

BORUSAN BORU

Endeksin Üzerinde Getiri

Sipariş destekli kâr büyümesi, küresel benzerlere göre iskonto

Ömer Faruk Yüksel

omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Borusan Boru'yu (BRSAN), %45 getiri potansiyeline işaret eden 922 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımız ve Endeksin Üzerinde Getiri önerimizle araştırma kapsamımıza alıyoruz. ABD'deki büyük çaplı hat borusu faaliyetleri; sipariş portföyünün sağladığı güçlü ciro görünürlüğü, daha yüksek marjlar ve müşteri avanslarının desteklediği daha düşük işletme sermayesi ihtiyacıyla yatırım tezinin temelini oluşturuyor. ABD'nin net satışlardaki payı 2021'deki %36'dan 1Y26'da %79'a yükselirken, Ağustos 2025'ten bu yana açıklanan yaklaşık 3,6 milyar USD tutarındaki siparişlerin Berg Pipe'in ABD'deki 550 bin ton/yıl kapasitesini 2026-27 döneminde doldurması ve 2028 kapasitesinin büyük bölümünü karşılaması bekleniyor. Düzeltilmiş FAVÖK'ün 2025'teki 123 milyon USD'den 2026T'de 217 milyon USD'ye, 2027T'de ise 301 milyon USD'ye yükselmesini ve Şirketin mevcut 159 milyon USD net borç pozisyonundan 2027T'de net nakit pozisyonuna geçmesini öngörüyoruz.

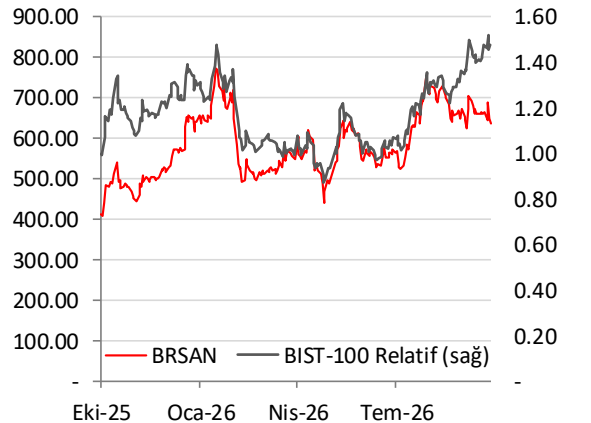
Sipariş portföyünün sağladığı görünürlük dikkate alındığında, benzer şirketlere göre iskonto yüksek görünüyor. Hisse, 6,6x 2027T FD/FAVÖK ve 9,9x F/K çarpanlarıyla tüm benzer şirketlerin medyanına göre sırasıyla %15 ve %38, birinci grup benzer şirketlere göre ise %30 ve %41 iskontolu işlem görüyor. İki yöntemi ağırlıklandırarak hesapladığımız 13,97 USD/hisse özsermaye değeri, mevcut USD bazlı hisse fiyatının yaklaşık %9 üzerinde bulunuyor. USD bazlı hedef fiyatımız ise USD özsermaye maliyetimizin 9,8 yp üzerinde, %21 getiriye işaret ediyor. Açıklanan siparişler 2028'e kadar görünürlük sağlarken, İNA faaliyet değerimizin yaklaşık %71'inin 2031T ve sonrasında gelmesi nedeniyle, kârlılığın 2028 sonrasında sürdürülebilirliği temel tartışma konusu olmaya devam ediyor. Cazip dönüşüm marjlarıyla (delta) alınacak yeni siparişler bu görünürlüğü ileriye taşıyabilir.

Finansal görünüm: 2026T/27T/28T dönemlerinde net satışların sırasıyla %22/%16/%0, düzeltilmiş FAVÖK'ün ise %76/%38/%2 büyümesini; FAVÖK marjının %9,8/%11,7/%11,9 olmasını öngörüyoruz. Şirket tanımına göre 2026T FAVÖK marjı tahminimiz %10,7 ile %9-11 beklenti aralığında bulunuyor. Tahminlerimize göre net kâr, 2025'teki 32 milyon USD'den 2026T'de 117 milyon USD'ye ve 2027T'de 183 milyon USD'ye yükseliyor. İşletme sermayesindeki 22 milyon USD artış ve 106 milyon USD yatırım harcaması, 2026T SNA'sını 47 milyon USD ile sınırlıyor. SNA'nın, Şirketin net nakit pozisyonuna geçtiği 2027T'de 132 milyon USD'ye, 2028T'de ise %6,9 SNA marjına karşılık gelen 179 milyon USD'ye yükselmesini bekliyoruz.

Katalizörler: Desert Southwest projesinin boru tedariki ile DeLa Express, Bakken East, Saguaro ve Alaska LNG'nin henüz tedarik anlaşmasına bağlanmamış kısmına ilişkin nihai yatırım kararları dahil olmak üzere, 2029 ve sonrasında teslim edilmek üzere alınacak yeni büyük çaplı boru siparişleri; Borusan Pipe US'in de başvuru sahipleri arasında bulunduğu OCTG ithalatına yönelik soruşturmalarda 29 Ekim'de açıklanması beklenen geçici antidamping vergileri ve Ocak 2027'de beklenen nihai antidamping ve telafi edici vergi kararları; Panama City'deki JCO hattının 2027'den itibaren ortalama satış fiyatına prim sağladığına ilişkin göstergeler ve Gemlik konsolidasyonunun 2028'den itibaren sağlayacağı tasarruflar öne çıkıyor.

Riskler: Normalleştirilmiş dönüşüm marjının 575 USD/ton varsayımımızın altında kalması; 2028 sonrasında siparişlerin daha düşük tutarda veya daha geç alınması; müşteri avanslarının daha hızlı çözülmesi; düşük petrol fiyatları ve artan ithalatın OCTG fiyatlamaya ortamını baskılaması ve Gemlik konsolidasyonundan beklenen tasarrufların daha yavaş gerçekleşmesi başlıca risklerdir.

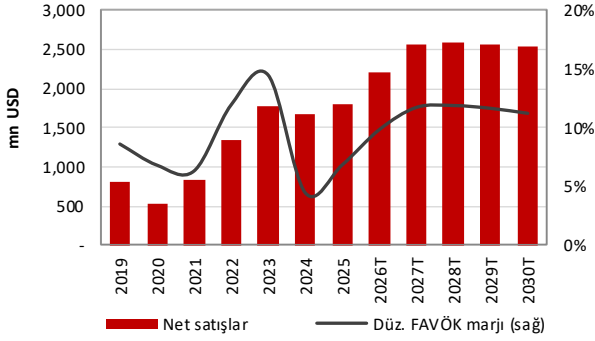
Bloomberg Kodu	BRSAN TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef Fiyat, TL	922.00			
Güncel Fiyat, TL	636.00			
Getiri Potansiyeli	45%			
Piyasa Değeri, mn TL	90,167			
Firma Değeri, mn TL	97,829			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	71,454	103,409	145,511	177,176
FAVÖK, mn TL	4,775	10,156	17,036	21,020
Net Kâr, mn TL	1,272	5,450	10,377	13,214
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	7,793	6,037	-901	-15,068
Net Borç/FAVÖK	1.6	0.6	-0.1	-0.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.7%	9.8%	11.7%	11.9%
Net Marj	1.8%	5.3%	7.1%	7.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	29.8%	44.7%	40.7%	21.8%
FAVÖK, y/y	n.m.	112.7%	67.7%	23.4%
Net Kâr, y/y	n.m.	328.5%	90.4%	27.3%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	44.9	16.5	8.7	6.8
FD/FAVÖK	13.6	9.5	5.2	3.6
FD/Ciro	0.9	0.9	0.6	0.4
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-4.9%	12.6%	60.6%	14.6%
BİST-100 Relatif	11.6%	41.4%	48.5%	13.4%
AOİH, mn TL	879	1,330	1,211	1,289



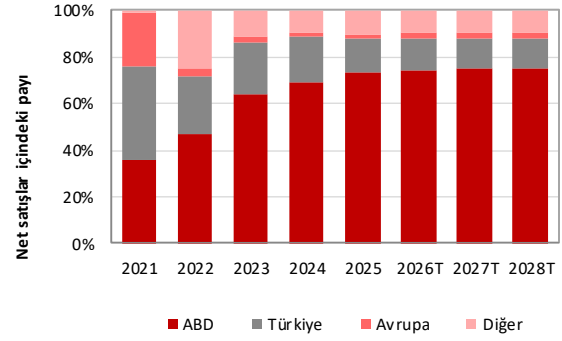
Piyasa verileri 22 Ekim 2026 tarihlidir.

Temel Grafikler ve Varsayımlar

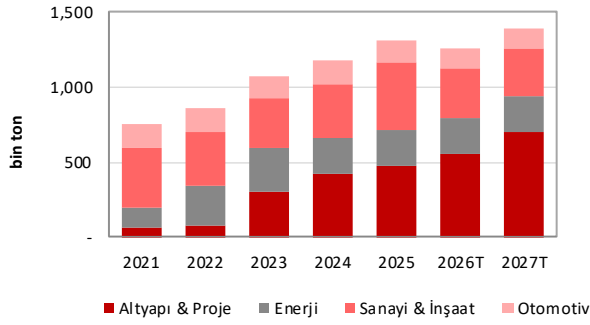
Net satışlar 2027T'de 2,6 milyar USD'ye, düzeltilmiş FAVÖK marjı 2025'teki %6,8'den %11,7'ye ulaşıyor...



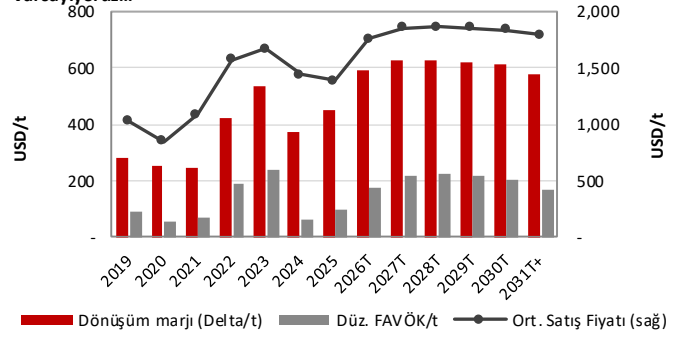
ABD'nin net satışlardaki payı 2021'deki %36'dan 2025'te %73'e, 2027T'de yaklaşık %75'e yükseliyor...



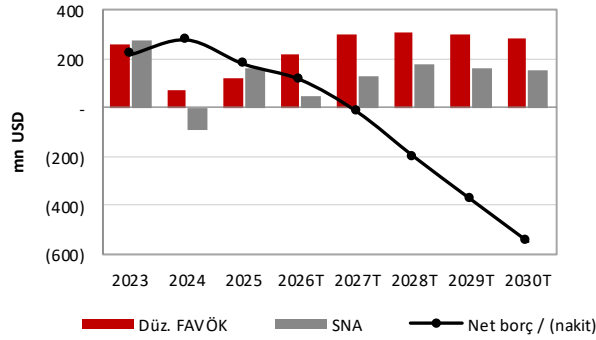
Altyapı ve Proje segmentinin satış hacmindeki payı 2025'teki %36'dan 2027T'de yaklaşık %50'ye ulaşıyor...



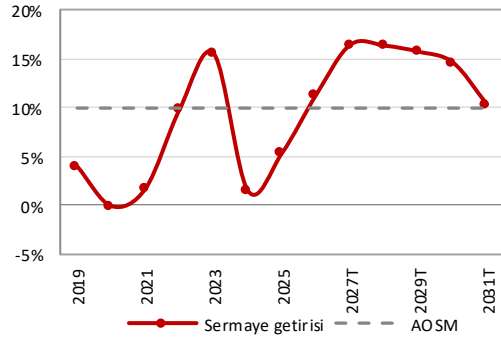
Dönüşüm marjı (delta) 2025'teki 447 USD/ton'dan 2027T'de 623 USD/ton'a genişliyor; 2031T'den itibaren 575 USD/ton varsayıyoruz...



