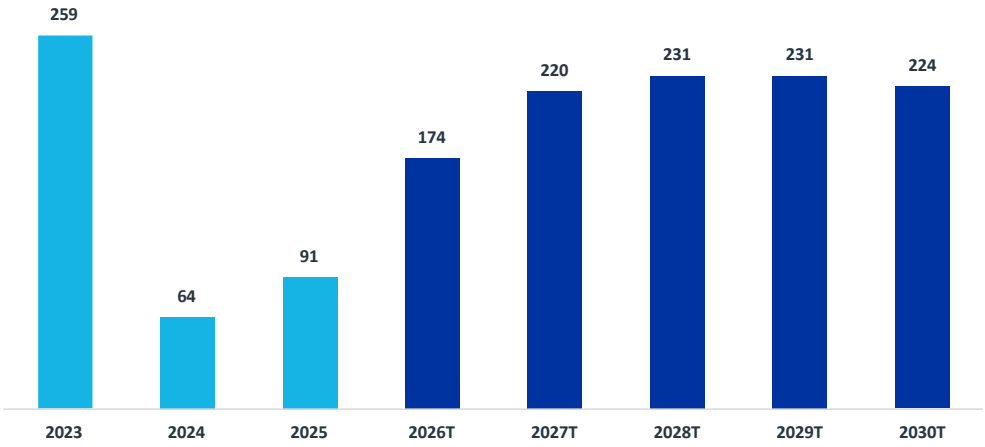
Temelde brüt karlılıktaki iyileşmenin desteğiyle, 2025 yılında FAVÖK yıllık %60,5 artışla 74 milyon dolardan 119 milyon dolara yükselmiştir. FAVÖK marjı 2,2 puan genişleyerek %4,4 seviyesinden %6,6 seviyesine ulaşmıştır. Ton başına FAVÖK ise 64 dolardan 91 dolara yükselmiştir. Bu genişlemeyi brüt kar marjındaki iyileşme ve operasyonel kaldıraç desteklemektedir. 2026 yılının ilk dokuz ayında bizim tanımımızla hesaplanan FAVÖK yıllık %65 artışla 158 milyon dolara yükselmiş, FAVÖK marjı ise %9,8 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, ilk yarıdaki %8,7 seviyesinden belirgin bir iyileşmeye işaret etmektedir. Şirket'in kendi tanımıyla raporladığı FAVÖK ise aynı dönemde 168 milyon dolar ve marj %10,4 olmuştur. Bu görünüm, karlılıktaki toparlanmanın yıl içinde ivme kazandığını göstermektedir.

Grafik: FAVÖK (milyon dolar) ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

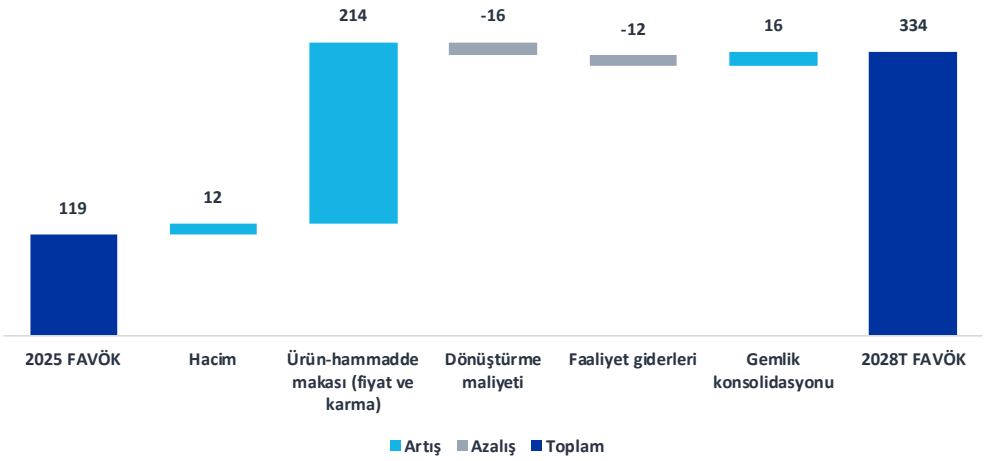
Grafik: Ton Başına FAVÖK (dolar/ton)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Projeksiyon dönemimizde ton başına FAVÖK'ün 2025 yılındaki 91 dolardan 2028 yılında 231 dolara yükselmesini bekliyoruz. FAVÖK'ün 2026 yılında yıllık %91 artışla 228 milyon dolara yükselmesini öngörüyoruz. Aynı yıl FAVÖK marjının %10,1'e ve ton başına FAVÖK'ün 174 dolara ulaşmasını bekliyoruz. 2027 yılında FAVÖK'ün 313 milyon dolara, FAVÖK marjının %11,4'e, ton başına FAVÖK'ün ise 220 dolara yükselmesini bekliyoruz. FAVÖK'ün 2028 ve 2029 yıllarında 334 milyon dolar ile projeksiyon dönemimizin zirvesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bu yıllarda FAVÖK marjının %11,8, ton başına FAVÖK'ün ise 231 dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2030 yılında fiyatlamadaki normalleşmenin başlamasıyla FAVÖK'ün 324 milyon dolara, FAVÖK marjının %11,7'ye gerilemesini öngörüyoruz. Bu görünüm çerçevesinde, görece yüksek bir baz oluşturan 2026 yılına karşın FAVÖK'ün 2026-2028 döneminde dolar bazında %21,0'lık bir YBBO ile büyümesini bekliyoruz. 2025-2030 döneminde ise FAVÖK'ün dolar bazında %22,1'lik bir YBBO ile büyümesini öngörüyoruz. Normalleşmenin 2030 sonrasında da sürmesiyle FAVÖK marjının 2035 yılında %8,8 seviyesine gerilemesini öngörüyoruz.

Grafik: FAVÖK Köprüsü, 2025-2028T (milyon dolar)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

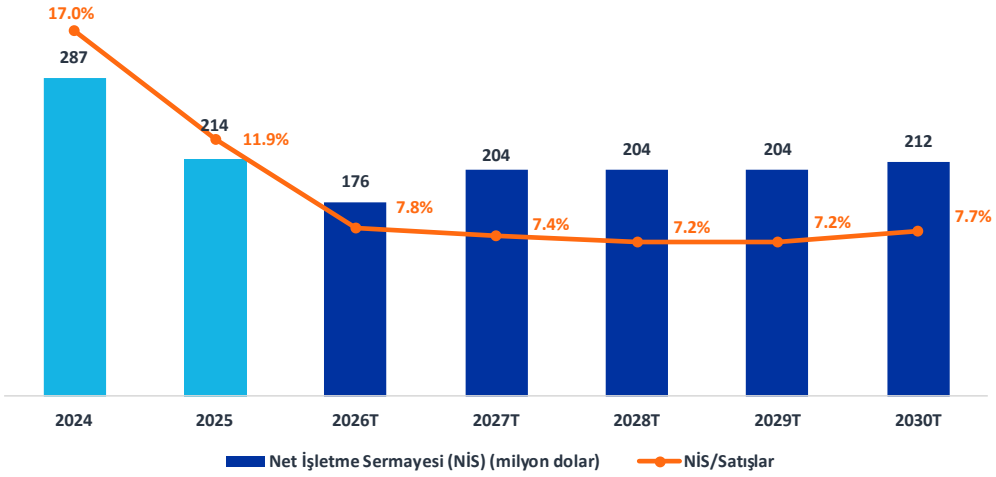
Şirket, 2026 yılının üçüncü çeyreğinde FAVÖK marjı beklentisini %9-11 aralığından %10-11 aralığına yükseltmiştir. Şirket bu beklentiyi yıl içinde iki kez yukarı yönlü güncellemiş olup, ilk beklenti %8-10 aralığındaydı. Şirket'in FAVÖK tanımı ile bizim tanımımız arasında fark bulunduğunu not etmek gerekir. Şirket'in FAVÖK'ü, net esas faaliyet gelirini ve yatırım faaliyetlerinden gelirleri içermekte, arızi gelir ve giderler ile kur farkını ise hariç tutmaktadır. Biz ise FAVÖK'ü brüt kardan faaliyet giderlerini düşüp amortismanı ekleyerek hesaplıyoruz. Dolayısıyla diğer faaliyet gelir ve giderleri ile yatırım faaliyetlerinden gelirler bizim tanımımıza dahil değildir. İki tanım arasındaki fark son dönemde 0,5-0,6 puan civarında seyretmekle birlikte, söz konusu kalemlerin dönemden döneme değişmesi nedeniyle sabit değildir. 2026 yılının ilk dokuz ayında Şirket tanımıyla %10,4, bizim tanımımızla %9,8 olan marjlar arasındaki fark 0,6 puandır. Bu çerçevede %10,1 seviyesindeki 2026 marj tahminimiz Şirket tanımıyla %10,6'ya karşılık gelmekte olup, yeni beklenti aralığının orta noktasının hemen üzerindedir.

Net İşletme Sermayesi

Borusan Boru'nun net işletme sermayesi 2025 yılında iyileşmiştir. Net işletme sermayesi 2024 yılı sonundaki 287 milyon dolardan 2025 yılı sonunda 214 milyon dolara gerilemiştir. Net işletme sermayesinin satışlara oranı da %17,0 seviyesinden %11,9 seviyesine inmiştir. Bu iyileşmenin temel kaynağı, "Altyapı ve Proje" iş kolunun büyümesiyle artan müşteri avanslarıdır. Bu yapı, iş kolu büyüdükçe net işletme sermayesi ihtiyacını yapısal olarak azaltmaktadır. Nitekim alınan avanslar 2025 yılı sonundaki 228 milyon dolardan 30 Eylül 2026 itibarıyla 418 milyon dolara yükselmiştir. Aynı tarih itibarıyla Şirket'in açıkladığı net işletme sermayesi 187 milyon dolar seviyesindedir. Projeksiyon dönemimizde alınan avansların satışlara oranının 2026 yılında %18,5 olmasını, ardından kademeli olarak gerileyerek 2032 yılından itibaren %15 seviyesine inmesini varsayıyoruz. Bu çerçevede net işletme sermayesinin satışlara oranının 2026 yılında %7,8, 2027 yılında %7,4, 2028 yılında ise %7,2 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. 2028 yılındaki iyileşmeye Gemlik Kampüsü konsolidasyonu da katkı sağlamaktadır. Konsolidasyonun işletme sermayesi etkisini stok gün sayısı üzerinden yansıtıyor ve stok gün sayısının 2028 yılında 110 günden 105 güne inmesini varsayıyoruz. Bu varsayım, Şirket'in öngördüğü yaklaşık 30 milyon dolarlık işletme sermayesi iyileşmesine karşılık gelmektedir.

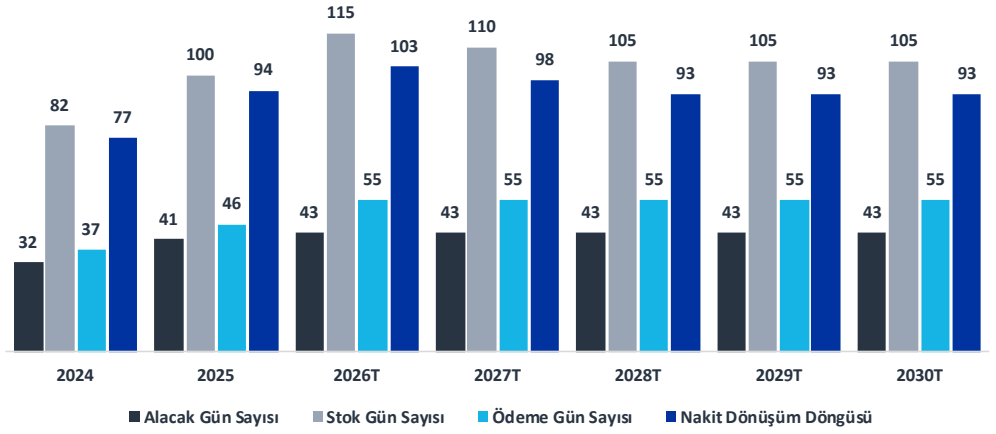
2030 sonrasında ise "Altyapı ve Proje" iş kolundaki normalleşmeyle alınan avansların satışlara oranının gerilemesi nedeniyle net işletme sermayesinin satışlara oranının kademeli olarak yükselerek 2032 yılından itibaren %9,0 seviyesine çıkmasını bekliyoruz.

