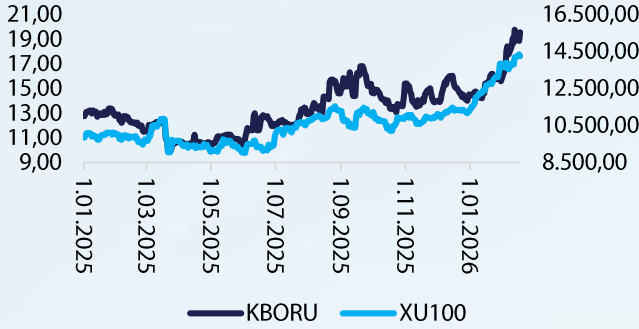


Son Fiyat	19,54
Piyasa Değeri (mln TL)	11.724
Piyasa Değeri (mln \$)	269
F/K	18,22
FD/FAVÖK	18,38
PD/DD	2,64
Hisse Sayısı (mln lot)	600
FDPO (%)	23,99
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	124



ORTAKLIK YAPISI	%
Mustafa Topaç	30,4
Bülent Karaman	30,4
Diğer	24
Demet Karaman	15,2

KBORU	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	3,66	28,22	59,59
Getiri (\$)	3,44	26,68	32,05
Getiri (XU100-Rölatif)	4,44	15,91	14,95

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	-10,17	14,17
Brüt Kar Marjı (Ç%)	20,76	23,36
FAVÖK Marjı (Y%)	11,42	15,44
FAVÖK Marjı (Ç%)	18,19	8,29
Net Kar Marjı (Y%)	16,40	12,17
Net Kar Marjı (Ç%)	1,30	1,71
Net Borç (mln TL)	693,48	3.280,40
İşletme Sermayesi (mln TL)	1.869,31	4.889,44
Cari Oran	1,87	1,82
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-1.785,28	-1.878,71
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	-1,84	14,17
Brüt Kar Büyüme (Y%)	10,29	0,00
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	0,00	0,00
FAVÖK Büyüme (Y%)	-15,70	38,11
FAVÖK Büyüme (Ç%)	-31,79	0,00
Net Kar Büyüme (Y%)	168,15	-24,17
Net Kar Büyüme (Ç%)	-58,28	-91,35

Kuzeyboru - Nötr

Sakin sezonda dengeli sonuçlar

Kuzeyboru, 2025 4. çeyrekte 1,39 milyar TL hasılat, 98,8 milyon TL FAVÖK ve 318 bin TL net zarar ile beklentilerimize paralel sonuçlar paylaştı. (Piyasa Beklentisi: Yok/Pusula Yatırım: 1,2 milyar TL hasılat, 204 milyon TL FAVÖK, 78 milyon TL net zarar)

Geçen sene realizasyon anlamında zayıf geçmişti. 2024 4. çeyrekte hak edişlerin tam olarak realize olmayışı, artan giderler kaynaklı FAVÖK zararı yazılmıştı. Bu durum doğal olarak finansalların açıkça baskılanmasına neden olurken endekslemeyle birlikte daha da düşük baz haline gelmiş oldu.

CTP faktörünün ilk yansımaları ciroda görüldü. Hasılat, 2025 4. çeyrekte %137,95 artışla 1,39 milyar TL hasılat elde edilirken yıl boyunca özellikle Mayıs ayından itibaren güçlü iş ilişkilerinin kademeli yansımalarının başladığını görmeye başladık. Alacakların 2025 4. çeyrek itibarıyla 2,66 milyar TL'ye kadar geliyor oluşu da realizasyonun kademeli şekilde etkileşimini teyit ediyor. Gelir çerçevesinde yurt dışı gelirler Kur-TÜFE makası kaynaklı zayıflama izlenirken yurt içi gelirler ise CTP faktöründen ilk yansımaları yıl boyunca almış oldu. 2025 yılında 5 milyar TL'lik hedeflenen ciro 5,29 milyar TL ile başarıyla tutturulmuş oldu.

Giderlerin tek seferlik her yıl 1 ve 4.çeyrekte arttığını biliyoruz. Giderler, işgücü maliyetlerindeki güncellemeler ve artan iç maliyetler çerçevesinde 4. çeyrek nezdinde etkin realize olmaktadır. Bu doğrultuda geçen sene 127,6 milyon TL brüt zarar elde eden şirket bu sene 176,1 milyon TL brüt kar elde etti. Brüt kar marjı ise 333 baz puan artışla %23,36 seviyesinde gerçekleşmiş olup tekrardan %25-27 aralığına yönelmesini bekleyebiliriz.

İşgücü ve kur farkı giderleri esas faaliyette realize oldu. Her sene olduğu gibi işgücü etkileşiminin kur-TÜFE makası yansımaları nedeniyle yıllık 557 milyon TL çeyreklik 343 milyon TL'lik esas faaliyetten diğer giderler kaleminden esas faaliyet zararının devamı izlendi. FAVÖK'ü destekleyen unsur artan yatırımlarla birlikte amortisman tarafı oldu. FAVÖK marjı 402 baz puan artışla %15,44 seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı tarafında %12-14 beklentisinin üzerinde %15,44 FAVÖK marjı gerçekleşmesi takip edildi.

Yatırımlar yapılmaya devam ediyor. Şirket, 2025 yılında 10,8 milyon dolar brüt yatırım gerçekleştirmiş olup bu çerçevede net borç 3,28 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu çerçevede net borç/FAVÖK rasyosu 4,02 seviyesine yükselmesini olağan karşılamakla birlikte borçluluğun yeni yatırımlar kaynaklı bir miktar daha artacağını değerlendiriyoruz.

KBORU nezdinde finansalları nötr değerlendiriyoruz. Burada özellikle etkin olan husus net borç ve serbest nakit akımının negatif tarafa iyice yönelmesi nedeniyle düşük bazdan yararlanan finansalların bilanço tarafında istenildiği gibi olamamasıdır. Realizasyon sürecinin kademeli şekilde gerçekleşmesini bekliyoruz.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No:74 A/53 34394
Şişli/İstanbul