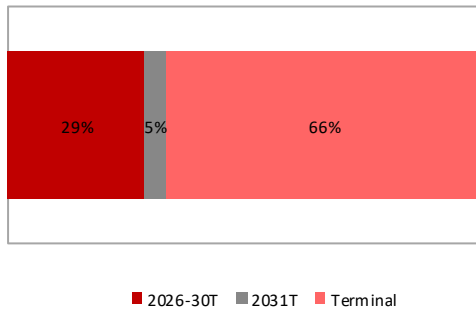
SNA 2026T'deki 47 milyon USD'den 2028T'de 179 milyon USD'ye toparlanıyor ve şirket net nakit pozisyonuna geçiyor...



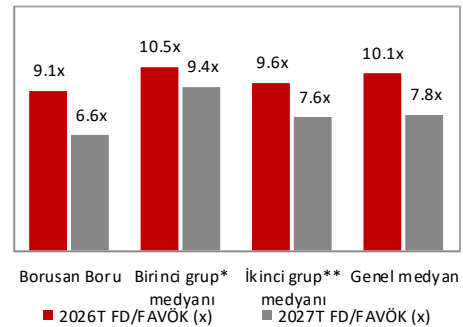
Sermaye getirisi 2027T'de yaklaşık %16 ile zirve yapıyor...



İNA operasyon değerinin yaklaşık %71'i, güncel sipariş döngüsünün ötesinde, 2031T ve sonrasında geliyor...



6,6x 2027T FD/FAVÖK ile hisse genel benzer şirket medyanının %15, birinci grup medyanının %30 altında işlem görüyor...



* Birinci grup: Welspun, Jindal SAW, Saudi Steel Pipe, NWPX Infrastructure. ** İkinci grup: Tenaris, Vallourec, Tubacex, Ratnamani.

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon USD)	2025**	2026T	2027T	2028T	Nakit Akışı (milyon USD)	2026T	2027T	2028T
Net satışlar	1,809	2,213	2,571	2,575	Düz. vergi sonrası faaliyet kârı	119	183	187
FAVÖK*	123	217	301	306	Amortisman ve itfa	55	56	57
Amortisman	(50)	(55)	(56)	(57)	İşletme sermayesi değişimi	(22)	(36)	(0)
FVÖK	73	162	245	249	Operasyonel nakit akışı	153	204	243
Net iştirak kazancı	-	-	-	-	Yatırım harcaması	(106)	(72)	(64)
Net yatırım geliri	2	5	6	7	Yatırım harcaması/Satışlar	(4.8%)	(2.8%)	(2.5%)
Net kur farkı geliri / (gideri)	(6)	(3)	(4)	(5)	Serbest nakit akışı	47	132	179
Net faiz geliri / (gideri)	(12)	1	5	11	SNA marjı	2.1%	5.1%	6.9%
Diğer	(6)	(6)	(6)	(6)	Ödenen temettü	-	-	-
Vergi öncesi kâr	51	159	245	256	Net borçta net artış / (azalış)	(64)	(132)	(184)
Vergi geliri / (gideri)	(19)	(42)	(61)	(64)	Büyüme, y/y	2026T	2027T	2028T
Azınlık payları	-	-	-	-	Net satışlar	22%	16%	0%
Net kâr	32	117	183	192	FAVÖK	76%	38%	2%
Hisse sayısı (mn)	142	142	142	142	Net kâr	262%	57%	5%
HBK (USD)	0.23	0.82	1.29	1.35	Kârlılık	2026T	2027T	2028T
HBT (USD)	-	-	-	-	FVÖK marjı	7.3%	9.5%	9.7%
Temettü dağıtım oranı	- %	- %	- %	- %	FAVÖK marjı	9.8%	11.7%	11.9%
					VÖK marjı	7.2%	9.5%	9.9%
					Net kâr marjı	5.3%	7.1%	7.5%
					Özsermaye getirisi	12.4%	16.8%	15.0%
					Sermaye getirisi	11.3%	16.4%	16.3%
					Borçluluk	2026T	2027T	2028T
					Net borç / (nakit)	118	(14)	(199)
					Net borç/FAVÖK	0.5x	(0.0x)	(0.7x)
					Değerleme***	2026T	2027T	2028T
					F/K, 12 ay ileri (dönem sonu)	15.6x	9.9x	9.5x
					FD/FAVÖK, 12 ay ileri (dönem sonu)	8.9x	6.0x	5.3x
					SNA verimi, 12 ay ileri (dönem sonu)	2.6%	7.2%	9.8%
					Ton başına göstergeler	2026T	2027T	2028T
					Satış hacmi (bin ton)	1,260	1,386	1,386
					Ortalama birim gelir (USD/ton)	1,756	1,855	1,858
					Dönüşüm marjı (Delta, USD/ton)	590	623	627
					Nakit brüt kâr (USD/ton)	238	281	285
					FAVÖK (USD/ton)	172	217	220

Şirketin fonksiyonel para birimi USD olduğundan TMS 29 uygulanmamaktadır.

* FAVÖK hesaplamamız, farklı düzeltmeler içerdiği için şirket tanımlı FAVÖK'ten farklıdır. Şirket tanımlı FAVÖK, net diğer faaliyet gelirlerini/(giderlerini) ve yatırım faaliyetlerinden gelirleri/(giderleri) içerir; tek seferlik kalemleri ve kur farkı gelirlerini/(giderlerini) hariç tutar. Bizim FAVÖK hesaplamamız hurda gelirlerini içerir; stok değer düşüklüğü karşılıklarını, sponsorluk, bağış ve yardımları, şüpheli alacak karşılıklarını ve kanunen kabul edilmeyen giderleri hariç tutar.

**Tarihsel rakamlar kur çevrimi ve yuvarlama nedeniyle raporlanan rakamlardan farklılık gösterebilir.

*** (Cari piyasa değeri + Tahmini FD düzeltmeleri) / Tahmini kazançlar.

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

İÇİNDEKİLER

YATIRIM TEMASI	5
RİSKLER	8
Aşağı Yönlü Riskler	8
Yukarı Yönlü Riskler	9
DEĞERLEME	10
İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)	10
Operasyonel Projeksiyonlar	12
Gemlik Konsolidasyonu – Değerleme Katkısı	13
Sermaye Maliyeti	14
Emsal Değerlemesi	15
SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ	19
Altyapı ve Proje: ABD Hat Borusu Pazarı	19
Enerji: ABD Petrol Sahası Boru Ürünleri (OCTG) Pazarı	24
Sanayi ve İnşaat	28
Otomotiv	29
ŞİRKET PROFİLİ	30
Ortaklık Yapısı, Pay Sınıfları ve Kurumsal Yönetim	32
Hızlandırılmış Talep Toplama Süreci	33
Yönetim Kurulu ve Üst Yönetim	33
Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler	34
Üretim Ağı	35
Ürünler, Segmentler ve Nihai Pazarlar	36
Hat Borusu Sipariş Defteri	37
Coğrafi Dağılım	39
Devam Eden Yatırımlar	40
JCO Şekillendirme Hattı	40
Gemlik Konsolidasyonu	41
SÖZLÜK	42

YATIRIM TEMASI

Borusan Boru'yu (BRSAN), %45 getiri potansiyeline işaret eden 922 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımız ve Endeksin Üzerinde Getiri önerimizle araştırma kapsamımıza alıyoruz. Borusan Boru, son on yılda Türkiye merkezli bir ERW boru üreticisinden ABD odaklı bir enerji altyapısı tedarikçisine dönüştü. Ağustos 2025'ten bu yana açıklanan yaklaşık 3,6 milyar USD toplam tutarındaki büyük çaplı hat borusu siparişleri, 2028'e kadar kârlılık görünürlüğü sağlıyor. Düzeltilmiş FAVÖK'ün 2025'teki 123 milyon USD'den iki kattan fazla artarak 2027T'de 301 milyon USD'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Sipariş portföyünün sağladığı görünürlük dikkate alındığında, benzer şirketlere göre iskonto yüksek görünüyor. Hisse, 6,6x 2027T FD/FAVÖK ve 9,9x F/K çarpanlarıyla tüm benzer şirketlerin medyanına göre sırasıyla %15 ve %38, birinci grup benzer şirketlere göre ise %30 ve %41 iskontolu işlem görüyor (ayrıntılar için Emsal Değerlemesi bölümüne bakınız). Buna karşılık, sözleşmeye bağlanan siparişler Berg Pipe'ın ABD'deki 550 bin ton/yıl kapasitesini 2026T-27T döneminde dolduruyor ve 2028T kapasitesinin büyük bölümünü karşılıyor. Ayrıca **Borusan Boru'nun** 2027T'de net nakit pozisyonuna geçmesini bekliyoruz. Hisse, gelecek 12 ay için ima edilen %18,3 özsermaye getirisinin benzer şirketlerin 1,3 yp üzerinde olmasına rağmen, 2,0x PD/DD ile genel medyana paralel işlem görüyor. İskontonun bir bölümü, döngü genelindeki daha zayıf kârlılığı yansıtıyor. Beş yıllık ortalama sermaye getirisi, birinci grup benzer şirketlerde %10,5 iken **Borusan Boru'nda** %7,2 seviyesinde bulunuyor. Bununla birlikte, ürün karmasının büyük çaplı hat borusuna kaymasıyla 2027T-29T döneminde yaklaşık %16 sermaye getirisi öngörüyoruz. İki yöntemi ağırlıklandırarak hesapladığımız 13,97 USD/hisse özsermaye değeri, mevcut USD bazlı hisse fiyatının yaklaşık %9 üzerinde bulunuyor. Hedef fiyatımız ise USD özsermaye maliyetimizin 9,8 yp üzerinde, %21 USD bazlı getiriye işaret ediyor. Açıklanan siparişler 2028T'ye kadar görünürlük sağlarken, İNA faaliyet değerimizin yaklaşık %71'inin 2031T ve sonrasında gelmesi nedeniyle, temel tartışma konusu kârlılığın 2028 sonrasında sürdürülebilirliğidir. Cazip dönüşüm marjlarıyla (delta) alınacak yeni siparişler bu görünürlüğü ileriye taşıyabilir ve değerlendirme çarpanlarının yükselmesini destekleyebilir.

ABD'deki proje faaliyetleri artık kârlılığı belirliyor. Borusan Boru'nun Nisan 2023'te Berg Pipe'ı yaklaşık 160 milyon USD'ye satın almasının ardından, Baytown, Panama City ve Mobile tesislerindeki toplam ABD kapasitesi 950 bin ton/yıla ulaştı. ABD, 2025'te net satışların %73'ünü, 2026'nın ilk yarısında ise %79'unu oluştururken, Türkiye'nin payı 2021'deki %40'tan 2025'te %15'e geriledi. Satışların, ham madde alımlarının ve maliyetlerin çoğunun USD cinsinden ve ABD pazarıyla bağlantılı olması nedeniyle kârlılık, Türkiye'deki talepten çok Section 232 tarifelerine, antidamping ve telafi edici vergi önlemlerine ve ABD'deki boru hattı izin süreçleri ile sondaj faaliyetlerine duyarlı hale geldi.

Altyapı ve Proje, 2026'nın ilk yarısında net satışların %53'ünü oluşturdu. Sözleşme fiyatları, miktarlar ve teknik özellikler siparişin alınması sırasında sabitlenirken, ham maddeler siparişlere karşılık satın alınıyor ve proje başlangıcında müşteri avansları alınıyor. Bu yapı, Şirketin daha kısa döngülü faaliyetlerine kıyasla daha güçlü kârlılık görünürlüğü ve daha düşük işletme sermayesi yoğunluğu sağlıyor.