Grafik: Net İşletme Sermayesi (milyon dolar) ve NİS/Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik: Nakit Dönüşüm Döngüsü

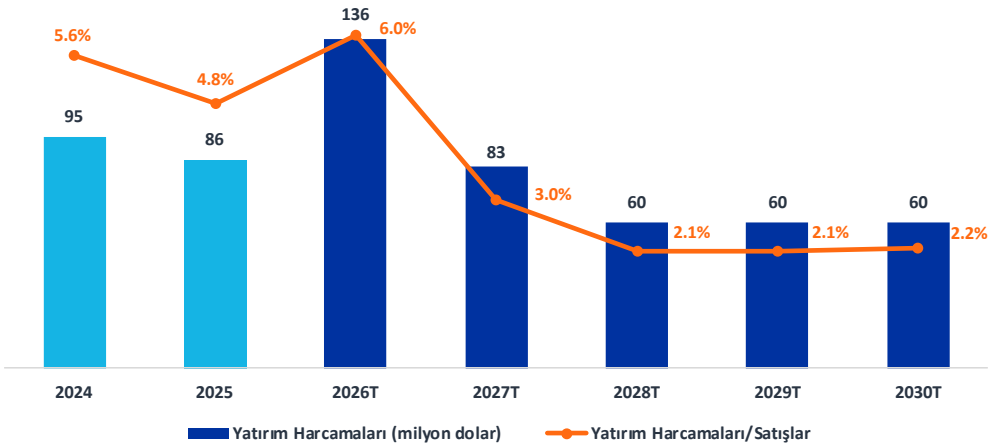


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Yatırım Harcamaları

Şirket'in yatırım harcamaları 2025 yılında 86 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu tutar, satışlara oranla %4,8 seviyesine karşılık gelmektedir. 2026 yılının ilk dokuz ayında Şirket'in açıkladığı net yatırım harcaması 112 milyon dolar olmuştur. Projeksiyon dönemimizde yatırım harcamalarının 2026 yılında 136 milyon dolara ulaşarak zirve yapmasını bekliyoruz. Bu yıl yatırım harcamalarının satışlara oranı %6,0 seviyesinde gerçekleşmektedir. Bu zirvenin arkasında iki yatırım bulunmaktadır. İlki, Panama City tesisindeki toplam 68 milyon dolar tutarındaki ileri form verme yatırımıdır. İkincisi, Halkalı ve Bursa operasyonlarının Gemlik Kampüsü'nde konsolidasyonuna yönelik toplam 29 milyon dolarlık yatırımdır. Panama City yatırımının yaklaşık üçte biri 2025 yılında gerçekleştirilmiş olup, kalan üçte ikisinin 2026 yılında tamamlanması beklenmektedir. Gemlik konsolidasyonuna yönelik yatırım harcamasının ise tamamı 2026 yılında gerçekleştirilmektedir. İleri form verme yatırımı, "Altyapı ve Proje" iş koluna yönelik premium ve kalın duvarlı boru üretimini hedeflemektedir. Yatırımın 2027 yılında devreye alınmasını bekliyoruz. İzleyen dönemde yatırım harcamalarının bakım ağırlıklı bir seyre dönmesini öngörüyoruz. Bu çerçevede yatırım harcamalarının 2027 yılında 83 milyon dolara ve satışlara oranının %3,0'a, 2028 yılından itibaren ise yıllık 60 milyon dolara gerilemesini bekliyoruz. Bu tutar, satışların yaklaşık %2'sine karşılık gelmektedir.

Grafik: Yatırım Harcamaları (milyon dolar) ve Yatırım Harcamaları/Satışlar

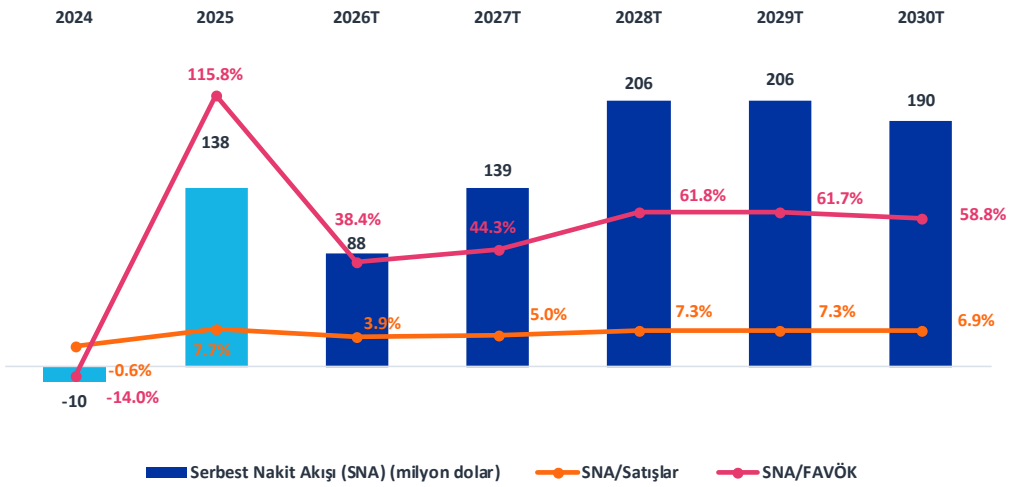


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Serbest Nakit Akışı

Güçlü işletme sermayesi yönetimi ve operasyonel karlılıktaki iyileşme, 2025 yılında nakit yaratımını belirgin biçimde desteklemiştir. İşletme faaliyetlerinden elde edilen nakit 2025 yılında 222 milyon dolara ulaşmıştır. Serbest nakit akışı ise aynı yıl 138 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar, satışlara oranla %7,7 seviyesine karşılık gelmektedir. 2026 yılının ilk dokuz ayında Şirket'in açıkladığı serbest nakit akışı 93 milyon dolar olmuştur. İşletme sermayesindeki dönemsel hareketler nedeniyle oynak bir kalem olan serbest nakit akışının, yatırım harcamalarının zirve yaptığı 2026 yılında 88 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Yatırım yoğunluğunun azalmasıyla serbest nakit akışının 2027 yılında 139 milyon dolara, satışlara oranının ise %5,0'a yükselmesini bekliyoruz. 2028 yılında ise karlılığın zirveye ulaşması, yatırım harcamalarının bakım seviyesine inmesi ve Gemlik konsolidasyonunun işletme sermayesi katkısıyla serbest nakit akışının 206 milyon dolara yükselmesini öngörüyoruz. Serbest nakit akışının 2029 yılında 206 milyon dolar, 2030 yılında ise 190 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. Bu çerçevede serbest nakit akışının FAVÖK'e oranının 2026 yılındaki %38 seviyesinden 2027 yılında %44'e, 2028 yılında %62'ye yükselmesini, 2029-2030 döneminde ise %59 ile %62 aralığında gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Grafik: Serbest Nakit Akışı (milyon dolar), SNA/Satışlar ve SNA/FAVÖK

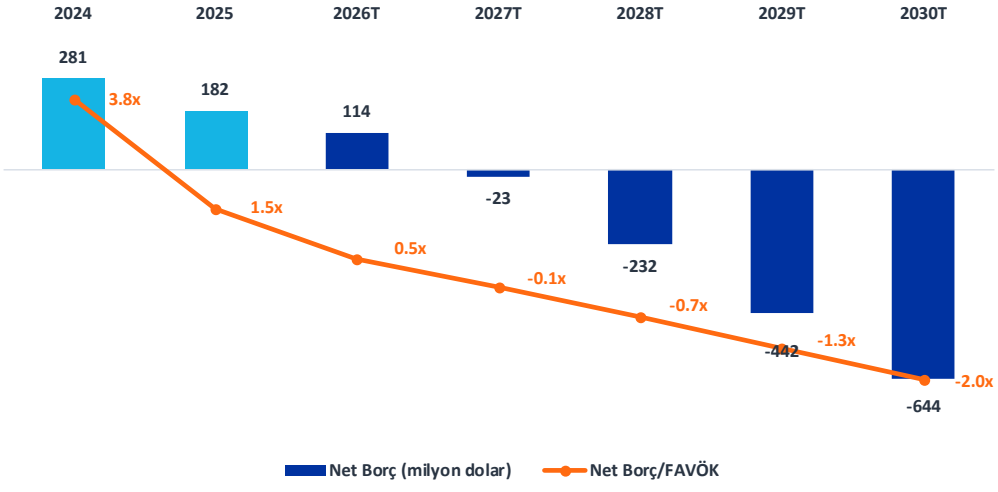


Kaynak: Şirket, İş Yatırım
Not: Geçmiş yıllara ait SNA değerleri tek seferlik etkiler ve tanım farkları dolayısıyla Değerleme bölümündeki tutarlardan farklılaşabilir.

Net Borç Pozisyonu

Nakit yaratımındaki iyileşme, Şirket'in bilanço yapısını belirgin biçimde güçlendirmiştir. Net finansal borç 2025 yılında 281 milyon dolardan 182 milyon dolara gerilemiştir. Net Borç/FAVÖK oranı da 3,8x seviyesinden 1,5x seviyesine düşmüştür. Bu eğilim 2026 yılında da sürmüştür. Kiralama yükümlülükleri dahil hesapladığımız net finansal borç 30 Eylül 2026 itibarıyla 126 milyon dolar seviyesine inmiştir. Türev varlıkları da borçtan düşen Şirket tanımıyla net finansal borç 118 milyon dolar, Net Borç/FAVÖK oranı ise 0,6x seviyesindedir. Projeksiyon dönemimizde net borcun 2026 yılı sonunda 114 milyon dolara, Net Borç/FAVÖK oranının ise 0,5x'e gerilemesini öngörüyoruz. Şirket'in 2027 yılında 23 milyon dolarlık net nakit pozisyonuna geçmesini, net nakit pozisyonunun 2028 yılında ise 232 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. 2028 yılındaki belirgin artış, karlılığın zirveye ulaşmasının yanı sıra projeksiyonlarımızda temettü dağıtımı varsaymamamızdan kaynaklanmaktadır. Şirket'in nakit üretiminin ağırlıklı bölümü ABD operasyonlarından gelmekte olup, bu nakdin Türkiye'ye aktarılarak temettü olarak dağıtılması ilave vergi yükü doğurmaktadır. Bu nedenle temettü varsaymıyoruz. Bununla birlikte, Türkiye operasyonlarından temettü dağıtılması ihtimalini göz ardı etmemek gerektiğini düşünüyoruz.

Grafik: Net Borç (milyon dolar) ve Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

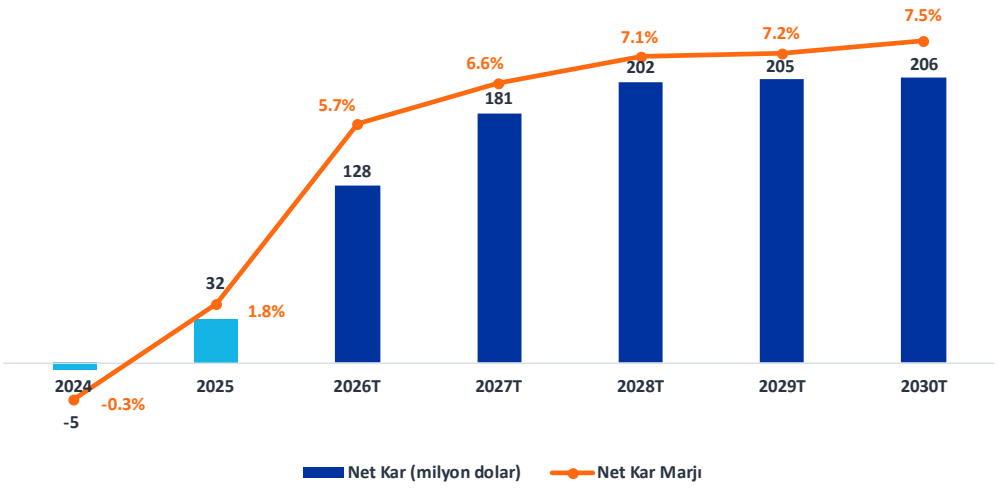
Net Kar

2024 yılında 5 milyon dolar net zarar açıklayan Borusan Boru, 2025 yılında 32 milyon dolar net kar elde etmiştir. Net kar marjı negatif %0,3 seviyesinden %1,8 seviyesine yükselmiştir. Bu dönüşümde operasyonel karlılıktaki toparlanma belirleyici olmuştur. Net finansman giderlerindeki gerileme de bu dönüşüme önemli katkı sağlamıştır. Net finansman giderleri 2025 yılında yıllık %50,9 azalarak 59 milyon dolardan 29 milyon dolara inmiştir. Vergi öncesi kar, 2024 yılındaki 1 milyon dolar seviyesinden 50 milyon dolara yükselmiştir. 2025 yılında efektif vergi oranı yaklaşık %26 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oranın temel belirleyicisi ABD tarafındaki vergi yüküdür. ABD'de federal kurumlar vergisi oranına eyalet vergileri de eklenmektedir. Türkiye tarafı ise görece düşük karlılık nedeniyle sınırlı bir vergi yükü oluşturmaktadır. Projeksiyonlarımızda efektif vergi oranını %25 olarak varsayıyoruz.