Açıklanan siparişler, 2028T'ye kadar tahminlerimizi destekliyor. Ağustos 2025'ten bu yana açıklanan yedi ABD sözleşmesinin toplam tutarı yaklaşık 3,6 milyar USD olup, 2025 konsolide net satışlarının 2,0 katına ve Altyapı ve Proje segmenti net satışlarının 4,5 katına karşılık geliyor. Bu siparişler, yıllık %22 artışa işaret eden ve yukarı revize edilen 2,2-2,4 milyar USD beklenti aralığının alt sınırında bulunan 2.213 milyon USD tutarındaki 2026T net satış tahminimizi destekliyor. 2026T'de %9,8 marja karşılık gelen 217 milyon USD düzeltilmiş FAVÖK öngörüyoruz. FAVÖK hesaplamamız ile Şirket tanımı arasındaki tarihsel yaklaşık 20 milyon USD fark dikkate alındığında marj, %9-11 beklenti aralığında bulunan %10,7'ye yükseliyor. 2026T satış hacmi tahminimiz olan 1.260 bin ton, 1,15-1,25 milyon ton hacim beklentisinin bir miktar üzerinde bulunuyor. Bunun nedeni, 3Ç26 tahminlerimizin hasılat beklentisinin orta noktasının ima ettiği ortalama satış fiyatı artışına sınırlı alan bırakmasıdır.

Ürün karmasındaki iyileşme şimdiden görülüyor. 2025'te büyümenin daha düşük değerli Sanayi ve İnşaat ürünlerinden gelmesi nedeniyle satış hacmi %12,1 artarken net satışlar yalnızca %6,3 yükseldi. Büyük çaplı boru teslimatlarının pay kazanmasıyla 2026'nın ilk yarısında hacim yalnızca %3,1 artmasına rağmen net satışlar %26,1 yükseldi. Şirket tanımına göre FAVÖK marjı 2Ç26'da %11,5'e ulaşarak mevcut döngüde ilk kez çift haneye çıktı. Şirketin fonksiyonel para biriminin USD olduğunu ve tahminlerimizin USD bazında hazırlandığını belirtelim.

Marj ve nakit akımındaki iyileşmenin büyük bölümü ürün karmasından kaynaklanıyor. Kısa ve orta vadeli kârlılık seyri, hacim büyümesinden çok ürün karmasıyla şekilleniyor. Tahminlerimize göre satış hacmi 2025'teki 1.309 bin tondan 2027T'de 1.386 bin tona yükselirken, büyük çaplı hat borusunun hacimdeki payı yaklaşık %50'ye ulaşıyor ve konsolide ortalama satış fiyatı 1.382 USD/tondan 1.855 USD/tona çıkıyor. Çeliği boruya dönüştüren bir üretici olarak **Borusan Boru**, marjını boru fiyatları ile çelik girdi maliyetleri arasındaki dönüşüm marjından (delta) elde ediyor. ABD hat borusu spot dönüşüm marjı gösterge endeksimiz¹, Temmuz 2026'da 158 ile pandemi öncesindeki 95-105 aralığının oldukça üzerinde bulunuyordu. OCTG FOB spot dönüşüm marjı gösterge endeksimiz² de 2018-19 dönemindeki 85-155 aralığına karşılık 205 ile daha yüksek seviyedeydi. Bu göstergeler, **Borusan Boru**'nun sözleşmeye bağlı marjlarını doğrudan ölçmemekle birlikte destekleyici bir fiyatlama ortamına işaret ediyor. (Kaynaklar: Pipe Exchange üzerinden Argus; Bloomberg; AK Yatırım Araştırma)

Dönüşüm marjının (delta) 2025'teki 447 USD/tondan 2026T'de 590 USD/tona, 2027T'de ise 623 USD/tona yükselmesini bekliyoruz. 2026T'deki artış, segment bazında genişleyen marjları yansıtırken, 2027T'deki yükseliş esas olarak Altyapı ve Proje'nin hacimdeki payının yaklaşık %50'ye ulaşmasıyla ürün karmasından kaynaklanıyor. Düzeltilmiş FAVÖK'ün 2027T'de 301 milyon USD'ye, 2028T'de ise 306 milyon USD'ye yükselmesini; sermaye getirisinin sırasıyla %16,4 ve %16,3'e ulaşmasını bekliyoruz. Kârlılığın nakde dönüşmesi ise daha uzun sürüyor. 106 milyon USD yatırım harcaması ve işletme sermayesindeki 22 milyon USD artış, 2026T SNA'sını 47 milyon USD ile sınırlıyor. SNA'nın daha sonra 2027T'de 132 milyon USD'ye ve 2028T'de 179 milyon USD'ye yükselmesini bekliyoruz.

¹ Argus Pipe Logix hat borusu fiyatı (Pipe Exchange üzerinden) eksi ABD HRC EXW fiyatı (Bloomberg), Aralık 2017 = 100.

² ABD OCTG FOB fiyatı (Bloomberg) eksi ABD HRC EXW fiyatı (Bloomberg), Aralık 2017 = 100.

Bilanço şimdiden güçlendi. Açıklanan Net borç/FAVÖK oranı, 2024 sonundaki 2,8x'ten 2026 ortasında 1,1x'e geriledi. JCR Eurasia, Ağustos 2026'da **Borusan Boru**'nun ulusal kredi notunu AA- (TR) seviyesine yükseltti. 2019'dan bu yana temettü ödenmemiş olmasıyla tutarlı olarak, nakit temettü ödemesi öngörmüyoruz.

Bir sonraki sipariş döngüsü, kârlılığın sürdürülebilirliğini belirleyecek. LNG tesislerine gaz tedariki ihtiyacı, üretim havzalarından çıkış kapasitesi yatırımları ve doğal gazla elektrik üretimi, ABD'deki proje havuzunu destekliyor. Takip ettiğimiz projeler, 2027 teslimatları için yaklaşık 1,58 milyon ton, 2028 teslimatları için ise yaklaşık 1,59 milyon ton teknik olarak karşılanabilir büyük çaplı hat borusu talebine işaret ediyor. Gerekli teknik yeterliliklere sahip kapasitenin sınırlı olması, mevcut döngü boyunca fiyatlamayı destekliyor.

Açıklanan siparişler 2028'e kadar kârlılık görünürlüğü sağlıyor; ancak 2030T için 285 milyon USD düzeltilmiş FAVÖK tahminimizi desteklemek üzere yeni siparişler alınması gerekiyor. EIA veri tabanına göre, en yakın fırsat, 4Ç29'da devreye girmesi planlanan 516 mil uzunluğundaki ve 48 inç çapındaki Desert Southwest projesinin boru tedariki olabilir. DeLa Express, Bakken East, Saguaro ve Alaska LNG'nin kalan yaklaşık üçte birlik kısmına ilişkin nihai yatırım kararları (FID) ek fırsatlar sağlayabilir. Apex projesinin yeniden başlatılması da ilave talep yaratabilir. Düzeltilmiş FAVÖK'ün 2031T'den itibaren %9,1 marja karşılık gelen 218 milyon USD seviyesinde normalleşeceğini varsayıyoruz.

Proje takip listemiz, 2029 için şu anda yalnızca yaklaşık 0,23 milyon ton teslimat içeriyor ve ilgili projelerin hiçbirinde henüz nihai yatırım kararı alınmadı. Bunu talepte sert bir düşüşün göstergesi olarak değil, sınırlı görünülük olarak değerlendiriyoruz. Bununla birlikte, özellikle Welspun'un Little Rock'ta yaklaşık 350 bin ton/yıl kapasiteye sahip olduğunu tahmin ettiğimiz yeni LSAW tesisinin 2026 sonuna kadar devreye girmesinin beklenmesi nedeniyle, kârlılığın korunması için yeni siparişler gerekecek. 575 USD/tonluk normalize dönüşüm marjı (delta) varsayımımızın 2023'teki 533 USD/ton zirvesinin üzerinde kalması nedeniyle değerlendirme, dönüşüm marjının sürdürülebilirliğine de bağlıdır.

Yatırımlar kârlılıkta ilave artış sağlayabilir. Panama City'de 2027'de devreye girmesi planlanan 68 milyon USD tutarındaki JCO hattı, **Borusan Boru**'nun 16 inç kadar küçük çaplı ve 2 inç kadar et kalınlığına sahip borular üretmesini sağlayacak. Hat, yönetimin karşılanabilir talebi yaklaşık 150 bin ton olarak tahmin ettiği yüksek basınçlı kara iletim hatları, deniz altı hatları ve deniz üstü rüzgar enerjisi uygulamalarını hedefleyecek. Müşteri yeterlilik onayları, fiyatlama ve operasyonel verimlilik konusunda görünülük artana kadar ortalama satış fiyatında prim varsaymıyoruz. 2027'de tamamlanması planlanan Gemlik konsolidasyonu, 29 milyon USD yatırım ve 27 milyon USD tek seferlik maliyet gerektiriyor. Yönetim, projenin işletme sermayesi ihtiyacını 30 milyon USD azaltmasını ve 2028'den itibaren FAVÖK marjını 50-100 bp artırmasını bekliyor. Hesaplamalarımıza göre bu beklentiler, vergi sonrası %13-26 iç verim oranına işaret ediyor. Operasyonel tahminlerimiz bu faydaları içermiyor; ancak 75 bp marj artışına dayanan 74 milyon USD baz senaryo değerini İNA firma değerimize ekliyoruz. Bu tutar, hedef fiyatımıza yaklaşık 21 TL/hisse katkı sağlıyor. Yönetim gelecekteki kullanımı hakkında bir beklenti paylaşmamış olsa da konsolidasyon, Halkalı arazisinin nakde dönüştürülmesi için de fırsat yaratabilir. Zayıf inşaat talebi, düşürülen AB kotaları, Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM) ve otomotiv segmentindeki yaklaşık %52 kapasite kullanımı Türkiye ve Avrupa faaliyetlerini baskılamaya devam ettiği için uygulama başarısı önem taşıyor.

2Y26 tahminlerimiz:

- **3Ç26T:** Güçlenen Altyapı ve Proje teslimatları ve Enerji segmentindeki iyileşmenin desteğiyle 3Ç26 net satışlarını 622 milyon USD (ç/ç: +%12, y/y: +%15) olarak tahmin ediyoruz. Şirket tanımına göre FAVÖK'ün, çeyreklik bazda büyük ölçüde yatay marjla 71 milyon USD (ç/ç: +%11, y/y: +%47) olmasını bekliyoruz. Net kâr tahminimiz 39 milyon USD seviyesinde bulunuyor.
- **4Ç26T:** 2026T tahminlerimiz, Altyapı ve Proje ile Enerji segmentlerindeki güçlü seyrin desteğiyle 4Ç26 net satışlarının 614 milyon USD (çeyreklik bazda büyük ölçüde yatay, y/y: +%28) olacağına işaret ediyor. Şirket tanımına göre FAVÖK'ü yaklaşık 77 milyon USD (ç/ç: +%9, y/y: +%142), FAVÖK marjını ise çeyreklik yaklaşık 1,2 yp artışla %12,5 olarak tahmin ediyoruz.

Bu tahminler, 2026T'de Şirket tanımına göre FAVÖK'ün 238 milyon USD, FAVÖK marjının %9-11 beklenti aralığında %10,7 ve net satışların 2,2-2,4 milyar USD beklenti aralığının alt sınırında 2,2 milyar USD olacağına işaret ediyor. 1.260 bin ton satış hacmi tahminimiz, 1,15-1,25 milyon ton beklenti aralığının bir miktar üzerinde bulunuyor. OCTG fiyat artışlarının satış fiyatlarına yansımaları 4Ç26T tahminimiz için başlıca yukarı yönlü risk, proje teslimatlarının zamanlamasını ise başlıca aşağı yönlü risk olarak görüyoruz.