Karlılıktaki toparlanma 2026 yılında güçlenerek sürmüştür. Net kar 2026 yılının ilk dokuz ayında yıllık %122 artışla 84 milyon dolara yükselmiş, net kar marjı %5,2 seviyesine ulaşmıştır. Bu performansı, operasyonel toparlanmanın yanı sıra finansman giderlerindeki belirgin gerileme desteklemiştir. Net finansman giderleri aynı dönemde 23 milyon dolardan 9 milyon dolara inmiştir.

Projeksiyon dönemimizde finansman giderlerindeki gerilemenin net karı desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Net borcun hızla azalmasıyla net finansman giderlerinin 2026 ve 2027 yılında 10 milyon dolara, 2028 yılında ise 4 milyon dolara gerilemesini öngörüyoruz. Net nakit pozisyonunun güçlenmesiyle 2030 yılından itibaren net finansman geliri elde edilmesini bekliyoruz. Bu çerçevede net karın 2026 yılında 128 milyon dolara yükselmesini ve net kar marjının %5,7'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Net karın 2027 yılında 181 milyon dolara, 2028 yılında ise 202 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Bu, 2026-2028 döneminde dolar bazında yaklaşık %26'lık bir YBBO'ya karşılık gelmektedir. Net kar marjının 2027 yılında %6,6'ya, 2028 yılında ise %7,1'e çıkmasını bekliyoruz. Fiyatlamadaki normalleşmenin 2030 yılında başlamasına karşın, net finansman gelirinin katkısıyla net karın 2029 ve 2030 yıllarında 205 milyon dolar civarında yatay seyretmesini öngörüyoruz.

Grafik: Net Kar (milyon dolar) ve Net Kar Marjı



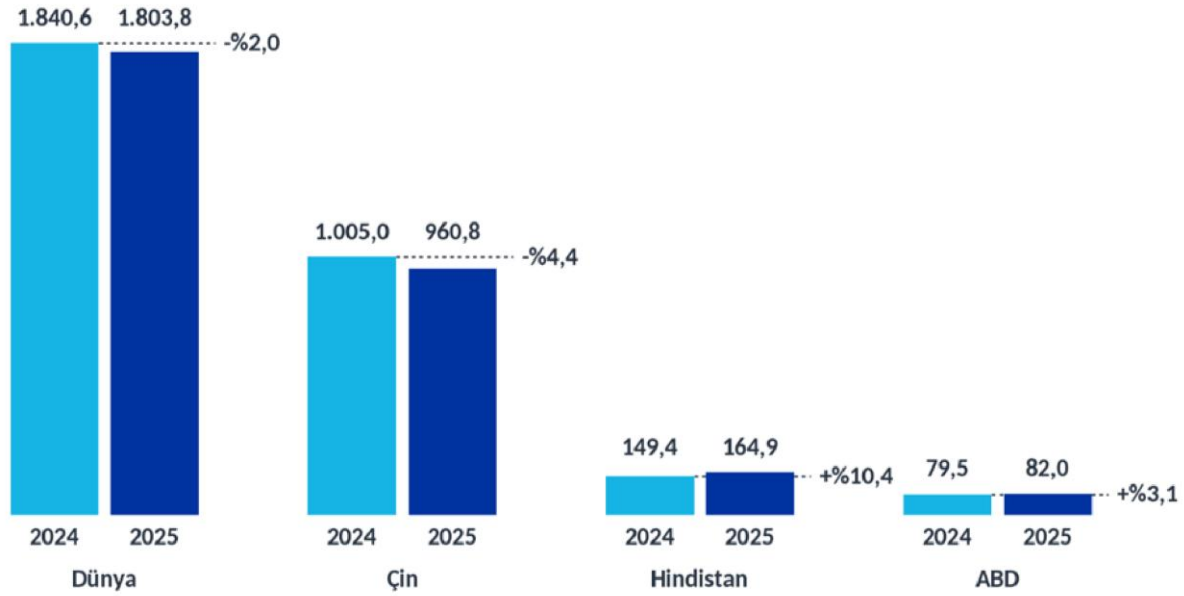
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

SEKTÖR ÖZETİ

Küresel Çelik Piyasası

Borusan Boru'nun nihai ürünü çelik boru olmakla birlikte, Şirket'in maliyet yapısı ve fiyatlama dinamikleri doğrudan küresel çelik piyasasına bağlıdır. Bu nedenle sektörel görünümün başlangıç noktasını ham çelik tarafı oluşturmaktadır. Worldsteel verilerine göre 2025 yılında küresel ham çelik üretimi bir önceki yıla kıyasla %2,0 gerileyerek 1803,8 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Daralmanın temel kaynağı, üretimini %4,4 azaltarak 960,8 milyon tona çeken Çin olmuştur. Bu gerileme, ülkenin gayrimenkul sektöründeki yapısal sorunları ve politika güdümlü kapasite kısıtlamalarını yansıtmıştır. Buna karşın Hindistan üretimini %10,4 artırarak 164,9 milyon tona taşımış ve büyük üreticiler arasında en hızlı büyüyen ülke konumunu pekiştirmiştir. Amerika Birleşik Devletleri ise destekleyici sanayi politikaları ve koruma önlemlerinin katkısıyla üretimini %3,1 artışla 82 milyon tona yükseltmiştir.

Grafik: Küresel ve Başlıca Ülkelerde Ham Çelik Üretimi, 2024-2025



Kaynak: Worldsteel

Üretim tarafındaki bu görünümün ardında, sektörü uzun yıllardır şekillendiren yapısal bir tema yatmaktadır. Üretim kapasitesi ile fiili talep arasındaki açık, küresel çelik değer zincirinde fiyatlar ve marjlar üzerinde kalıcı bir baskı yaratmaktadır. Nitekim OECD, küresel çelik üretim kapasite fazlasının 2027 yılına kadar yaklaşık 165 milyon tonluk bir artışla 700 milyon tonun üzerine çıkabileceğini öngörmektedir. Devlet sübvansiyonlarıyla desteklenen Çinli üreticilerin düşük marjlarla dahi üretime devam ederek ihracatlarını rekor seviyelere taşıması, başta Asya ve Karadeniz havzası olmak üzere küresel fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskının başlıca kaynağı olmuştur.

Küresel çelik talebi, sıkı para politikaları, zayıf imalat sanayi aktivitesi ve jeopolitik belirsizliklerin etkisiyle 2022 yılından bu yana zayıf bir seyir izlemektedir. Worldsteel'in Ekim 2026'da yayımladığı kısa vadeli görünüm raporuna göre küresel çelik talebinin 2026 yılında 1722 milyon ton ile yatay kalması, 2027 yılında ise %1,7 artışla 1752 milyon tona yükselmesi beklenmektedir. Bu tahminler, Nisan 2026'daki görünüme kıyasla aşağı yönlü revize edilmiştir. Revizyonun başlıca nedeni, talebin 2026 yılında %2, 2027 yılında %1 gerilemesi öngörülen Çin'dir. Çin hariç küresel talebin ise 2026 yılında %1,5, 2027 yılında %4 artması beklenmektedir. Büyümenin başlıca kaynağı, talebin 2026 yılında %7,9, 2027 yılında %8 artması öngörülen Hindistan'dır. ABD'de talebin 2026 yılında %2, 2027 yılında %1,5 artması beklenirken, Avrupa Birliği'nde 2026 yılındaki %0,3'lük daralmanın ardından 2027 yılında %3,1'lik bir toparlanma öngörülmektedir.

Fiyatlama tarafında ise sübvansiyonların ve tarife engellerinin yoğunlaşmasıyla bölgesel farklılaşmalar giderek belirginleşmektedir. ABD'de sıcak haddelenmiş rulo fiyatları 2025 yılında %39 yükselmiştir. Bu artış, Mart 2025'te ülke muafiyetlerinin kaldırılması ve Haziran 2025'te oranın %25'ten %50'ye çıkarılmasıyla Section 232 gümrük vergilerinin tüm ithalatı kapsayacak biçimde genişlemesini yansıtmaktadır. Bu durum, rekabet koşullarını fiilen eşitlerken tüm sektör için maliyet tabanını da belirgin biçimde yükseltmiştir. Yükseliş 2026 yılında da sürmüş ve ABD'de fabrika teslim spot sıcak haddelenmiş rulo fiyatları 20 Kasım 2026 itibarıyla yılbaşına göre %49 artışla 1375 dolar/ton seviyesine ulaşmıştır. Kuzey Avrupa'da ise sıcak haddelenmiş rulo fiyatları 2025 yılında %23, 2026 yılında ise yılbaşından bu yana %20 yükselmiştir. Bu artışta, 1 Ocak 2026 itibarıyla kesin uygulama fazına geçen Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM) ile 1 Temmuz 2026'dan itibaren çelik ithalat kotalarının daraltılması ve kota dışı vergilerin %50'ye çıkarılması belirleyici olmuştur. Bu tablo, çelik ve çelik boru sektörlerinde rekabetin yalnızca maliyet üzerinden değil, giderek artan biçimde pazara erişim ve yerel üretim üzerinden belirlendiği bir döneme işaret etmektedir. Borusan Boru'nun iş modelini değerlendirirken bu çerçevenin ayrı bir önem taşıdığını düşünüyoruz.

Çelik Boru Sektörü

Çelik boru, ham çeliğin yassı veya yarı mamul girdilerinden hareketle üretilen ve ham çelik üretiminden bir adım sonra gelen bir alt segmenttir. Sektör, üretim yöntemine göre dikişsiz ve dikişli borular olmak üzere iki ana kategoriye ayrılmaktadır. Dikişli borular, üretim ölçeği, maliyet verimliliği ve geniş çap ile et kalınlığı yelpazesindeki esneklik avantajları sayesinde küresel çelik boru üretiminin ağırlıklı kısmını oluşturmaktadır. Borusan Boru'nun ürün portföyü de elektrik direnç kaynaklı (ERW), spiral kaynaklı (HSAW) ve boyuna kaynaklı (LSAW) borulardan oluşan, tümüyle dikişli boru teknolojilerine dayanmaktadır.

Çelik boru talebinin döngüselliği, emtia çeliğinin döngüselliğinden önemli ölçüde ayrışmaktadır. Talebi belirleyen başlıca etken, petrol ve doğal gaz kuyu boruları (OCTG) ile hat borularını kapsayan enerji sektörüdür. Enerji segmentini, su ve doğal gaz iletim hatlarını içeren altyapı talebi, ardından inşaat ve otomotiv talebi izlemektedir. Bu nedenle çelik boru talebi, büyük ölçüde enerji sektörünün yatırım döngülerine, altyapı harcamalarına ve sondaj aktivitesine bağlı olarak şekillenmekte ve ham çelik fiyatlarının kısa vadeli oynaklığından kısmen ayrışan bir profil sergilemektedir.

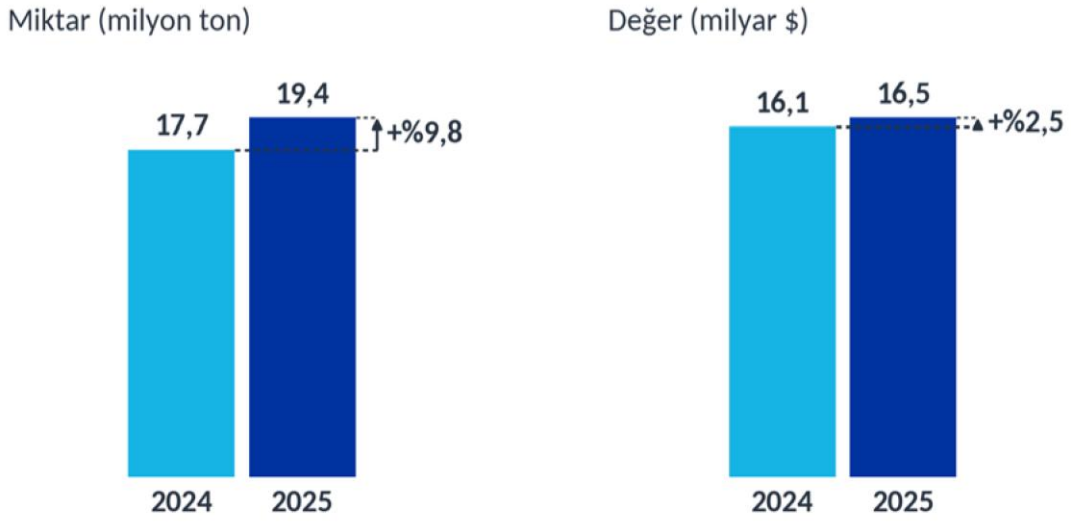
Dikişli ve dikişsiz borular arasındaki ayrım, enerji segmentinde talebin nerede daha canlı olduğunu anlamak açısından da önem taşımaktadır. Derin deniz projeleri ile yüksek basınç ve sıcaklık koşullarına sahip kuyularda ağırlıklı olarak dikişsiz borular kullanılmakta olup, bu projelerin önemli bölümü ABD dışında yer almaktadır. ABD'de karadaki kaya sondajlarında ise maliyet avantajı ve yerel tedarik imkanı nedeniyle elektrik direnç kaynaklı borular yaygın olarak tercih edilmektedir. Bu nedenle ABD'de kaynaklı kuyu borusu talebi, esas olarak ülkedeki sondaj ve kuyu tamamlama faaliyetinin seyrine bağlıdır.

Sektörün bir diğer yapısal özelliği, ürün karmaşıklığı ve sertifikasyon gerekliliklerinin yarattığı giriş engelleridir. Özellikle yüksek basınca dayanıklı enerji boruları, içme suyu ve yangın güvenliği tesisat boruları ile otomotiv uygulamalarına yönelik hassas borular, uluslararası standartlara uygunluk ve ilgili sertifikasyon altyapısını gerektirmektedir. Bu standartlar arasında petrol ve gaz borularında API, içme suyu tesisatında NSF ve DVGW, yangın tesisatında UL ve FM, genel sanayi ve inşaatta ise ASTM ile EN standartları yer almaktadır. Bu sertifikasyon altyapısı, başta ABD olmak üzere regülasyon seviyesi yüksek pazarlarda faaliyet gösterebilmenin ön koşuludur. Aynı zamanda katma değerli ürün segmentlerinde rekabeti sınırlayan ve fiyatlama gücünü destekleyen yapısal bir bariyer işlevi görmektedir.

Türkiye, dikişli çelik boru üretimi ve ihracatında küresel ölçekte öne çıkan ülkeler arasında yer almaktadır. Avrupa, Orta Doğu ve Afrika pazarları arasındaki stratejik coğrafi konumu, gelişmiş liman altyapısı ve uzun yıllara dayanan üretim birikimi, Türk çelik boru sektörünün net ihracatçı konumunu yapısal olarak desteklemektedir.

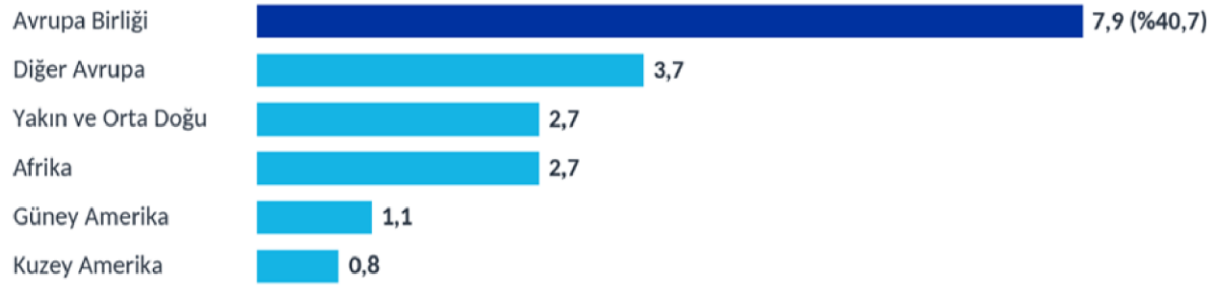
Türk çelik sektörü, makroekonomik istikrarsızlık ve 2023 depremlerinin etkisiyle geçirdiği durgunluk döneminin ardından 2024 yılında güçlü bir toparlanma kaydetmiş, bu eğilim 2025 yılında da sürmüştür. Worldsteel verilerine göre Türkiye 2025 yılında ham çelik üretimini %3,3 artırarak 38,1 milyon tona çıkarmış ve Almanya'nın önünde Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise yedinci büyük çelik üreticisi konumunu pekiştirmiştir. Sektörün ağırlıklı olarak elektrik ark ocağına (EAF) dayanan üretim yapısı, hem üretim esnekliği hem de düşük gömülü karbon emisyonu bakımından, yüksek fırın bazlı (BOF) üretimin ağırlıkta olduğu rakiplere kıyasla yapısal bir avantaj sunmaktadır.

Grafik: Türkiye Çelik İhracatı



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği (ÇİB)

Grafik: Türkiye'nin Başlıca Çelik İhracat Pazarları, 2025 (milyon ton)



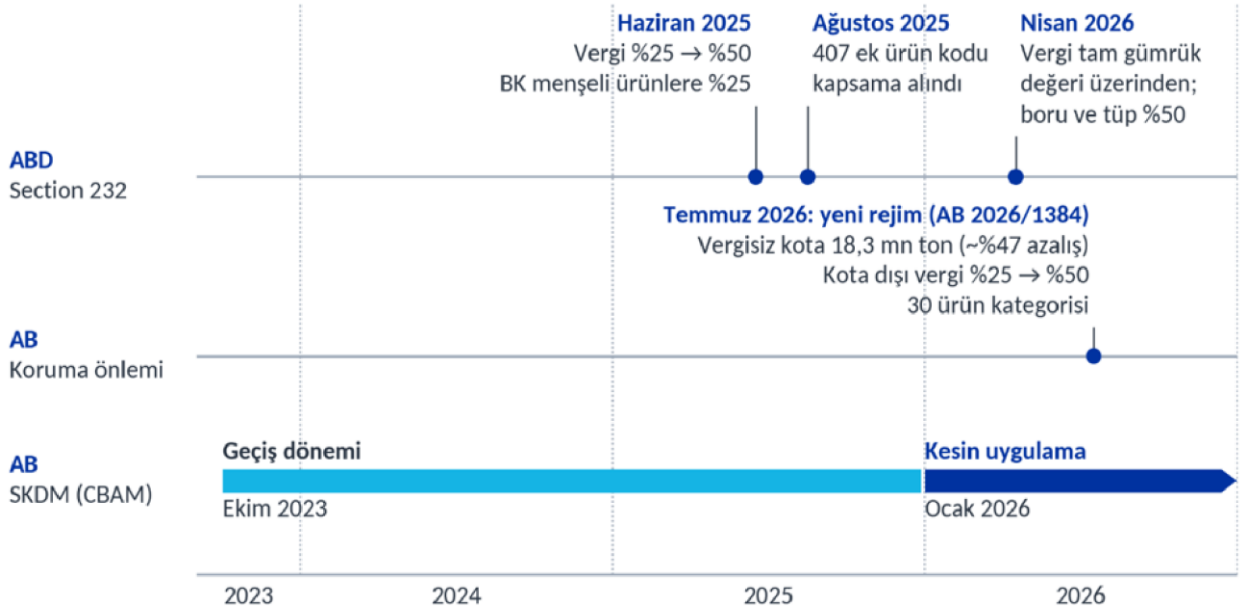
Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği (ÇİB)

Türkiye'nin toplam çelik ihracatı 2025 yılında miktar bazında %9,8 artışla 19,4 milyon tona, değer bazında ise %2,5 artışla 16,5 milyar dolara ulaşmıştır. Çelik boru özelinde ise Türkiye'nin ihracatı, Borusan Boru'nun faaliyet raporuna göre 2025 yılında %0,6 artışla 2,2 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu ihracatta Romanya, Birleşik Krallık ve Fas öne çıkan pazarlar olmuştur. Türk çelik sektörünün ana ihracat pazarı, miktar bazında en büyük payı alan Avrupa Birliği'dir. Bu durum, AB ticaret çerçevesinde yaşanacak değişikliklerin sektör açısından önemini artırmaktadır.

Çelik Sektöründe Koruma Önlemleri

Son yıllarda küresel çelik ve çelik boru ticaretini yeniden şekillendiren korumacılık dalgası, Borusan Boru'nun konumlanması açısından kritik bir çerçeve oluşturmaktadır.

Grafik: Çelik Ticaretinde Başlıca Koruma Önlemleri, 2023-2026

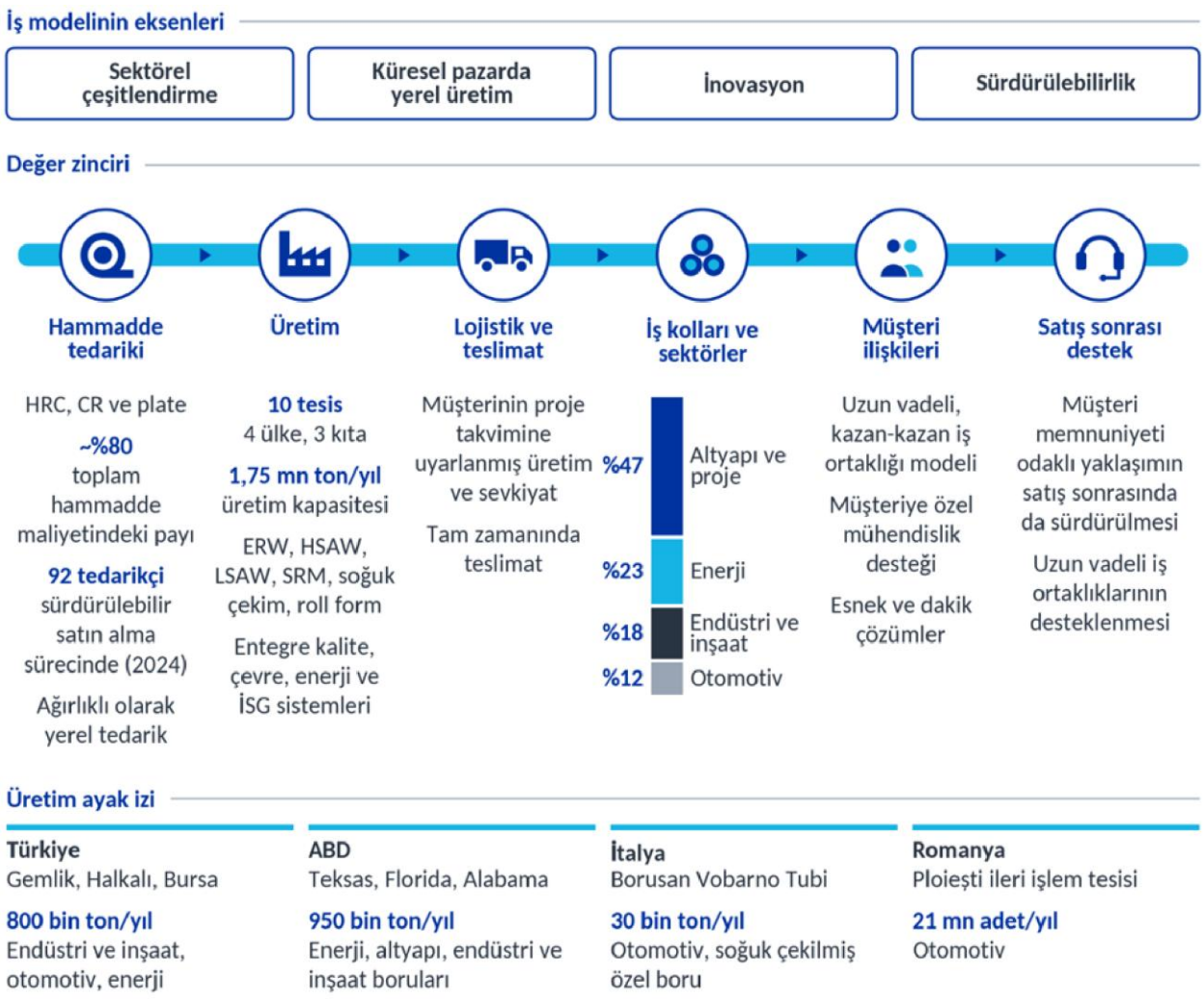


Kaynak: ABD Section 232 Kararnameleri, Regülasyon (EU) 2026/1384, SKDM Regülasyonu 2023/956

ABD tarafında, 3 Haziran 2025'te yürürlüğe giren bir kararname ile Section 232 kapsamındaki çelik, alüminyum ve türev ürünlere uygulanan gümrük vergileri %25'ten %50'ye çıkarılmış, Birleşik Krallık menşeli ürünler %25 oranında istisna tutulmuştur. Ağustos 2025'te kapsam 407 ek ürün koduyla genişletilmiş ve çok daha geniş bir ürün yelpazesi %50'lik vergiye tabi kılınmıştır. 2 Nisan 2026'da yayımlanan kararname ile rejim yeniden yapılandırılmıştır. Buna göre türev ürünlerde vergi yalnızca metal içeriğine değil, ürünün tam gümrük değerine uygulanmaya başlanmış ve emtia sınıfı çelik boru ile tüp ürünleri tam değeri üzerinden %50 vergiye tabi dilime dahil edilmiştir.