RİSKLER**Aşağı Yönlü Riskler**

- **Marjlar, varsayımlarımızın altında normalleşebilir.** Normalize 575 USD/ton dönüşüm marjı (delta) varsayımımız, hem 2023'teki 533 USD/ton zirvesinin hem de 2022-25 dönemindeki yaklaşık 444 USD/ton ortalamasının üzerinde bulunuyor. Her 50 USD/ton düşüş, normalize FAVÖK'ü yaklaşık 67 milyon USD veya yaklaşık %30 azaltacaktır. Bu riskin, yavaşlayan sipariş döngüsünün Altyapı ve Proje'nin hacimdeki payını yaklaşık %48 varsayımımızın altına indirmesi veya kapasitesini doldurmak isteyen, gerekli yeterliliklere sahip tedarikçiler arasında yoğun fiyat rekabeti yaratması halinde gerçekleşmesi daha olasıdır.
- **2028 sonrasında kârlılık görünürlüğü belirgin biçimde azalıyor.** Proje takip listemiz, 2029 için yalnızca yaklaşık 0,23 milyon ton teslimat içeriyor ve ilgili projelerin hiçbirinde henüz nihai yatırım kararı alınmadı. Yeni projelerdeki gecikmeler ve rakiplerden gelen daha güçlü rekabet, kapasite kullanımını ve fiyatlamayı zayıflatabilir. Sipariş portföyünün daha yavaş yenilenmesi, kârlılığın nakde dönüşmesini de geciktirecektir.
- **Terminal dönem varsayımları, İNA değerlemesinin temel hassasiyetini oluşturuyor.** Tahmin döneminin 2031T'de sona ermesini yansıtabilecek şekilde, faaliyet değerinin yaklaşık %66'sı terminal dönemden geliyor. Daha yüksek iskonto oranları, daha düşük terminal dönem marjları veya daha güçlü TL, hedef fiyatı azaltacaktır.
- **Yeni pay satışları, hisse fiyatı üzerinde kalıcı satış baskısı yaratabilir.** Borusan Holding, Mayıs 2026'da sermayenin yaklaşık %6'sını sattı ve satış kısıtı süresi sona erdi. Sermayenin ilave 5 yp'sine karşılık gelen bir satış, mevcut halka açık payların yaklaşık %23'üne denk gelecektir. A grubu pay yapısı ise Borusan Holding'in kontrolü kaybetmeden ekonomik payını azaltmasına olanak tanıyor.

Yukarı Yönlü Riskler

- **Daha güçlü bir sipariş döngüsü, kârlılık görünürlüğü ileriye taşıyabilir.** Desert Southwest, DeLa Express, Bakken East, Saguaro ve Alaska LNG projelerindeki ilerleme, 2028 sonrasındaki teslimatları destekleyebilir. Apex projesinin yeniden başlatılması da ilave talep yaratabilir.
- **JCO yatırımı ve Halkalı arazisinin nakde dönüştürülmesi, tahminlerimize dahil edilmeyen yukarı yönlü potansiyel sunuyor.** JCO hattı, yaklaşık 150 bin ton büyüklüğünde karşılanabilir bir pazara erişim sağlıyor. Ortalama satış fiyatında oluşabilecek herhangi bir prim, tahminlerimize ilave katkı yaratacaktır. Değerlememizde Gemlik'in katkısı, yalnızca beklenti aralığının orta noktası olan 75 bp üzerinden yer alıyor. Üst sınıra ulaşılması yaklaşık 25 milyon USD veya yaklaşık 7 TL/hisse ek değer sağlayacaktır. Halkalı arazisinin olası nakde dönüştürülmesi değerlemeye dahil değildir.
- **Ticari koruma önlemleri fiyatlamaı destekleyebilir.** Kesinleşecek antidamping ve telafi edici vergiler (AD/CVD), OCTG ithalatından kaynaklanan rekabeti azaltacaktır.
- **Daha hızlı nakit birikimi, yatırım tezini destekleyebilir.** Tahminlerimize göre SNA, 2026T'deki 47 milyon USD'den 2028T'de 179 milyon USD'ye yükseliyor ve temettü ödemesi varsaymadığımız durumda net nakit 2028T sonunda 199 milyon USD'ye ulaşıyor. Temettü ödemelerine yeniden başlanması, bu nakit birikimini hissedarlar açısından daha görünür hale getirecektir.

DEĞERLEME

Borusan Boru'yu (BRSAN) %45 getiri potansiyeline işaret eden 922 TL'lik 12 aylık hedef fiyatımız ve Endeksin Üzerinde Getiri önerimizle araştırma kapsamına alıyoruz. USD bazlı indirgenmiş nakit akımı (İNA) ve emsal değerlemesini (piyasa çarpanları) sırasıyla %60 ve %40 ağırlıklandırıyoruz. Ağırlıklandırılmış değerlememiz, 3Ç26 sonu itibarıyla 13,97 USD/hisse özsermaye değerine işaret ediyor. Bu değer, mevcut 12,84 USD hisse fiyatının yaklaşık %9 üzerinde bulunuyor. %11,4 özsermaye maliyetiyle ileriye taşındığında, 12 aylık hedef fiyat 15,56 USD/hisse seviyesine ulaşıyor. Bu tutar, 3Ç27 sonu için 59,26 seviyesindeki vadeli USD/TL kurumuzla 922 TL/hisse seviyesine karşılık geliyor. Böylece hedef fiyatımız, USD özsermaye maliyetimizin 9,8 yp üzerinde, USD bazında %21 ve TL bazında %45 getiri potansiyeli sunuyor.

Ağırlıklandırılmış değerlememiz üzerinden **Borusan Boru**, mevcut fiyattaki 6,6x ve 9,9x seviyelerine karşılık 7,1x 2027T FD/FAVÖK ve 10,8x 2027T F/K çarpanlarıyla işlem görecektir. Çarpan değerlemesi, İNA'ya göre %29 daha yüksek özsermaye değerine işaret ediyor. Bununla birlikte, İNA'nın %60 ağırlığı, hedef fiyatımızın nakit akımı temellerine görece daha bağlı olmasını sağlıyor.

Değerleme Özeti

Aksi belirtilmedikçe milyon USD	İNA	Çarpanlar	Ağırlıklı Ortalama
Ağırlık	60%	40%	100%
İma edilen özsermaye değeri	1,775	2,289	1,981
Hisse sayısı (mn)	141.8	141.8	141.8
Hisse başına özsermaye değeri (USD)			13.97
İleri taşıma (Eyl-26'dan Eyl-27'ye)			11.4%
12 aylık hedef fiyat (USD/hisse)			15.56
12 ay ileri USD/TL (Eyl-27)			59.26
12 aylık hedef fiyat (TL/hisse)			922.00
Cari fiyat (TL/hisse)			636.00
12 aylık getiri potansiyeli (TL bazlı)			45%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

USD bazlı İNA değerlememizde, 2026T-31T dönemi için %10,0 ve terminal dönem için %7,7 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kullanarak **Borusan Boru'nun faaliyetlerini 1,71 milyar USD olarak değerliyoruz.** Terminal değeri, %3 terminal büyüme oranıyla Gordon büyüme formülünden hesaplıyoruz. Bu yaklaşım, yeni yatırılan sermayede %11,0 getiriye işaret ediyor. Söz konusu getiri, 2025-31T dönemi için öngördüğümüz yaklaşık %13 ortalama sermaye getirisinin altında kalırken, Section 232 tarifeleri, antidamping ve telafi edici vergi önlemleri ile Berg Pipe'in büyük çaplı hat borusundaki konumu, sermaye maliyetinin üzerinde getirileri destekliyor. Terminal değer, 8,5x FD/sonraki yıl FAVÖK çarpanına işaret ediyor.

SNA'nın 2026T'deki 47 milyon USD'den 2027T'de 132 milyon USD'ye ve 2028T'de 179 milyon USD'ye yükselmesini öngörüyoruz. Düzeltilmiş FAVÖK'ün, 2028T'de 306 milyon USD ile zirveye ulaştıktan sonra 2031T'den itibaren 218 milyon USD seviyesinde normalleşmesini bekliyoruz. İştirakler için 96 milyon USD, satış amaçlı elde tutulan net varlıklar için 16 milyon USD ve operasyonel tahminlerimize dahil olmayan Gemlik konsolidasyonu için 74 milyon USD eklenmesiyle, 2Ç26 sonu firma değeri 1,89 milyar USD'ye ulaşıyor. 159 milyon USD net borç ve 6 milyon USD çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin yükümlülük düşüldüğünde özsermaye değeri 1,73 milyar USD oluyor. Bu değer, özsermaye maliyetiyle 3Ç26 sonuna taşındığında 1,78 milyar USD'ye yükseliyor.

Faaliyet değerinin yaklaşık %71'i 2031T ve sonrasında geliyor. Bu durum, değerlemeyi özellikle AOSM'ye ve kârlılığın 2030T sonrasında sürdürülebilirliğine duyarlı hale getiriyor.

İNA Modeli

İNA (milyon USD)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	Normalize
Net satışlar	2,213	2,571	2,575	2,568	2,541	2,386	2,386
Dönüşüm marjı (Delta)	744	864	869	862	848	766	766
Düz. FAVÖK	217	301	306	299	285	218	218
Amortisman	(55)	(56)	(57)	(57)	(58)	(58)	(58)
Düz. FVÖK	162	245	249	241	227	160	160
Operasyonel vergi	(43)	(61)	(62)	(59)	(55)	(39)	(39)
Düz. vergi sonrası faaliyet kârı	119	183	187	182	172	121	121
Δ Net işletme sermayesi	(22)	(36)	(0)	(12)	(10)	17	(8)
Brüt yatırım harcaması	(106)	(72)	(64)	(64)	(64)	(66)	(84)
Amortisman	55	56	57	57	58	58	58
SNA (tam yıl)	47	132	179	163	156	131	88
İskonto faktörü	0.95	0.87	0.79	0.72	0.65	0.59	0.59
SNA bugünkü değeri (2026 = 2Y, 0.5 x tam yıl)	22	114	141	117	102	77	-

İNA ile ima edilen firma değeri	AOSM varsayımları (USD)	2026T-31T	Normalize
SNA bugünkü değeri	Risksiz faiz oranı	5.0%	4.0%
Uç değer bugünkü değeri	Beta	1.00	1.00
İma edilen gelecek 12 ay FAVÖK çarpanı	Türkiye ülke risk primi (Damodaran)	4.7%	4.7%
Operasyonların değeri	Ağırlıklandırılmış ülke risk primi	0.9%	0.9%
İma edilen gelecek 12 ay FAVÖK çarpanı	Hisse senedi risk primi	5.5%	5.5%
(+) İştirakler ve bağlı ortaklıklar	Özsermaye maliyeti	11.4%	10.4%
(+) Satış amaçlı elde tutulan net varlıklar	Borçlanma maliyeti, vergi öncesi	6.0%	5.0%
(+) Gemlik konsolidasyonu NBD (tahminler dışında)	Vergi oranı	25.0%	25.0%
Firma değeri (Haz-26)	Borçlanma maliyeti, vergi sonrası	4.5%	3.8%
(-) Net borç	Özsermaye payı	80.0%	60.0%
(-) Çalışanlara sağlanan faydalar	AOSM	10.0%	7.7%
(-) Azınlık payları			
İma edilen özsermaye değeri (Haz-26)			
İleri taşıma (Haz-26'dan Eyl-26'ya)			
İma edilen özsermaye değeri (Eyl-26)			

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

Operasyonel Projeksiyonlar

Operasyonel modelimiz, 2026T-30T hat borusu sipariş döngüsündeki kâr büyümesinin daha yüksek hacimlerden çok, daha yüksek katma değerli ürün karması ve genişleyen dönüşüm marjlarından (delta) kaynaklanacağını öngörüyor. Satış hacminin, 2025'teki 1.309 bin tondan 2027T-2030T döneminde sınırlı artışla 1.386 bin tona yükselmesini ve 2031T'den itibaren 1.331 bin tona gerilemesini bekliyoruz. Buna karşılık, büyük çaplı hat borusunun hacimdeki payının yaklaşık %50'ye ulaşacağını; düzeltilmiş FAVÖK'ün 123 milyon USD'den 2027T'de 301 milyon USD'ye yükseleceğini ve 2028T'de 306 milyon USD ile zirveye ulaşacağını tahmin ediyoruz. 2031T'den itibaren net satışları 2.386 milyon USD, düzeltilmiş FAVÖK'ü ise %9,1 marja karşılık gelen 218 milyon USD seviyesinde normalleştiriyoruz. Bu yaklaşım, ABD büyük çaplı boru faaliyetlerinin hacimdeki yaklaşık %48 payını koruyacağını ve 2023'teki 533 USD/ton zirvesinin üzerinde, 575 USD/ton normalleştirilmiş dönüşüm marjını (delta) destekleyeceğini varsayıyor. Bu tahminler, ayrı olarak değerlediğimiz Gemlik konsolidasyonunun faydalarını içermiyor.