Avrupa tarafında ise mevcut koruma önleminin yerini alan yeni AB düzenlemesi 1 Temmuz 2026 itibarıyla uygulanmaya başlamıştır. Yeni rejim, vergisiz ithalat kotalarını yıllık 18,3 milyon tona çekmekte, bu da 2024 kotalarına kıyasla yaklaşık %47'lik bir azalışa karşılık gelmektedir. Kota aşımında uygulanan gümrük vergisi %25'ten %50'ye yükseltilmiş olup, düzenleme 30 ürün kategorisini kapsamaktadır. Buna paralel olarak AB'nin Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması, üç yıllık geçiş döneminin ardından 2026 yılı başında kesin uygulama fazına girmiştir. Türkiye tarafında ise 1 Ekim 2025'ten itibaren Dahilde İşleme Rejimi kapsamında sıcak haddelenmiş rulo dahil yassı ve yarı mamul çelik girdilerde asgari %25 yurt içi alım şartı uygulanmaktadır. Bu düzenleme, ithal girdiyle ihracata yönelik üretim yapan Türk boru üreticilerinin maliyet esnekliğini sınırlamaktadır.

Grafik: Borusan Boru İş Modeli ve Değer Zinciri



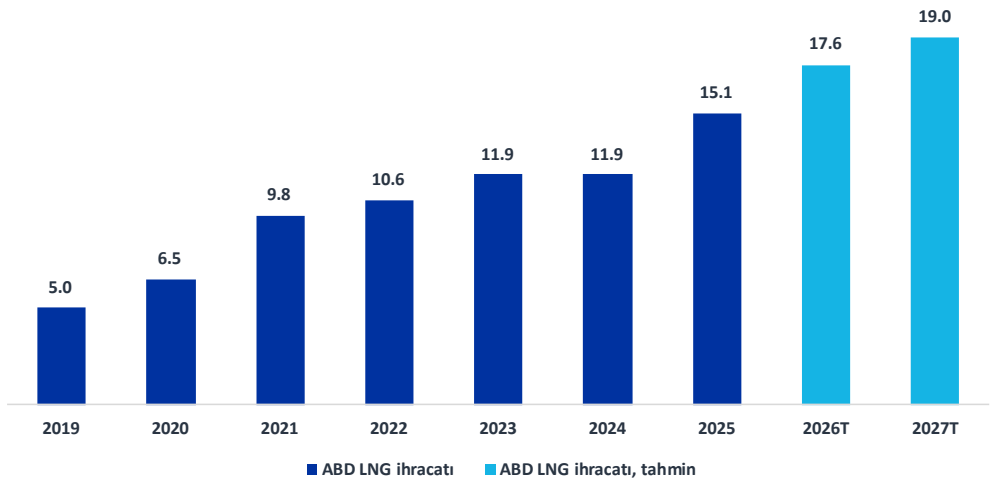
Kaynak: Borusan Boru 2025 TSRS Raporu

İlk bakışta bu korumacı önlemler ihracat ağırlıklı bir Türk üreticisi için bir tehdit olarak okunabilir. Nitekim yeni AB rejimi, Türkiye'den Avrupa'ya yapılan çelik boru ihracatı için belirsizlik yaratmaktadır. Ancak Borusan Boru'nun iş modeli tam da bu çerçevede ayrışmaktadır. Şirket, faaliyet gösterdiği pazarlarda yerel üretici olma stratejisini benimsemiş olup, ABD'deki üretim altyapısı sayesinde dünyanın en büyük çelik ithalat pazarlarından birinde yerel üretici olarak konumlanmaktadır. Borusan Boru, Nisan 2023'te 162 milyon dolar karşılığında satın aldığı ve Mobile ile Panama City tesislerini bünyesinde barındıran Berg Pipe ile büyük çaplı kaynaklı boru üretiminde, Baytown tesisiyle de enerji ile endüstri ve inşaat borularında ABD'de yerel üreticidir. Bu konumlanma, ticaret koruma önlemlerini Şirket için bir engel olmaktan çıkarıp ithalata dayalı rakiplere karşı yapısal bir rekabet avantajına dönüştürmektedir. Bu stratejinin doğal bir sonucu olarak 2025 yılında konsolide gelirin yaklaşık %73'ü ABD pazarından elde edilmiştir. 2026 yılının ilk dokuz ayında ABD'nin gelir içindeki payı %82'ye, yurt dışı pazarların toplam payı ise %90'a yükselmiştir. ABD'deki yerel üretim kapasitesinin güçlendirilmesiyle birlikte Şirket'in Türkiye kaynaklı ihracatının ana pazarı Avrupa olarak şekillenmiştir. Türkiye'den gerçekleştirilen ihracat geliri 2025 yılında 219 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu tutar 2024 yılında 284 milyon dolar seviyesindeydi.

Nihai Pazar Analizi

Borusan Boru'nun dört iş kolu, birbirinden farklı küresel talep dinamiklerine sahip nihai pazarlara hizmet etmektedir. Aşağıda her bir nihai pazar, küresel ve yapısal dinamikleri ile talep görünümü ekseninde ele alınmakta, Şirket'in konumlanmasına ise yalnızca sektörel çerçeveyi oturtmak amacıyla değinilmektedir.

Grafik: ABD LNG İhracatı (milyar fit küp/gün)

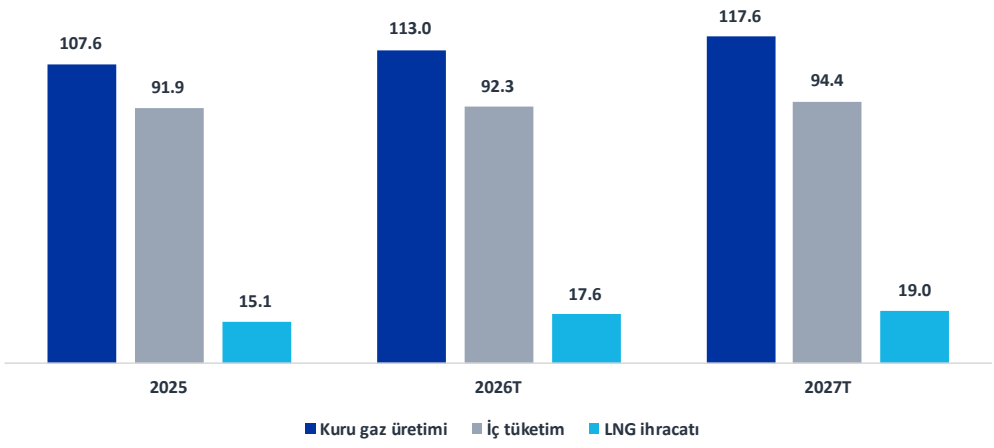


Kaynak: EIA (Natural Gas Monthly; 2026T ve 2027T Kasım 2026 STEO)

Altyapı ve Proje: Enerji Nakil ve Su İletim Hatları

Büyük çaplı kaynaklı hat boruları, petrol, doğal gaz ve suyun uzun mesafelerde iletiminde kullanılmaktadır. Bu segmentin talebi, boru hattı altyapısı yatırımlarına ve özellikle sıvılaştırılmış doğal gaz (LNG) değer zincirine bağlıdır. IEA'ya göre 2026-2028 dönemi, LNG kapasitesinde tarihin en büyük yıllık artışlarından bazılarına sahne olacaktır. Yalnızca ABD'de yapımı süren projeler, yıllık yaklaşık 130 milyar metreküplük ilave ihracat kapasitesiyle ülkenin LNG ihracat kapasitesini neredeyse ikiye katlama yolundadır. EIA da inşaat halindeki projelerle ABD'nin LNG ihracat kapasitesine 2025-2029 döneminde günlük yaklaşık 13,9 milyar fit küp eklenmesinin planlandığını belirtmektedir. Genişleme ihracat verilerine de yansımaktadır. ABD'nin LNG ihracatı 2023 ve 2024 yıllarında günlük 11,9 milyar fit küp seviyesinde yatay seyrettikten sonra, yeni terminallerin devreye girmesiyle 2025 yılında %27 artışla 15,1 milyar fit küpe yükselmiştir. EIA'nın Kasım 2026 tarihli kısa vadeli enerji görünümüne göre ihracatın 2026 yılında 17,6 milyar fit küpe, 2027 yılında ise 19,0 milyar fit küpe yükselmesi beklenmektedir. Aynı görünümde ABD'nin kuru doğal gaz üretiminin 2025 yılındaki günlük 107,6 milyar fit küpten 2027 yılında 117,6 milyar fit küpe çıkması, iç tüketimin ise aynı dönemde 91,9 milyar fit küpten 94,4 milyar fit küpe sınırlı bir artış göstermesi öngörülmektedir. Üretim artışının iç tüketimdeki artışın belirgin biçimde üzerinde kalması, ilave arzın önemli bölümünün LNG terminallerine ve ihracat noktalarına taşınmasını gerektirmektedir. Bu genişleme, besleme gazı boru hatları ve büyük çaplı iletim hatları için en önemli talep kaynağını oluşturmaktadır.

Grafik: ABD Doğal Gaz Üretimi, Tüketimi ve LNG İhracatı (milyar fit küp/gün)

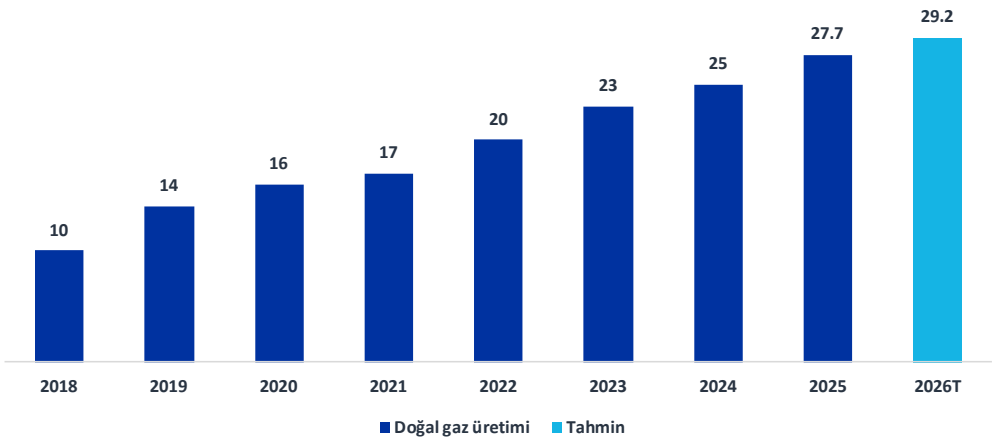


Kaynak: EIA, Kasım 2026 Kısa Vadeli Enerji Görünümü

**Boru hattıyla ihracat, ithalat ve stok değişimi gösterilmemiştir.*

Talebin ikinci kaynağı, arz tarafında üretim havzalarından çıkış hatlarıdır. Bu hatlar LNG terminallerini de beslemekle birlikte, ihtiyacın temelinde petrol üretimine bağlı olarak artan doğal gaz arzı bulunmaktadır. EIA verilerine göre Permian Havzası'nda büyük ölçüde petrol üretimine bağlı olarak elde edilen doğal gaz üretimi 2018 yılından bu yana iki katının üzerine çıkmıştır. Bölgenin pazarlanabilir doğal gaz üretimi 2025 yılında %11 artışla günlük 27,7 milyar fit küpe ulaşmış ve ABD üretiminin %23'ünü oluşturmuştur. EIA, bölge için 2026 yılında günlük 29,2 milyar fit küplük üretim öngörmektedir. EIA'ya göre bölgedeki doğal gaz üretimi ağırlıklı olarak petrol üretimine bağlı olarak elde edilmekte ve doğal gaz fiyatlarından çok ham petrol fiyatlarına bağlı seyretmektedir. Bu nedenle bölgenin çıkış hattı ihtiyacı LNG ve veri merkezi talebinden bağımsız bir dinamiğe sahip olup, büyük çaplı boru talebinin kaynaklarını çeşitlendirmektedir. Bu talebin yatırıma dönüştüğü de görülmektedir. EIA'nın Mayıs 2026 tarihli boru hattı projeleri verisi, 2026-2027 döneminde devreye girecek yeni kapasitenin ağırlıklı olarak Teksas'tan çıkacağını göstermektedir. Planlanan günlük yaklaşık 44,9 milyar fit küplük toplam kapasitenin üçte ikisinden fazlası Teksas çıkışlı projelerden oluşmakta, toplamın yaklaşık %70'inde ise inşaat halihazırda sürmektedir. Söz konusu projeler Permian Havzası'ndan çıkış kapasitesini artırarak LNG ihracat terminallerine ve tüketim merkezlerine gaz taşıyacaktır. Permian Havzası'ndan çıkış için planlanan uzun mesafeli ana hatlar ağırlıklı olarak 42 ile 48 inç çap aralığındadır. Bu aralık, Borusan Boru'nun Panama City tesisinde ürettiği 24 ile 60 inç çaplı boyuna kaynaklı ve Mobile tesisinde ürettiği 24 ile 56 inç çaplı spiral kaynaklı boruların kapsamı içinde kalmaktadır. Hugh Brinson hattının ilk aşaması Eylül 2026'da devreye alınmış, Blackcomb hattında ise devreye alma süreci Temmuz 2026'da başlamıştır. Talep zemini 2028 sonrasına da uzanmaktadır. Yatırım kararı alınmış ve 2028-2030 döneminde devreye alınması planlanan hatlar arasında Eiger Express, Desert Southwest ve Solitude projeleri yer almaktadır. Borusan Boru, bunlardan Eiger Express için Ağustos 2025'te Eiger Supply LLC ile yaklaşık 567 milyon dolarlık boru tedarik sözleşmesi imzalamıştır.

Grafik: Permian Havzası Doğal Gaz Üretimi (milyar fit küp/gün)

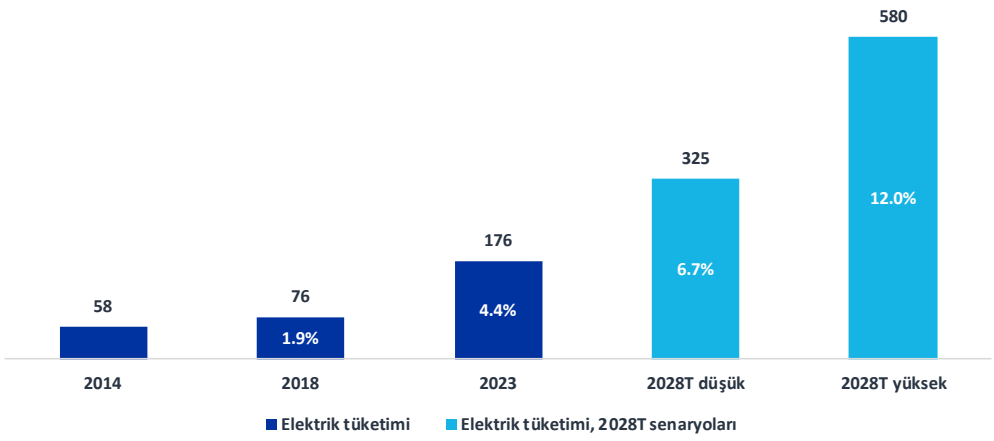


Kaynak: EIA

**2026T, EIA tahminidir.*

Talebin üçüncü kaynağı, elektrik tüketimindeki yapısal artışın desteklediği doğal gaz kaynaklı elektrik üretimidir. EIA'nın Ekim 2026 tarihli kısa vadeli enerji görünümüne göre ABD'nin elektrik tüketimi 2025 yılında 4195 milyar kilovatsaat ile rekor kırmış olup, 2026 yılında 4288 milyar, 2027 yılında ise 4356 milyar kilovatsaate yükselmesi beklenmektedir. Bu artışın önemli bir kısmı ticari ve sanayi sektörlerinden, bu kapsamda yapay zeka uygulamalarıyla hızla büyüyen veri merkezlerinden kaynaklanmaktadır. ABD Enerji Bakanlığı'nın Aralık 2024'te yayımladığı rapora göre veri merkezlerinin elektrik tüketimi 2018 yılındaki 76 milyar kilovatsaatten 2023 yılında 176 milyar kilovatsaate yükselmiş, toplam tüketim içindeki payı %1,9'dan %4,4'e çıkmıştır. Raporda bu tüketimin 2028 yılında 325 ile 580 milyar kilovatsaat aralığına, toplam tüketim içindeki payının ise %6,7 ile %12 aralığına ulaşabileceği öngörülmektedir. Konut tüketimi ise EIA'nın görünümünde 2026-2027 döneminde büyük ölçüde yatay seyretmektedir. Bununla birlikte daha uzun vadede elektrikli araçların yaygınlaşması ve ısınmada elektrifikasyonla konut tüketiminin de elektrik talebine ilave katkı sağlayabileceğini düşünüyoruz. Doğal gaz, ABD'nin elektrik üretiminde yaklaşık %40'lık payla en büyük kaynak konumundadır. Gaz türbini üreticilerinin sipariş defterleri, gaz kaynaklı üretim kapasitesindeki artışın on yılın sonuna kadar uzandığına işaret etmektedir. GE Vernova'nın gaz türbini sipariş ve rezervasyon portföyü 30 Eylül 2026 itibarıyla 122 gigavata ulaşmış olup, şirket yıl sonunda en az 130 gigavata ulaşmayı beklemekte ve 2032 teslimatlı rezervasyon almaya başlamıştır. GE Vernova yönetimine göre bu talebin yaklaşık %80'i veri merkezi dışındaki geleneksel müşterilerden gelmektedir. Siemens Energy'nin kesinleşmiş gaz türbini sipariş defteri de 30 Haziran 2026 itibarıyla 69 gigavata ulaşmıştır. Veri merkezlerine yönelik elektrik üretimi, boru hattı yatırımlarına da doğrudan yansımaktadır. Williams'ın Virginia'daki veri merkezlerinin elektrik talebine yönelik Transco Power Express projesi, 2030 yılının üçüncü çeyreğinde devreye alınması planlanan günlük 950 milyon fit küplük bir kapasite genişlemesidir. Büyük çaplı boru talebinin ağırlığını LNG ihracatı ve havza çıkış hatları oluşturmakla birlikte, veri merkezlerini payı artan yapısal bir büyüme unsuru olarak görüyoruz.

Grafik: ABD Veri Merkezlerinin Elektrik Tüketimi (milyar kilovatsaat)



Kaynak: ABD Enerji Bakanlığı, Lawrence Berkeley National Laboratory (Aralık 2024)

Talep görünümüne ilişkin bazı riskler de bulunmaktadır. On yılın sonuna doğru küresel LNG arzında beklenen fazla, yeni ABD LNG projelerinde yatırım kararlarını yavaşlatabilir. Bununla birlikte, Katar'ın LNG kapasitesinin yaklaşık %17'sini birkaç yıl süreyle kaybetmesi beklentisi bu riski kısmen dengelemektedir. Gaz türbini talebinin büyük bölümünün veri merkezi dışındaki müşterilerden gelmesi ise veri merkezi yatırımlarındaki olası bir yavaşlamanın elektrik üretimine yönelik doğal gaz talebi üzerindeki etkisini sınırlamaktadır. Seçim döngülerine bağlı olarak izin süreçlerinde ve enerji politikasında yaşanabilecek değişiklikler ile veri merkezlerine yönelik yerel düzenlemeler de yatırım takvimlerini etkileyebilir. Nitekim Teksas, Ağustos 2026'da yeni veri merkezlerinin şebekeye bağlanmasına ilişkin izinleri geçici olarak durdurmuştur.

Talebin dördüncü kaynağı, yaşlanan altyapının yenilenmesidir. Su iletim altyapısında da yaşlanan şebekelerin yenilenmesi ve yeni iletim hatları talebe ayrı bir yapısal boyut eklemektedir. ABD Çevre Koruma Ajansı'nın (EPA) Eylül 2023'te yayımladığı içme suyu altyapısı ihtiyaç araştırmasına göre ABD'deki içme suyu sistemlerinin önümüzdeki 20 yılda 625 milyar dolarlık yatırıma ihtiyacı bulunmakta olup, bunun yaklaşık 421 milyar doları yaşlanan iletim ve dağıtım hatlarının yenilenmesi ve onarımına yöneliktir. Uzun vadeli tahminler de bu çerçeveyi desteklemektedir. ABD Eyaletlerarası Doğal Gaz Birliği Vakfı'nın (INGAA) Mart 2026'da yayımladığı çalışmaya göre ABD ve Kanada'da 2052 yılına kadar, yaklaşık 33,8 bin mili ABD'de olmak üzere en az 37 bin mil yeni doğal gaz iletim hattına ve 1 trilyon doları aşan orta akım altyapı yatırımına ihtiyaç duyulmaktadır. ABD'deki 33,8 bin millik ihtiyaç, EIA verilerine göre yaklaşık 306 bin mil uzunluğundaki mevcut eyaletler arası ve eyalet içi doğal gaz iletim ağının yaklaşık %11'ine karşılık gelmekte olup, yıllık ortalama yaklaşık 1300 mil yeni hat anlamına gelmektedir. Çalışmada LNG ihracatı, bu dönemde ilave doğal gaz talebinin en büyük kaynağı olarak öne çıkmaktadır. Ürün tarafında bu segment, spiral ve boyuna kaynaklı büyük çaplı boruların proje bazlı, uzun teslim süreli ve mühendislik yoğun yapısıyla karakterize olup, sipariş portföyüne dayalı görünürlüğü görece yüksek bir talep profili taşımaktadır. Bu görünürlüğün süresini ise hammadde tarafı belirlemektedir. Üreticiler maliyetleri sipariş aşamasında çelik tedarik sözleşmeleriyle sabitlemekte olup, çelik tedarikçilerinden çok ileri tarihli teslimatlar için sabit fiyatlı hammadde temin etmek güç olduğundan, sipariş görünürlüğü de çelik fiyatının sabitlenebildiği zaman aralığıyla sınırlı kalmaktadır.

Büyük çaplı kaynaklı hat borusu pazarında rekabet, ABD'de üretim yapan sınırlı sayıda üretici arasında yoğunlaşmaktadır. Borusan Boru'nun yanı sıra Welspun, Arkansas'taki Little Rock tesisinde 24 ile 60 inç çaplı spiral kaynaklı boru üretmektedir. Welspun, aynı tesiste kurduğu boyuna kaynaklı boru hattını 2027 yılının ilk çeyreği sonuna kadar devreye almayı, spiral kaynaklı boru kapasitesini ise Mart 2028'e kadar yıllık 575 bin tona çıkarmayı planlamaktadır. Jindal Saw, Mississippi'deki Bay St. Louis tesisinde 24 ile 60 inç çaplı spiral kaynaklı boru, JSW Steel USA ise Teksas'taki Baytown tesisinde 24 ile 48 inç çaplı boyuna kaynaklı boru üretmektedir. Halka açık olmayan Stupp Corporation ve Dura-Bond Industries de ABD'de büyük çaplı kaynaklı boru üretmektedir.