Operasyonel Projeksiyonlar

Hacim (bin ton)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Segment bazında ort. satış fiyatı (USD/ton)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Satış hacmi	1,309	1,260	1,386	1,386	1,386	1,386	1,331	Altyapı ve Proje	1,712	2,231	2,262	2,272	2,262	2,222	2,172
y/y	12.1%	(3.7%)	10.0%	- %	- %	- %	(4.0%)	Enerji (OCTG)	1,668	1,924	2,068	2,058	2,058	2,058	2,058
Altyapı ve Proje	468	555	695	695	695	695	640	Sanayi ve İnşaat	899	977	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
Enerji (OCTG)	241	240	240	240	240	240	240	Otomotiv	1,330	1,396	1,387	1,387	1,387	1,387	1,387
Sanayi ve İnşaat	459	325	325	325	325	325	325								
Otomotiv	145	140	126	126	126	126	126								
Altyapı ve Proje hacim payı	36%	44%	50%	50%	50%	50%	48%	Büyüme bileşenleri (katkı, yp)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
KKO, konsolide	74%	66%	73%	73%	73%	73%	70%	Net satışlar, y/y	7.7%	22.3%	16.2%	0.2%	(0.3%)	(1.1%)	(6.1%)
KKO, Altyapı ve Proje	85%	82%	87%	87%	87%	87%	80%	Hacim etkisi	12.1yp	(3.7yp)	10.0yp	-	-	-	(4.0yp)
								Fiyat etkisi	(2.2yp)	19.4yp	2.7yp	0.2yp	(0.3yp)	(1.1yp)	(1.4yp)
								Ürün karması etkisi	(2.0yp)	4.8yp	3.2yp	-	-	-	(0.8yp)
								Çapraz etki	(0.1yp)	1.9yp	0.2yp	-	-	-	0.1yp
Birim ekonomisi (USD/ton)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Sermaye getirisi kırılımı	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Harmanlanmış birim gelir	1,382	1,756	1,855	1,858	1,853	1,833	1,793	Düzeltilmiş FAVÖK marjı	6.8%	9.8%	11.7%	11.9%	11.6%	11.2%	9.1%
Girdi maliyeti	(934)	(1,166)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,221)	(1,218)	Amortisman faktörü	1.68x	1.34x	1.23x	1.23x	1.24x	1.26x	1.36x
Dönüşüm marjı (delta)	447	590	623	627	622	612	575	Operasyonel nakit vergi oranı	23.7%	26.5%	25.1%	24.8%	24.6%	24.3%	24.1%
Nakit dönüşüm maliyeti	(297)	(352)	(342)	(342)	(342)	(342)	(346)	Vergi sonrası faaliyet kârı marjı	3.1%	5.4%	7.1%	7.3%	7.1%	6.8%	5.1%
Nakit faaliyet giderleri	(56)	(66)	(64)	(64)	(64)	(64)	(65)	Sermaye devir hızı	1.73x	2.10x	2.31x	2.25x	2.22x	2.16x	2.03x
Düzeltilmiş FAVÖK	94	172	217	220	215	205	164	Sermaye getirisi	5.4%	11.3%	16.4%	16.3%	15.7%	14.6%	10.3%
Delta marjı	32.4%	33.6%	33.6%	33.7%	33.6%	33.4%	32.1%	AOSM	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Düzeltilmiş FAVÖK / delta	21.1%	29.2%	34.8%	35.2%	34.7%	33.6%	28.5%	Sermaye getirisi - AOSM farkı	-4.7yp	+1.3yp	+6.4yp	+6.3yp	+5.7yp	+4.6yp	+0.3yp
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	6.8%	9.8%	11.7%	11.9%	11.6%	11.2%	9.1%								

(1) Segment hacimleri ve birim gelirleri, çeyreklik açıklamalardan türetilen AK tahminleridir; toplam hacim şirket tarafından raporlanmaktadır.

(2) Büyüme bileşenleri hesaplamalarımıza dayanmaktadır.

(3) Dönüşüm marjı (delta), birim gelir ile girdi maliyeti arasındaki farktır. Düzeltilmiş FAVÖK kendi tanımımıza dayanır ve şirket tanımlı FAVÖK'ten farklıdır.

(4) 2031T normalize edilmiş durağan dönemdir.

(5) Tarihsel rakamlar kur çevrimi ve yuvarlama nedeniyle raporlanan rakamlardan farklılık gösterebilir.

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

Gemlik Konsolidasyonu – Değerleme Katkısı

Gemlik konsolidasyonu, İNA firma değerimize 74 milyon USD ekliyor. Yönetim, 29 milyon USD yatırım ve 27 milyon USD tek seferlik gider karşılığında işletme sermayesinde 30 milyon USD azalış ve FAVÖK marjında 2028'den itibaren 50-100 bp artış bekliyor. Beklenti aralığının orta noktası olan 75 bp'de, tam etkiye ulaşıldığında yıllık yaklaşık 13 milyon USD FAVÖK katkısı ve vergi sonrası %20 iç verim oranı hesaplıyoruz. İç verim oranını, beklenti aralığının alt sınırında %13, üst sınırında ise %26 olarak hesaplıyoruz. Proje, yaklaşık 40 bp marj artışında başa baş noktasına ulaşıyor. Haziran 2026 öncesindeki harcamalar net borca yansımış olduğundan ve kalan yatırım harcaması tahminlerimize dahil edildiğinden, ek değer; kalan tek seferlik maliyetleri, işletme sermayesindeki azalışı ve marj katkısını kapsıyor. Bu hesaplama hedef fiyatımıza yaklaşık 21 TL/hisse ekliyor. Beklenti aralığının üst sınırına ulaşılması, ilave yaklaşık 7 TL/hisse katkı sağlayacaktır.

Gemlik Konsolidasyonu Projeksiyonları					
Temel girdiler	Değer	Dayanak			
Yatırım (milyon USD)	29	Yönetim beklentisi			
Tek seferlik giderler (milyon USD)	27	Yönetim beklentisi			
İşletme sermayesi serbest kalması (milyon USD)	30	Yönetim beklentisi			
2028'den itibaren FAVÖK marjı katkısı (bp)	50-100bp	Yönetim beklentisi			
Gelir bazı, 2024 (milyon USD)	1,678	Şirket verileri (2024 bazı beklenti)			
İskonto oranı (USD AOSM)	10.0%	Varsayımımız			
Vergi oranı	26%	Varsayımımız (operasyonel vergi oranı)			
Yatırımın ekonomik ömrü (yıl)	10	Varsayımımız			
Net idame yatırımı (milyon USD/yıl)	3	Varsayımımız			
Baz senaryo nakit akışları (milyon USD, vergi sonrası, 75bp)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T+
Yatırım	(7)	(15)	(7)	-	-
Tek seferlik giderler	(5)	(10)	(5)	-	-
İşletme sermayesi serbest kalması	-	-	15	15	-
FAVÖK tasarrufu	-	-	-	5	9
İdame yatırımı	-	-	-	(3)	(3)
Amortisman vergi kalkanı	-	-	-	1	1
Net proje nakit akışı, baz	(12)	(24)	3	17	7
Geri ekleme: net borca veya yatırım tahminlerine yansıyan yatırım	12	19	7	-	-
Değerleme eklentisine dahil edilen nakit akışı	-	(5)	10	17	7
Senaryo bazında sonuçlar	Düşük	Baz	Yüksek		
FAVÖK marjı katkısı (bp)	50bp	75bp	100bp		
Yıllık FAVÖK katkısı (milyon USD)	8	13	17		
Yıllık vergi sonrası nakit akışı (milyon USD)	4	7	10		
Proje İVO, vergi sonrası	13.4%	20.1%	25.5%		
Proje NBD, bugüne kadarki harcama dahil (milyon USD)	11	36	61		
2Ç26 sonu itibarıyla değerleme eklentisi (milyon USD)	48	74	99		
12 aylık hedef fiyata katkı (TL/hisse)	14	21	28		

(1) Nakit akışları yıl sonu itibarıyla alınmış ve 30 Haziran 2026 değerleme tarihine iskonto edilmiştir. Yatırım ve tek seferlik giderler, 24 aylık programı temsilen 2025-27T dönemine %25/50/25 olarak dağıtılmıştır.

(2) Değerleme tarihinden önceki yatırım ve tek seferlik giderler net borca yansımıştır; kalan yatırım ise yatırım harcaması tahminlerimize dahildir. Her ikisi de değerleme eklentisinin dışında tutulmuştur. İşletme sermayesi 2027T ve 2028T'de serbest kalmakta; tasarruf 2028T'de yıllık düzeyin %50'sine, 2029T'den itibaren %100'üne ulaşmaktadır.

(3) Eklenti yalnızca İNA firma değerine dahil edilmektedir; operasyonel tahminlerimiz Gemlik katkısını içermemektedir. Halkalı arsasının olası değerlemesi hariçtir.

(4) Hesaplamalarımıza dayanmaktadır.

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

Sermaye Maliyeti

İskonto oranını, nakit akımlarının para birimiyle uyumlu olacak şekilde USD bazında hesaplıyoruz. Mevcut ABD 10 yıllık Hazine tahvili getirilerini yansıtacak biçimde 2026T-31T dönemi için %5,0, daha uzun vadeli ortalamalara yakın olacak şekilde terminal dönem için %4,0 risksiz faiz oranı kullanıyoruz. Beta katsayısını 1,0, hisse senedi risk primini %5,5 ve Türkiye ülke risk primini %4,7 (Damodaran, CDS bazlı) olarak alıyoruz. Ülke risk primini, Türkiye'nin net satışlardaki payına eşit olan yaklaşık 0,2 maruziyet katsayısıyla ölçeklendiriyoruz. Böylece özsermaye maliyetine 0,9 yp ekleniyor ve özsermaye maliyeti tahmin dönemi için %11,4, terminal dönem için %10,4 oluyor. Vergi öncesi borçlanma maliyetleri sırasıyla %6,0 ve %5,0 olup, %25 vergi oranı uygulandığında %4,5 ve %3,8'e geriliyor. %80 ve %60 özsermaye ağırlıklarıyla AOSM, tahmin dönemi için %10,0 ve terminal dönem için %7,7 olarak hesaplanıyor.

Tahmin dönemi için %80 hedef özsermaye ağırlığı varsayıyoruz. Bu oran, brüt borç esas alınarak hesaplanan yaklaşık %84 mevcut piyasa değeri ağırlığının bir miktar altında bulunuyor. **Borusan Boru**'nun 2027T'de net nakit pozisyonuna geçmesini beklememize rağmen terminal dönem için %60 hedef özsermaye ağırlığı kullanıyoruz. Terminal dönemde tamamen özsermayeden oluşan bir finansman yapısı, İNA özsermaye değerini %24 azaltarak 1.357 milyon USD'ye düşürecektir.

Borusan Boru'nun ağırlıklı olarak ABD merkezli faaliyetleri nedeniyle, kurumumuzun tahmin dönemi için %8,5 ve terminal dönem için %6,5 olan varsayımlarından daha düşük risksiz faiz oranları kullanıyoruz. Kurum varsayımlarının uygulanması, AOSM'yi sırasıyla %12,8 ve %9,2'ye yükseltecek ve İNA özsermaye değerini %25 azaltarak 1.336 milyon USD'ye düşürecektir.

AOSM ve Özsermaye Ağırlığı Varsayımlarına Duyarlılık

		AOSM (Terminal dönem)							Özsermaye payı (Terminal dönem)				
		9.5%	9.0%	8.6%	8.2%	7.7%			100%	90%	80%	70%	60%
AOSM (2026T-31T)	12.6%	1,307	1,360	1,422	1,493	1,577	Özsermaye payı (2026T-31T)	100%	1,275	1,344	1,428	1,532	1,666
	12.0%	1,345	1,400	1,463	1,537	1,624		95%	1,295	1,365	1,450	1,556	1,692
	11.3%	1,384	1,441	1,506	1,582	1,672		90%	1,315	1,386	1,473	1,581	1,719
	10.7%	1,425	1,483	1,551	1,630	1,723		85%	1,336	1,408	1,496	1,606	1,747
	10.0%	1,467	1,528	1,598	1,679	1,775		80%	1,357	1,430	1,520	1,632	1,775

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Emsal Değerlemesi

Borusan Boru'yu iki emsal grubuyla karşılaştırıyoruz:

- Birinci grup**, ürünleri ve nihai pazarları **Borusan Boru** ile örtüşen kaynaklı hat borusu üreticilerinden oluşuyor. Bu grupta Welspun Corp (WLCO), Jindal SAW (JSAW), Saudi Steel Pipe (SSP) ve NWPX Infrastructure (NWPX) yer alıyor.
- İkinci grup**, enerji sektörüne benzer düzeyde maruz kalan ancak dönüşüm ekonomileri farklı olan dikişsiz OCTG ve özel boru üreticilerinden oluşuyor. Bu grupta Tenaris (TEN), Vallourec (VK), Tubacex (TUB) ve Ratnamani (RMT) yer alıyor.

Emsal Değerlemesi

Piyasa çarpanları	Ağırlık	Gösterge (milyon USD)	Çarpan	FD (milyon USD)	Özsermaye değeri (milyon USD)
F/K — 2026T	20%	117	17.6x	2,218	2,053
F/K — 2027T	20%	183	16.0x	3,099	2,935
FD/FAVÖK — 2026T	20%	217	10.1x	2,198	2,033
FD/FAVÖK — 2027T	20%	301	7.8x	2,333	2,168
FD/FVÖK — 2026T	10%	162	13.2x	2,136	1,972
FD/FVÖK — 2027T	10%	245	11.1x	2,705	2,541
Çarpanlarla ima edilen değerleme				2,454	2,289

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Borusan Boru'nun göreceli değerlemesi 2027T itibarıyla belirgin biçimde iyileşiyor; ancak iskontolar kullanılan ölçüte göre değişiyor ve tahminlerimizin gerçekleşmesine bağlı bulunuyor. Hisse, 9,1x 2026T ve 6,6x 2027T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor. Bu seviyeler, birinci grup benzer şirketlere göre sırasıyla %13 ve %30, tüm benzer şirketlerin medyanına göre ise %10 ve %15 iskontoya işaret ediyor. FD/FVÖK bazında 12,3x olan 2026T çarpanı, birinci gruba paralel ve genel medyanın %7 altında bulunurken, 8,1x olan 2027T çarpanı sırasıyla %36 ve %27 iskontoya işaret ediyor. **Borusan Boru'nun 1,23x FAVÖK/FVÖK oranının tüm benzer şirketlerdeki 1,26x medyana yakın olması nedeniyle amortisman, iki çarpan arasındaki farklılıkları açıklamıyor.** Farklılık, her çarpanın medyanının ayrı hesaplanmasından kaynaklanıyor.

PD/DD çarpanı, aşırı değerlemeye işaret etmiyor. Borusan Boru, birinci gruba göre %22 iskontolu, ikinci gruba göre %17 primli ve tüm benzer şirketlerin medyanına paralel olan 2,0x PD/DD çarpanıyla işlem görüyor. Tahminlerimiz üzerinden gelecek 12 ay için ima edilen özsermaye getirisi (PD/DD / Gelecek 12 ay F/K) %18,3 ile benzer şirketlerin %17,0 genel medyanının 1,3 yp üzerinde bulunuyor. Bununla birlikte bu oran, tahmin ettiğimiz döngünün zirvesine yakın kârlılığı yansıtıyor.

Benzer Şirket Karşılaştırması

Benzer şirketler	Hisse kodu	Piyasa değeri (milyon USD)	FD (milyon USD)	Net borç/ Gelecek		F/K		FD/FAVÖK		FD/FVÖK		PD/DD	Gelecek 12 ay özsermaye getirisi*
				12 ay FAVÖK	FAVÖK/FVÖK (2026-28T)	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T		
Welspun	WLCO	6,809	6,684	(0.38x)	1.21x	26.8x	22.5x	21.4x	15.8x	25.8x	19.0x	7.0x	30.3%
Jindal SAW	JSAW	1,686	2,093	1.41x	1.00x	19.9x	10.2x	10.3x	6.2x	9.7x	6.3x	1.3x	11.3%
Saudi Steel Pipe	SSP	673	722	(0.44x)	1.28x	16.1x	14.7x	7.7x	7.4x	9.9x	9.6x	2.8x	18.7%
NWPX Infrastructure	NWPX	933	1,014	0.90x	1.37x	17.6x	19.2x	10.7x	11.3x	14.4x	15.6x	2.2x	11.9%
Birinci grup medyanı					1.25x	18.7x	17.0x	10.5x	9.4x	12.1x	12.6x	2.5x	15.3%
Tenaris	TEN	28,115	26,035	(0.74x)	1.24x	14.5x	12.5x	9.3x	8.1x	12.0x	10.0x	1.7x	12.9%
Vallourec	VK	5,290	5,170	(0.21x)	1.27x	13.4x	8.2x	5.8x	4.4x	8.4x	5.7x	1.7x	18.7%
Tubacex	TUB	382	917	3.42x	1.73x	m.d.	17.3x	9.9x	7.1x	22.4x	12.1x	1.2x	a.d.
Ratnamani	RMT	1,757	1,724	(0.39x)	1.17x	31.7x	22.5x	19.2x	15.2x	23.2x	17.9x	4.0x	17.0%
İkinci grup medyanı					1.26x	14.5x	14.9x	9.6x	7.6x	17.2x	11.1x	1.7x	17.0%
Genel medyan					1.26x	17.6x	16.0x	10.1x	7.8x	13.2x	11.1x	2.0x	17.0%
Borusan Boru	BRSAN	1,820	1,985	0.43x	1.23x	15.6x	9.9x	9.1x	6.6x	12.3x	8.1x	2.0x	18.3%
Birinci grup medyanına prim / (iskonto)						(16.7%)	(41.5%)	(13.1%)	(29.7%)	0.9%	(35.5%)	(22.4%)	3.0yp
İkinci grup medyanına prim / (iskonto)						7.6%	(33.5%)	(5.0%)	(13.4%)	(28.7%)	(26.6%)	17.4%	1.3yp
Genel medyana prim / (iskonto)						(11.3%)	(38.0%)	(9.7%)	(14.9%)	(7.1%)	(26.6%)	(0.2%)	1.3yp

* İma edilen Gelecek 12 ay özsermaye getirisi = PD/DD / Gelecek 12 ay F/K.

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Detaylı Karşılaştırma: BRSAN ve Birinci Grup Benzerleri

Kalite göstergeleri — BRSAN ve birinci grup benzerleri	WLCO	JSAW	SSP	NWPX	Medyan	BRSAN	Fark	Fark %
<u>PİYASA VERİLERİ (milyon USD)</u>								
Piyasa değeri	6,809	1,686	673	933	a.d.	1,820	a.d.	a.d.
Firma değeri	6,684	2,093	722	1,014	a.d.	1,985	a.d.	a.d.
<u>CARPANLAR</u>								
F/K — 2026T	26.75x	19.86x	16.14x	17.61x	18.73x	15.61x	(3.12x)	(16.7%)
F/K — 2027T	22.50x	10.18x	14.68x	19.24x	16.96x	9.93x	(7.03x)	(41.5%)
F/K — 2028T	18.34x	8.72x	13.22x	18.15x	15.69x	9.48x	(6.21x)	(39.6%)
FD/FAVÖK — 2026T	21.39x	10.30x	7.69x	10.72x	10.51x	9.13x	(1.37x)	(13.1%)
FD/FAVÖK — 2027T	15.77x	6.22x	7.43x	11.32x	9.38x	6.59x	(2.78x)	(29.7%)
FD/FAVÖK — 2028T	12.78x	5.36x	6.87x	10.91x	8.89x	6.50x	(2.39x)	(26.9%)
FD/FVÖK — 2026T	25.83x	9.70x	9.88x	14.40x	12.14x	12.26x	0.11x	0.9%
FD/FVÖK — 2027T	19.02x	6.33x	9.60x	15.57x	12.59x	8.12x	(4.47x)	(35.5%)
FD/FVÖK — 2028T	15.53x	5.81x	8.69x	14.96x	11.83x	7.98x	(3.84x)	(32.5%)
PD/DD — Cari	7.04x	1.27x	2.79x	2.24x	2.52x	1.95x	(0.56x)	(22.4%)
<u>FİNANSAL TAHMİNLER</u>								
Net satış büyümesi — 2026-28T	27.4%	11.8%	6.0%	4.7%	8.9%	12.5%	3.6yp	40.1%
FAVÖK marjı — 2026T	13.9%	10.5%	24.3%	15.7%	14.8%	9.8%	(5.0yp)	(33.5%)
FAVÖK marjı — 2027T	14.2%	14.5%	23.5%	15.5%	15.0%	11.7%	(3.3yp)	(21.9%)
FAVÖK marjı — 2028T	14.5%	14.8%	23.5%	15.4%	15.1%	11.9%	(3.2yp)	(21.4%)
FVÖK marjı — 2026T	11.5%	11.3%	18.9%	11.7%	11.6%	7.3%	(4.3yp)	(36.7%)
FVÖK marjı — 2027T	11.7%	14.5%	18.2%	11.2%	13.1%	9.5%	(3.6yp)	(27.5%)
FVÖK marjı — 2028T	12.0%	13.9%	18.5%	11.2%	12.9%	9.7%	(3.3yp)	(25.3%)
SNA marjı — 2026T	(3.1%)	4.6%	13.8%	10.0%	7.3%	2.1%	(5.2yp)	(70.9%)
SNA marjı — 2027T	2.5%	(3.3%)	6.2%	12.7%	4.4%	5.1%	0.8yp	17.6%
SNA marjı — 2028T	3.8%	5.6%	14.7%	10.0%	7.8%	6.9%	(0.9yp)	(11.3%)
Amortisman faktörü — 2026-28T	1.21x	1.00x	1.28x	1.37x	1.25x	1.23x	(0.02x)	(1.2%)
<u>KALİTE GÖSTERGELERİ</u>								
5 yıllık ortalama FAVÖK marjı (%)	9.5%	12.5%	18.7%	12.3%	12.4%	8.8%	(3.6yp)	(29.1%)
FAVÖK marjı standart sapması, 10 yıl (yp)	2.5yp	2.2yp	9.1yp	7.3yp	4.9yp	3.5yp	(1.4yp)	(28.3%)
Sermaye getirisi, 5 yıllık ortalama (%)	12.3%	9.6%	11.5%	5.8%	10.5%	7.2%	(3.3yp)	(31.8%)
FAVÖK amortisman faktörü, 5 yıllık ortalama (x)	1.30x	1.29x	1.34x	1.43x	1.32x	1.43x	0.11x	8.3%
Yatırım harcaması / satışlar, 5 yıllık ortalama (%)	9.0%	4.1%	1.6%	4.2%	4.1%	3.8%	(0.3yp)	(8.0%)
Yatırım harcaması / amortisman, 5 yıllık ortalama (x)	3.56x	1.35x	0.30x	1.44x	1.39x	1.41x	0.01x	0.9%
Net borç / FAVÖK (x)	(0.38x)	1.41x	(0.44x)	0.90x	0.26x	0.43x	0.17x	65.0%

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Detaylı Karşılaştırma: BRSAN ve İkinci Grup Benzerleri