Bu segmentte yerli üretimin önemi kuyu borularına kıyasla daha belirgindir. Ticaret koruma önlemlerine ek olarak federal fonlu altyapı projelerinde yerli üretim şartı aranmakla birlikte, bu şart özel sektör iletim hatlarını kapsamamaktadır. Yüksek spesifikasyonlu boyuna kaynaklı ürünlerde ithalat pazarda yer almaya devam etmektedir. Proje bazlı yeterlilik ve sertifikasyon süreçleri ise yeni üreticilerin pazara girişini zorlaştırmaktadır. Mobile ve Panama City tesisleriyle Borusan Boru, ABD'de bu projelerde yer alabilen sınırlı sayıdaki yerli üretici arasında bulunmaktadır.

Segmentteki talebin gücü, bağımsız bir gösterge olarak rakiplerin sipariş portföylerine de yansımaktadır. Büyük çaplı boruda dünyanın önde gelen üreticilerinden ve ABD pazarında Borusan Boru'nun doğrudan rakiplerinden biri olan Welspun'un konsolide sipariş portföyü, 2026 yılı boyunca art arda gelen büyük ABD siparişlerinin katkısıyla rekor seviyeye ulaşmıştır. Şirket'in 29 Ekim 2026'da açıkladığı 2027 mali yılının ilk yarısına ilişkin sonuçlara göre sipariş portföyü yaklaşık 5,2 milyar dolara yükselmiş ve 2026 mali yılı sonundaki seviyesinin yaklaşık iki katına çıkmıştır. Şirket, Ağustos 2026'da 2028 ve 2029 mali yıllarında teslim edilecek yaklaşık 1,8 milyar dolarlık bir boru tedarik siparişi almıştır. Eylül 2026'da ise ABD iştiraki Welspun Tubular, yaklaşık 412,5 milyon dolarlık yüksek frekans indüksiyon kaynaklı (HFIW) boru siparişi kazanmıştır. 23 Ekim 2026'da da Permian Havzası'nda, bir veri merkezi kompleksini besleyecek doğal gaz boru hattı projesi için 2029 mali yılında teslim edilecek yaklaşık 580 milyon dolarlık yeni bir sipariş açıklanmıştır. Welspun yönetimi Temmuz 2026'da, ABD sipariş portföyünün yaklaşık dörtte birinin veri merkezi kaynaklı projelerden oluştuğunu ve bu payın artmasını beklediğini belirtmiştir. Bu siparişler, büyük çaplı hat borusu segmentindeki güçlü talep ivmesinin Welspun'un Mart 2029'da sona eren 2029 mali yılına kadar uzandığına işaret etmektedir.

Enerji: Petrol ve Doğal Gaz

Petrol ve doğal gaz sektörü, küresel çelik boru talebinin yapısal olarak en büyük kaynağını oluşturmaktadır. Borusan Boru'nun bu segmentteki konumlanması, ana pazarı olan ABD'nin enerji üretimindeki liderliği nedeniyle ayrı bir önem taşımaktadır. ABD Enerji Bilgi İdaresi'nin (EIA) verilerine göre ABD, 2025 yılında ham petrol üretimini günlük 13,6 milyon varil ile rekor seviyeye taşımış ve küresel üretimin yaklaşık %16'sını karşılayarak dünyanın en büyük ham petrol üreticisi konumunu korumuştur. Doğal gazda ise ABD 2011 yılından bu yana dünyanın en büyük üreticisi olup, 2025 yılında günlük 118,5 milyar fit küp ile yeni bir rekora ulaşmıştır.

IEA'nın 2025 Dünya Enerji Yatırımları raporuna göre küresel arama ve üretim yatırımları 2025 yılında yıllık yaklaşık %4 gerileyerek yaklaşık 570 milyar dolar seviyesinde gerçekleşmiştir. IEA'nın saha düşüş oranlarına ilişkin ayrı bir analizine göre bu yatırımın yaklaşık %90'ı, üretim büyümesini karşılamaya değil, mevcut sahalardaki üretim düşüşünü telafi etmeye yönelmektedir. ABD kaya kaynaklarında bu düşüş oranları özellikle yüksektir. Yatırım yapılmaması durumunda ABD kaya petrolü üretiminin bir yıl içinde %35'ten fazla gerileyeceği tahmin edilmektedir. Üretimi yalnızca yatay tutmak dahi kesintisiz sondaj ve dolayısıyla sürekli kuyu borusu talebi gerektirdiğinden, enerji borusu segmenti petrol fiyatı döngüsünden kısmen bağımsız bir ikame talebi tabanına dayanmaktadır.

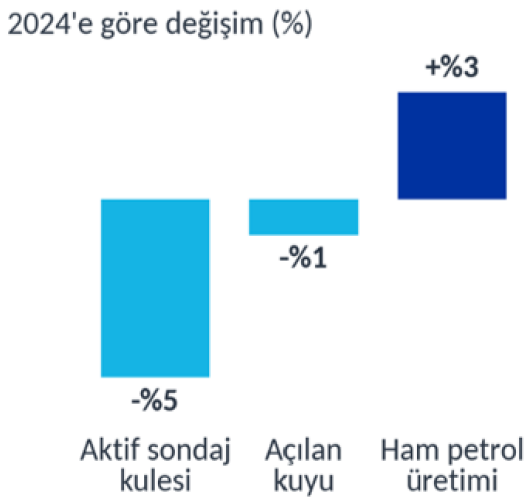
Grafik: Küresel Upstream Petrol ve Gaz Yatırımlarının Dağılımı, 2025



Kaynak: IEA, World Energy Investment 2025

ABD'de sondaj aktivitesi 2025 yılında gerilemiş, aktif sondaj kulesi sayısı yaklaşık %5 azalmıştır. Bununla birlikte 2026 yılında toparlanma işaretleri belirginleşmiştir. Baker Hughes verilerine göre ABD'de aktif sondaj kulesi sayısı 23 Ekim 2026 itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre 53 adet artışla 603'e yükselmiştir. Petrol fiyatlarındaki yükseliş de sondaj faaliyetini desteklemektedir. EIA'nın Kasım 2026 tarihli kısa vadeli enerji görünümüne göre WTI ham petrolünün varil fiyatı 2025 yılında ortalama 65,4 dolar seviyesinde gerçekleşmiş olup, 2026 yılında ortalama 88,3 dolara yükselmesi, 2027 yılında ise 80,5 dolar seviyesinde kalması beklenmektedir. EIA, ABD'nin ham petrol üretiminin de 2027 yılında günlük 14,3 milyon varile çıkmasını öngörmektedir. Sektörün önde gelen oyuncularının son açıklamaları da bu görünümü desteklemektedir. Tenaris, Ağustos 2026'da yayımladığı ikinci çeyrek sonuçlarında ABD'de sondaj aktivitesinin arttığını, OCTG fiyatlarının ise artan talep ile yükselen hammadde ve lojistik maliyetlerini karşılama ihtiyacı nedeniyle yükseldiğini belirtmiş, yılın son çeyreğinde fiyat ve hacimlerin çoğu bölgede artmasını beklediğini açıklamıştır. Vallourec de ikinci çeyrek sonuçlarında ABD'de artan sondaj aktivitesi, sınırlı ithalat ve iyileşen fiyatların kapasite kullanımını desteklediğini, yılın ikinci yarısında Kuzey Amerika fiyatlarının yükselmesini beklediğini ifade etmiştir. Tenaris yönetimi de Nisan 2026'daki sonuç toplantısında ABD'de aktif sondaj kulesi sayısının yıl sonuna kadar yaklaşık 50 adet artmasını beklediğini belirtmiştir. Bu çerçevede ABD'de kuyu borusu talebinin, altyapı segmentine kıyasla daha ılımlı, ancak toparlanan bir seyir izlediğini düşünüyoruz.

Grafik: ABD'de Sondaj Aktivitesi ve Ham Petrol Üretimi, 2025



Kaynak: EIA
**Kule ve Kuyu verileri ABD'nin Alaska ve Hawaii hariç 48 eyaletini, üretim ABD toplamını kapsar.*

Talep tarafındaki bu görünüm, arz ve ticaret tarafındaki gelişmelerle birleşmektedir. ABD, tarihsel olarak kuyu borusu ihtiyacının önemli bir bölümünü ithalatla karşılayan bir pazardır. Ticaret koruma önlemleri kapsamında ithal çelik boru ve tüp ürünlerine uygulanan %50'lik gümrük vergisi, güçlü talep ortamıyla birlikte yerel üreticilerin fiyatlamasını desteklemekte ve ithal ikamesine alan açmaktadır. Bu etki ithalat verilerinde de görülmektedir. ABD Ticaret Bakanlığı'nın ön verilerine göre ABD'nin kuyu borusu ithalatı Ağustos 2026'da yıllık %19,1 gerileyerek 112,7 bin tona inmiştir. Ticaret koruma çerçevesi Section 232 ile sınırlı kalmamaktadır. ABD Ticaret Bakanlığı, Nisan 2026'da Avusturya, Tayvan ve Birleşik Arap Emirlikleri menşeli kuyu borularına yönelik başlattığı anti-damping soruşturmalarında 30 Ekim 2026'da ön olumlu karar açıklamıştır. Ön damping marjları Avusturya için %47,2, Tayvan için %51,2 ile %54,7, BAE için ise %61,5 ile %68,9 aralığında belirlenmiştir. Ön kararların ABD resmi gazetesinde yayımlanmasıyla birlikte ithalatçılar bu oranlarda nakit teminat yatırmakla yükümlü hale gelmektedir. Avusturya için ayrıca Eylül 2026'da %10,2 oranında ön telafi edici vergi kararı açıklanmıştır. Bu üç ülkeden ABD'ye yapılan kuyu borusu ithalatı 2025 yılında toplam yaklaşık 458 bin ton ve 478 milyon dolar seviyesindedir. Nihai kararların BAE için Ocak 2027'de, Avusturya ve Tayvan için Mart 2027'de açıklanması beklenmektedir. Tarifelerin ithalata dayalı üreticiler üzerindeki etkisi, sektörün en büyük oyuncularının sonuçlarına da yansımaktadır. Nitekim ABD pazarına yerel üretiminin yanı sıra diğer ülkelerdeki tesislerinden ithalatla da hizmet veren Tenaris, 2026 yılının ilk yarısında boru faaliyet sonuçlarındaki gerilemenin esas olarak ABD'deki tarife maliyetlerinden kaynaklandığını belirtmiştir. Şirket yönetimi, Section 232 kaynaklı tarife maliyetinin 2026 yılının ilk çeyreğinde 110 ile 120 milyon dolar seviyesinde gerçekleştiğini, yıl sonuna kadar bu seviyede kalmasını beklediğini ve maliyeti azaltmak için ABD'deki üretimini en üst düzeye çıkardığını ifade etmiştir. Bu tablo, Baytown tesisiyle ABD'de yerel kuyu borusu üreticisi konumundaki Borusan Boru gibi oyuncular açısından yapısal bir avantaja işaret etmektedir.

Grafik: ABD'de Kuyu Borusu Anti-Damping Soruşturmaları

Ülke	Üretici/ihracatçı ve ön damping marjı (%)	Ticaret Bakanlığı nihai karar tarihi	2025 ABD ithalatı (bin ton)
Avusturya	voestalpine Tubulars: 47,21 Diğerleri: 47,21	22 Mart 2027 civarı	131.6
Tayvan	Shin Yang: 51,19 Tension Steel: 54,74 Diğerleri: 52,43	22 Mart 2027 civarı	240.0
BAE	Ajmal: 68,88 Universal Tube ve THL: 61,45 Diğerleri: 68,23	20 Ocak 2027 civarı	86.6

Kaynak: ABD Ticaret Bakanlığı (ITA), ABD Sayım Bürosu

Fiyatlama tarafında da güçlü bir ivme gözlenmektedir. Kuzey Amerika'da P110 kalite, 5,5 inç çaplı kuyu borularının spot FOB fiyatı Nisan 2026'da 1863 dolar/ton ile dip yaptıktan sonra yükselişe geçmiştir. Eylül 2026'dan itibaren ikinci ve daha güçlü bir yükseliş dalgası başlamış, fiyat 20 Kasım 2026 itibarıyla 3010 dolar/ton seviyesine ulaşarak Nisan dibine göre %62, yılbaşına göre ise %54 artmıştır. Öte yandan enerji dönüşümü de segment için yeni talep alanları açmaktadır. Karbon yakalama ve depolama (CCUS) yatırımlarının hızlanması ile jeotermal ve hidrojen projeleri, yüksek basınca dayanıklı boru talebini çeşitlendirmektedir.