Kalite göstergeleri — BRSAN ve ikinci grup benzerleri	TEN	VK	TUB	RMT	Medyan	BRSAN	Fark	Fark %
<u>PİYASA VERİLERİ (milyon USD)</u>								
Piyasa değeri	28,115	5,290	382	1,757	a.d.	1,820	a.d.	a.d.
Firma değeri	26,035	5,170	917	1,724	a.d.	1,985	a.d.	a.d.
<u>CARPANLAR</u>								
F/K — 2026T	14.50x	13.42x	m.d.	31.67x	14.50x	15.61x	1.10x	7.6%
F/K — 2027T	12.55x	8.25x	17.33x	22.46x	14.94x	9.93x	(5.01x)	(33.5%)
F/K — 2028T	12.02x	7.38x	8.89x	m.d.	8.89x	9.48x	0.59x	6.6%
FD/FAVÖK — 2026T	9.29x	5.85x	9.93x	19.23x	9.61x	9.13x	(0.48x)	(5.0%)
FD/FAVÖK — 2027T	8.07x	4.44x	7.15x	15.23x	7.61x	6.59x	(1.02x)	(13.4%)
FD/FAVÖK — 2028T	7.73x	4.04x	5.82x	12.53x	6.77x	6.50x	(0.28x)	(4.1%)
FD/FVÖK — 2026T	11.98x	8.41x	22.41x	23.17x	17.20x	12.26x	(4.94x)	(28.7%)
FD/FVÖK — 2027T	9.98x	5.66x	12.14x	17.88x	11.06x	8.12x	(2.95x)	(26.6%)
FD/FVÖK — 2028T	9.49x	5.00x	8.78x	14.42x	9.14x	7.98x	(1.15x)	(12.6%)
PD/DD — Cari	1.66x	1.67x	1.17x	4.05x	1.66x	1.95x	0.29x	17.4%
<u>FİNANSAL TAHMİNLER</u>								
Net satış büyümesi — 2026-28T	4.5%	6.1%	7.6%	16.3%	6.9%	12.5%	5.6yp	81.7%
FAVÖK marjı — 2026T	22.9%	21.2%	12.1%	17.1%	19.1%	9.8%	(9.3yp)	(48.6%)
FAVÖK marjı — 2027T	24.7%	24.1%	14.4%	18.0%	21.0%	11.7%	(9.3yp)	(44.3%)
FAVÖK marjı — 2028T	24.7%	24.8%	15.7%	18.6%	21.6%	11.9%	(9.8yp)	(45.2%)
FVÖK marjı — 2026T	17.8%	14.7%	5.3%	14.2%	14.4%	7.3%	(7.1yp)	(49.3%)
FVÖK marjı — 2027T	19.9%	18.9%	8.3%	15.3%	17.1%	9.5%	(7.6yp)	(44.4%)
FVÖK marjı — 2028T	20.1%	20.1%	10.2%	16.2%	18.1%	9.7%	(8.5yp)	(46.7%)
SNA marjı — 2026T	12.7%	9.5%	1.8%	5.4%	7.5%	2.1%	(5.3yp)	(71.5%)
SNA marjı — 2027T	15.4%	9.1%	2.3%	5.1%	7.1%	5.1%	(2.0yp)	(27.7%)
SNA marjı — 2028T	15.6%	9.0%	4.0%	6.9%	7.9%	6.9%	(1.0yp)	(12.4%)
Amortisman faktörü — 2026-28T	1.24x	1.27x	1.73x	1.17x	1.26x	1.23x	(0.02x)	(2.0%)
<u>KALİTE GÖSTERGELERİ</u>								
5 yıllık ortalama FAVÖK marjı (%)	25.8%	18.3%	10.3%	16.9%	17.6%	8.8%	(8.8yp)	(50.0%)
FAVÖK marjı standart sapması, 10 yıl (yp)	6.6yp	9.9yp	4.0yp	1.2yp	5.3yp	3.5yp	(1.8yp)	(33.7%)
Sermaye getirisi, 5 yıllık ortalama (%)	21.0%	17.0%	4.3%	17.0%	17.0%	7.2%	(9.8yp)	(57.8%)
FAVÖK amortisman faktörü, 5 yıllık ortalama (x)	1.21x	1.32x	2.36x	1.15x	1.26x	1.43x	0.17x	13.5%
Yatırım harcaması / satışlar, 5 yıllık ortalama (%)	4.3%	4.2%	6.3%	5.7%	5.0%	3.8%	(1.2yp)	(23.9%)
Yatırım harcaması / amortisman, 5 yıllık ortalama (x)	0.92x	0.84x	0.87x	2.58x	0.89x	1.41x	0.51x	57.6%
Net borç / FAVÖK (x)	(0.74x)	(0.21x)	3.42x	(0.39x)	(0.30x)	0.43x	0.73x	a.d.

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

ABD hat borusu faaliyetleri, **Borusan Boru**'nun yatırım tezinin temel belirleyicisidir. Bu nedenle ABD hat borusu pazarını diğer segmentlere göre daha ayrıntılı inceliyoruz.

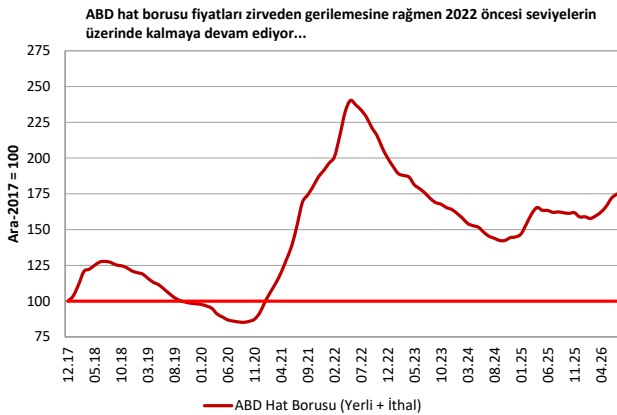
Altyapı ve Proje: ABD Hat Borusu Pazarı

ABD hat borusu pazarı, birbirinin yerine kullanılabilir olarak değerlendirilmemesi gereken farklı ürün kategorilerinden oluşuyor. Argus Pipe Logix endeksi, esas olarak küçük ve orta çaplı kaynaklı ve dikişsiz boruların distribütör spot fiyatlarını izliyor. **Borusan Boru** ise ürünün, teknik özelliklerin ve teslimat takviminin belirlendiği sözleşmeler kapsamında doğrudan satılan, 24 inç ve üzeri LSAW³ ve HSAW⁴ proje boruları üretiyor. Bu nedenle Pipe Logix'i, **Borusan Boru**'nun gerçekleşen satış fiyatlarının doğrudan göstergesi olarak değil, genel döngüyü zamanında yansıtan bir gösterge olarak kullanıyoruz.

Hat borusu fiyatları, 2022 zirvesinden %27 gerilemesine rağmen 2022 öncesindeki seviyelerin üzerinde kalıyor. ABD hat borusu fiyatları, 2018'de Section 232⁵ tarifelerinin uygulanmaya başlamasının ardından yükseldi, pandemi döneminde Eylül 2020'de görülen dip seviyeye kadar geriledi ve ardından HRC⁶ maliyetlerinin hızla artması, sondaj faaliyetlerinin toparlanması ve arzın daralmasıyla Mayıs 2022'ye kadar yaklaşık %182 yükseldi. Sonrasında döngü normalleşti ve bileşik endeks, Eylül 2024'e kadar geçen 28 ayda yaklaşık %41 geriledi. Fiyatlar bu tarihten Temmuz 2026'ya kadar yaklaşık %23 toparlanarak son üç yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Mevcut seviye, 2022 zirvesinin hala %27 altında olmakla birlikte pandemi öncesi ortalamasının %53 üzerinde bulunuyor.

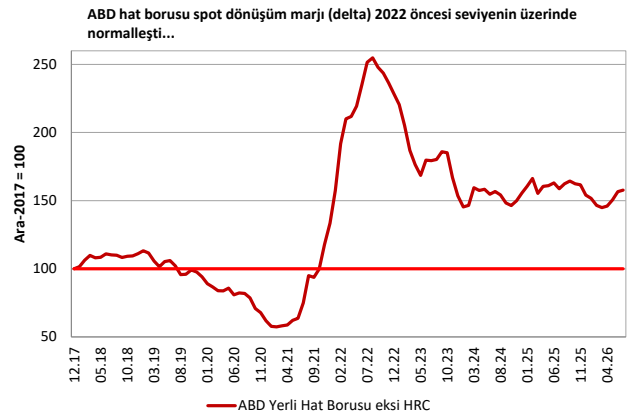
ABD'de yerli hat borusunun spot dönüşüm marjları (delta), 2022 öncesindeki seviyelerin üzerinde kalıyor. ABD yerli hat borusu fiyatından ABD sıcak haddelenmiş rulo fiyatının çıkarılmasıyla hesaplanan ve Aralık 2017'ye endekslenen göstergemiz, 2022 zirvesinden Temmuz 2026'ya kadar yaklaşık %28 geriledi. Bununla birlikte, pandemi öncesi ortalamasının yaklaşık %50 üzerinde bulunması, yapısal olarak daha güçlü bir marj ortamına işaret ediyor.

ABD Hat Borusu Fiyatları



Kaynak: Argus Line Pipe Report, Aralık 2017 = 100 (Pipe Exchange üzerinden), AK Yatırım Araştırma

ABD Yurt İçi Hat Borusu Spot Dönüşüm Marjı (Delta)



Kaynak: Argus Line Pipe Report, Aralık 2017 = 100 (Pipe Exchange üzerinden), Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

³ Boyuna toz altı kaynaklı. Düz dikişle şekillendirilir.

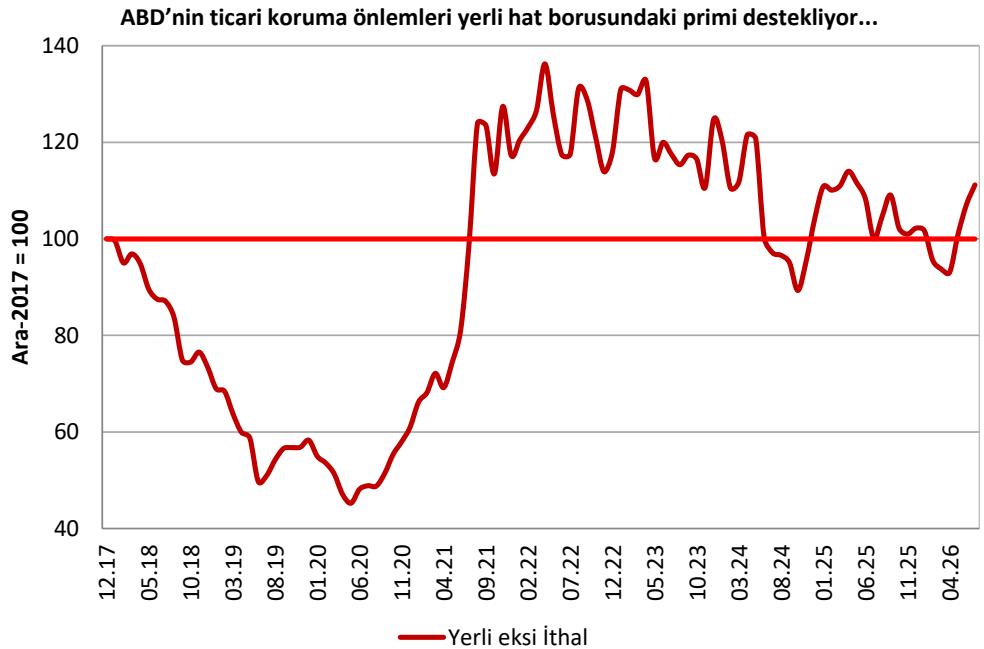
⁴ Spiral toz altı kaynaklı. Helisel dikişle şekillendirilir.

⁵ ABD'nin ulusal güvenlik gerekçesiyle ithalat kısıtlaması getirmesine imkân veren yasa; çelikte halen %50.