Küresel kuyu borusu sektörü, son on yılda özellikle üst segmentte belirgin bir yapısal sıkılaşma yaşamıştır. Birleşme ve satın almalar, kapasite rasyonalizasyonu ve ticaret engelleri, bağımsız üst segment oyuncu sayısını kabaca altıdan dörde indirmiştir. Bu sürecin en önemli adımı, Nippon Steel'in U.S. Steel'i yaklaşık 14,9 milyar dolar işletme değeriyle satın alarak Haziran 2025'te tamamladığı işlem olmuştur. Bu işlem, bağımsız bir üst segment tedarikçiyi ortadan kaldırırken çelikten boruya entegre, Pasifik ötesi ölçekte bir üretici yaratmıştır. Daha önce Tenaris, 2020 yılı başında TMK'nın ABD varlıklarını devralarak ABD'nin lider dikişsiz kuyu borusu üreticisi konumuna gelmiştir. Buna paralel olarak Vallourec emtia pazarlarından çekilerek yüksek maliyetli Avrupa tesislerini kapatmış ve üretimini Brezilya, ABD ve Çin'de yoğunlaştırmıştır. TMK ise ABD varlıklarını elden çıkarması ve 2022 sonrası yaptırımların ardından ağırlıklı olarak bölgesel bir oyuncuya dönüşmüştür. Ticaret koruma önlemleri de pazarı fiilen bölgeselleştirmiş, yabancı oyuncuları ya ABD'de yerel kapasite kurmaya ya da pazardan çekilmeye yöneltmiştir. Premium segmentte fiyatlama gücü, karmaşık kuyular için ön koşul haline gelen tescilli bağlantı teknolojilerine dayanırken, Borusan Boru'nun faaliyet gösterdiği kara sondajına yönelik kaynaklı boru segmentinde rekabet avantajı ağırlıklı olarak yerel üretim ve ticaret koruma önlemleri üzerinden şekillenmektedir.

Endüstri ve İnşaat

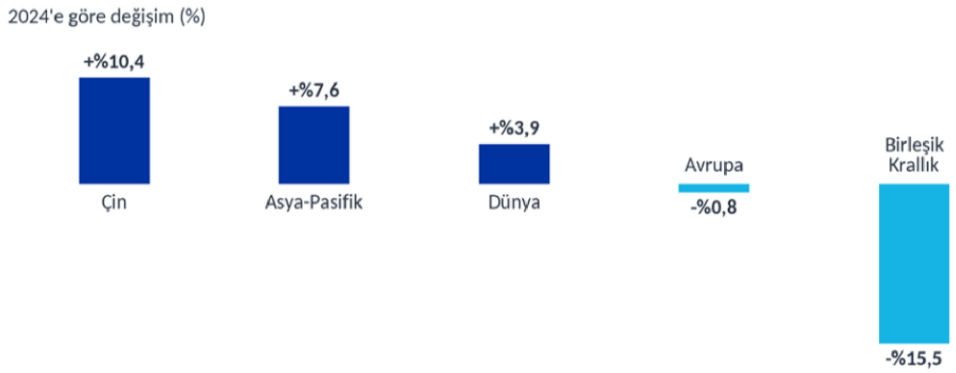
İnşaat sektörü, küresel çelik talebinin hacim bazında en büyük nihai kullanım alanıdır. Çelik boru talebi açısından da su tesisatından yangın güvenliği sistemlerine, konstrüksiyon ve kazık borularından sanayi borularına uzanan geniş tabanlı bir kaynak oluşturmaktadır. Borusan Boru'nun bu iş kolundaki üretimi ağırlıklı olarak Türkiye'de gerçekleşmekte olup, Şirket'in Türkiye'den yaptığı ihracatın ana pazarı Avrupa'dır. Türkiye inşaat sektörü 2025 yılında %10,8 büyüyerek Türkiye ekonomisinde en yüksek büyüme kaydeden sektör olmuştur. Bu performans, 2023 depremlerinin ardından süren yeniden inşa faaliyetleri, kentsel dönüşüm ve altyapı yatırımlarıyla desteklenmiştir. Deprem bölgesinde yaklaşık 417 bin konutun yeniden inşası ile 2025 yılı sonunda duyurulan ve 81 ilde 500 bin sosyal konut öngören program, orta vadeli iç talep için destekleyici unsurlardır. Worldsteel'in Ekim 2026 görünümüne göre Türkiye'de çelik talebinin 2026 yılında %2,9 artışla 40,4 milyon tona, 2027 yılında ise %3 artışla 41,6 milyon tona yükselmesi beklenmektedir.

Buna karşın boru pazarındaki koşullar daha zorlu bir görünüm sergilemektedir. Avrupa'da inşaat ve sanayi talebinin zayıf seyri ile rekabet kaynaklı fiyat baskıları, Türkiye'den Avrupa'ya yönelik boru ihracatını olumsuz etkilemektedir. AB'nin 1 Temmuz 2026'dan itibaren daraltılan ithalat kotaları ve SKDM kaynaklı karbon maliyetleri de bu baskıyı artırmaktadır. Zayıf talebin etkisiyle Borusan Boru'nun "Endüstri ve İnşaat" iş kolunun satış hacmi 2026 yılının ilk dokuz ayında yıllık %40,1 gerilemiştir. Şirket, bu gerilemenin arkasında Avrupa ve Türkiye'deki zayıf talep ile rekabet kaynaklı fiyat baskılarını göstermektedir. ABD tarafında ise Baytown'daki gerdirmeli çap düşürme (SRM) hattı, yerel üreticilerin tercih edildiği su, yangın tesisatı, mekanik ve yapısal boru uygulamalarında Şirket'e yerel üretici konumu sağlamaktadır.

Otomotiv

Otomotiv, hassas çelik boru ve profillerin hacim bazında önemli bir nihai pazarı olup, talep küresel araç üretim döngüsüne bağlıdır. Uluslararası Motorlu Taşıt Üreticileri Örgütü'nün (OICA) verilerine göre küresel araç üretimi 2025 yılında %3,9 artışla 92,7 milyon adetten 96,4 milyon adete yükselmiş, küresel satışlar ise %4,7 artışla 99,8 milyon adete ulaşmıştır. Ancak büyümenin coğrafi dağılımı belirgin biçimde doğuya kaymaktadır. Asya-Pasifik üretimi %7,6 artışla yaklaşık 59,2 milyon adete çıkarak küresel üretimin %61'inden fazlasını oluşturmuştur. Çin üretimini %10,4 artışla 34,53 milyon adete, Hindistan ise 6,49 milyon adete taşımıştır. Buna karşın gelişmiş Batı pazarları görece durgun seyretmiştir.

Grafik: Motorlu Taşıt Üretimindeki Değişim, 2025



Kaynak: OICA
Asya-Pasifik, Çin'i de kapsamaktadır.

Grafik: Küresel Motorlu Taşıt Üretiminin Bölgesel Dağılımı, 2025

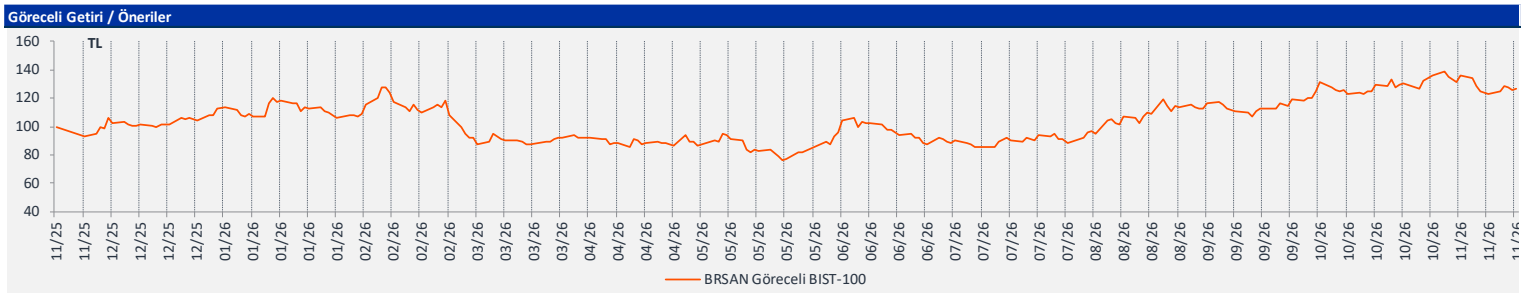


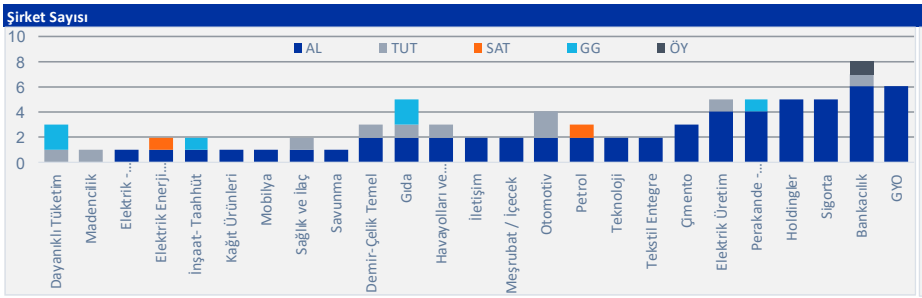
Kaynak: OICA
Diğer Asya-Pasifik ve diğer bölgeler, verilen toplamlardan hesaplanmıştır.

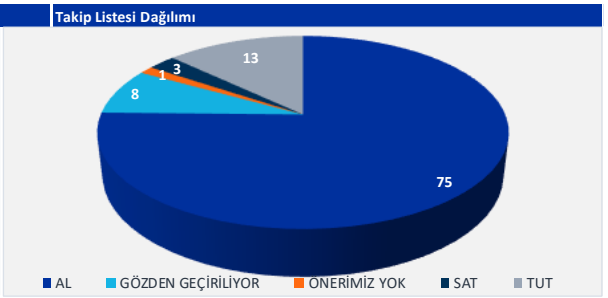
Avrupa üretimi 2025 yılında %0,8 gerileyerek 17,2 milyon adete inmiş, Birleşik Krallık üretimi %15,5 düşmüş, ABD üretimi ise yaklaşık 10 milyon adet ile pandemi öncesi ortalamaların altında kalmıştır. Yapısal düzlemde Batı pazarları doygunluk seviyesine yaklaşırken, elektrikli araç geçişi ürün içeriğini ve tedarik zincirini yeniden şekillendirmekte, Çin ihracatındaki hızlı yükseliş ise Avrupa'yı net ithalatçı konumuna doğru itmektedir. Çelik boru talebi açısından otomotiv; şasi, gövde, süspansiyon ve egzoz gibi uygulamalarda kullanılan hassas boru ve profillerin nihai pazarıdır. Elektrikli araç geçişi içten yanmalı motora özgü bazı boru gruplarının talebini azaltırken, yapısal bileşenlere yönelik talebi büyük ölçüde korumaktadır. Ana pazarı Avrupa olan bu segment için bölgedeki durağan üretim görünümü başlıca talep belirleyicisidir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, Borusan Boru'nun hizmet verdiği dört nihai pazar farklı döngülere dayanmaktadır. Altyapı segmenti, LNG ihracatı, havza çıkış hatları, doğal gaz kaynaklı elektrik üretimi ve yaşlanan altyapının yenilenmesine bağlıdır. Enerji segmenti, olgun sahalardaki üretim düşüşünü telafi etmek için gereken sürekli sondaj faaliyetine ve ABD'deki ticaret koruma önlemlerinin desteklediği yerel üretim avantajına dayanmaktadır. Endüstri ve inşaat segmenti, başta Türkiye ve Avrupa olmak üzere geniş tabanlı inşaat ve sanayi aktivitesine, otomotiv ise ağırlıklı olarak Avrupa üretim döngüsüne bağlıdır. Bu talep çeşitliliği, herhangi bir nihai pazardaki dalgalanmanın konsolide sonuçlar üzerindeki etkisini sınırlayan yapısal bir tampon işlevi görmektedir. Bununla birlikte Şirket'in büyüme ve karlılık görünümünü belirleyen asıl dinamiklerin, ABD ağırlıklı altyapı ve enerji segmentlerinde yoğunlaştığını düşünüyoruz.

Borusan Boru







Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.
Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.