⁶ Sıcak haddelenmiş rulo sac

ABD'nin ticari koruma önlemleri, yerli hat borusunun yüksek fiyat primini koruyor; ancak ithalat rekabetçi kalmaya devam ediyor. Section 232 tarifelerinin Haziran 2025'te %50'ye yükseltilmesi, ürün bazlı antidumping ve telafi edici vergilerle birlikte yerli ürün fiyatlarını destekliyor. ABD hat borusu, Temmuz 2026'da ithal ürünlere göre yaklaşık 632 USD/kısa ton (yaklaşık 697 USD/ton) primle işlem görüyordu. Buna rağmen, 16 inç üzeri hat borusu ithalatı 2025'te %49 artarak 556 bin kısa tona (yaklaşık 504 bin ton) ulaştı. Bu miktar, Preston Pipe'ın yıl için 1.553 bin kısa tonluk (yaklaşık 1.409 bin ton) pazar tahmini üzerinden hesaplandığında, büyük çaplı boru pazarının tahmini %36'sına karşılık geliyor. Dolayısıyla ticari koruma, yerli fiyatları destekliyor ancak pazarı ithalata kapatmıyor. Yeterince yüksek bir yerli ürün primi, tarife ve navlun sonrasında da ithalatı ekonomik kılabilir. (ABD Nüfus Sayım Bürosu; Pipe Exchange üzerinden Preston Pipe Report)

ABD Yurt İçi Ürünün İthal Ürüne Primi



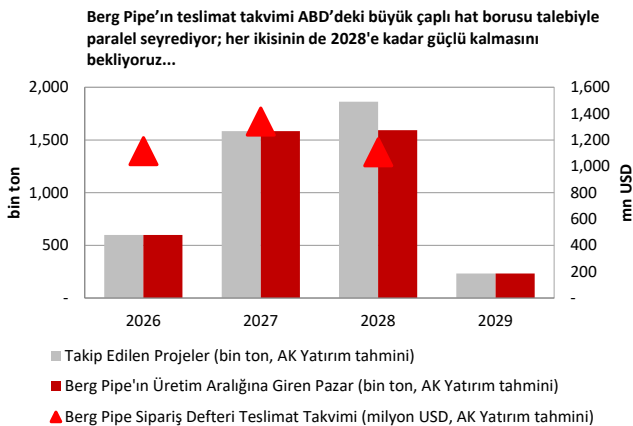
Kaynak: Argus Line Pipe Report, Aralık 2017 = 100 (Pipe Exchange üzerinden), AK Yatırım Araştırma

Büyük çaplı boru talebi, proje döngüsüyle şekilleniyor. Başlıca talep unsurları LNG tesislerine gaz tedarik altyapısı, Permian ve Haynesville havzalarının çıkış kapasitesi ihtiyacı ve veri merkezleriyle bağlantılı doğal gazla elektrik üretimi talebidir. EIA, 2026-27 dönemi için ABD'de 44,9 milyar fit küp/gün planlanan doğal gaz boru hattı kapasite artışı belirtiyor. Bunun yaklaşık %70'i halihazırda inşaat aşamasında bulunurken yaklaşık %85'i Texas ve Louisiana'da yer alıyor. (EIA)

2028'e kadar sınırlı kalan kapasite, mevcut sipariş döngüsünde fiyatlamayı destekliyor. Proje takip çalışmamız, EIA'nın doğal gaz ve sıvı boru hattı projeleri veri tabanlarını kullanarak her projenin uzunluğunu, çapını ve varsayılan et kalınlığını teslimat yılı bazında tonaja dönüştürüyor ve potansiyel hat borusu talebini tahmin ediyor. Bu çalışma, Berg Pipe'ın teknik üretim aralığına giren 24 inç ve üzeri borularda 2027 teslimatları için yaklaşık 1,58 milyon ton, 2028 teslimatları için ise yaklaşık 1,59 milyon ton talebe işaret ediyor. Bu rakamlar henüz siparişe bağlanmamış talebi değil, teknik olarak karşılanabilir talebi ölçüyor ve farklı geliştirme aşamalarındaki projeleri içeriyor. Alaska LNG için, 739 millik ihtiyacın diğer üreticilerle yapılan ön tedarik anlaşmalarına henüz dahil olmayan tahmini üçte birlik kısmını dikkate alıyoruz.

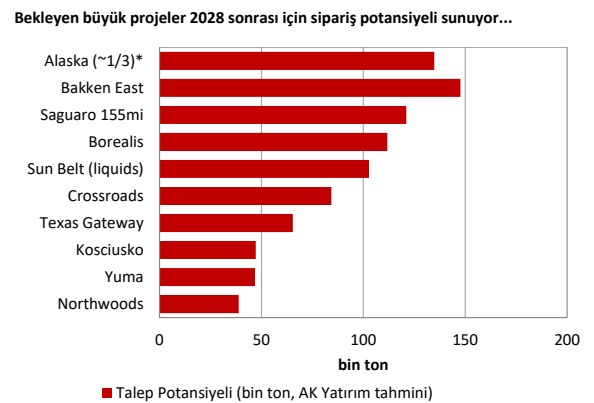
- Arz, gerekli yeterliliklere sahip az sayıda üreticide yoğunlaşıyor. Welspun, spiral boru tesisinde %85-90 kapasite kullanımı açıkladı ve ABD tesislerinin kapasitesinin 2028 mali yılına kadar büyük ölçüde siparişlere ayrıldığını belirtti. Berg Pipe'ın açıklanan yaklaşık 3,6 milyar USD siparişi ise ABD'deki 550 bin ton/yıl kapasitesini 2026-27 döneminde dolduruyor ve 2028 kapasitesinin büyük bölümünü karşılıyor. Dolayısıyla yeni siparişler çoğunlukla 2028 sonu ve sonrasındaki teslimatlar için alınıyor. Geniş proje havuzu ile gerekli yeterliliklere sahip kapasitenin sınırlı olması, mevcut sipariş döngüsünde fiyatlamayı destekleyecektir.
- 2028 sonrasındaki görünülük daha belirsizdir. 2028-29 dönemindeki ortalama taahhüt edilmiş teslimat tonajı, 2026-27 seviyesinin yalnızca 0,61 katıdır. Bu nedenle bir sonraki sipariş döngüsü, Energy Transfer'ın yatırım onayı verilen Desert Southwest projesinin boru tedarikine ve nihai yatırım kararı bekleyen projelere bağlıdır. Desert Southwest, 4Ç29'da devreye alınması planlanan, 516 mil uzunluğunda ve 48 inç çapında bir boru hattıdır. Proje sahibinin ABD'li üreticilere öncelik vermeyi hedeflediği projenin, 2026-27 döneminde boru tedariki gerektirmesi muhtemeldir. Nihai yatırım kararı bekleyen başlıca fırsatlar DeLa Express, Bakken East, Saguaro ve Alaska LNG'nin henüz tedarik anlaşmasına bağlanmamış kısmıdır. Ayrıca Targa'nın askıya alınan Apex boru hattının yeniden başlatılması, yaklaşık 0,31 milyon ton potansiyel talep yaratarak 2028-29 proje havuzuna tek proje bazında en büyük ilaveyi sağlayabilir.
- Proje görünülüğü, 2028 teslimat yılı sonrasında belirgin biçimde azalıyor. Ancak bu durum, talepte sert bir düşüşten çok projelerin açıklanma ufkunu yansıtır gibi görünüyor. Takip edilen 2029 teslimatları toplamda yalnızca yaklaşık 0,23 milyon ton olup, ilgili projelerin hiçbirinde henüz nihai yatırım kararı alınmadı. EIA'nın Ağustos 2026 tarihli doğal gaz ve sıvı boru hattı projeleri veri tabanlarında, 2030'da devreye girmesi planlanan projelerin ötesinde büyük çaplı boru özellikleri açıklanmış yalnızca bir proje bulunuyor. Bu proje, Cheniere'in 55,6 mil uzunluğunda ve 48 inç çapındaki Sabine Crossing boru hattıdır. Tahminlerimize göre 2031'de devreye girecek proje yaklaşık 43 bin ton talebe karşılık geliyor. Proje sahipleri genellikle güzergah ve çap bilgilerini faaliyete geçişten yalnızca iki ila dört yıl önce açıklıyor. Bununla birlikte, ABD altyapı faaliyetlerine ilişkin terminal dönem varsayımları kaçınılmaz olarak henüz açıklanmamış projelere dayanıyor.

2028'e Kadar ABD Hat Borusu Talebi (AK Yatırım Tahminleri)



Kaynak: EIA, Şirket verileri, AK Yatırım Araştırma

2028 Sonrası Öne Çıkan Projeler (AK Yatırım Tahminleri)



* Henüz açıklanan bir tedarikçisi bulunmayan kısım

Kaynak: EIA, Şirket verileri, AK Yatırım Araştırma

Yeni kapasite, 2029 ve sonrasında kapsayan siparişlerde rekabeti şekillendirebilir. Diğer üreticilerin kapasitesi 2026 ve 2027’de devreye girse de teknik özellikler, kaplama ve proje gereklilikleri, her tesisin rekabet edebileceği siparişleri sınırılıyor.

- **Borusan Boru**, Gemlik’teki 250 bin ton/yıl büyük çaplı hat borusu kapasitesini yeniden devreye aldı. Gemlik’in yeniden başlatılması, tesis taşımanın maliyet ve gecikmesine katlanmadan pazara daha hızlı erişim sağlıyor.
- Welspun (WLCO), Little Rock’taki ABD hat borusu kapasitesini iki yatırımla genişletiyor. 2026 başında devreye alınan 100 milyon USD tutarındaki HFIW⁷ kapasite artışı, 24 inç kadar çaplarda 175 bin ton/yıl ek kapasite sağlayarak ilgili tesisin kapasitesini iki katına, 350 bin ton/yıla çıkardı. İlave 150 milyon USD ise yönetimin 2026 sonuna kadar devreye girmesini beklediği ve kapasitesini yaklaşık 350 bin ton/yıl olarak tahmin ettiğimiz LSAW tesisi ile kaplama hattına ayrılıyor. Hesaplamalarımıza göre bu yatırımlar birlikte, sahanın hat borusu kapasitesini yaklaşık 525 bin ton/yıldan yaklaşık 1,05 milyon ton/yıla, kabaca iki katına çıkaracaktır. Yeni LSAW tesisi, Panama City açısından en ilgili kapasite artışı olacaktır. Bununla birlikte, belirli bir siparişe hangi tesislerin teklif verebileceğini teknik özellikler, kaplama ve proje gereklilikleri belirlemeye devam ediyor. Welspun, bu yatırımlar sonrasında Little Rock’ın 6-56 inç çap aralığı sunacağını ve bu aralığın ABD’de benzersiz olduğunu belirtiyor. (Welspun Tubular internet sitesi; Welspun Tubular basın açıklaması, Ağustos 2025; Welspun Corp 2027 mali yılı 1. çeyrek finansal sonuç telekonferansı)
- Jindal SAW (JSAW): Halka açık boru şirketi Jindal SAW olan PR Jindal Grubu, ABD’de şeffaflığı en düşük rakip olmaya devam ediyor. Teknik özellikler, kaplama ve proje gereklilikleri hangi tesislerin belirli bir siparişe teklif verebileceğini belirlediğinden, yalnızca çap aralıklarının örtüşmesi doğrudan rekabet anlamına gelmiyor. Bu çerçevede, Grubun ürün aralıkları **Borusan Boru** ile örtüşse de ürünleri doğrudan birbirinin yerine geçmiyor. Bay St. Louis spiral boru tesisi, 24-60 inç aralığında 300 bin ton/yıl kapasiteye sahipken, ayrı bir Baytown tesisinin 8,625-26 inç aralığında 300 bin ton/yıl kapasiteye sahip olduğu bildiriliyor. Mayıs 2026’da açıklanan 87 milyon USD yatırım, Baytown’a daha küçük çaplı bir boru tesisi ekleyecek ve Bay St. Louis’deki şekillendirme kabiliyetini genişletecek. Grubun ABD’de LSAW kapasitesi bulunmaması nedeniyle Panama City ile rekabeti dolaylı kalıyor. Grubun parçalı ortaklık yapısı, Jindal SAW’ın Bay St. Louis ortak girişimindeki payına ilişkin belirsizlik ve Baytown’ın faaliyet durumu, üretimi ve kapasite kullanımına ilişkin açıklamaların bulunmaması görünürlüğü sınırılıyor. (Jindal internet sitesi; SteelOrbis; Tube & Pipe India)

⁷ Yüksek frekans indüksiyon kaynaklı. Kenarları indüksiyon bobinleriyle ısıtan HFW süreci.

- JSW Steel USA'nın Baytown LSAW tesisi, Panama City'nin ürün aralığına en yakın mevcut ABD kapasitesidir. Teknik özellikler, kaplama ve proje gereklilikleri hangi tesislerin belirli bir siparişe teklif verebileceğini belirlediğinden, yalnızca çap aralıklarının örtüşmesi doğrudan rekabet anlamına gelmiyor. Bu çerçevede Baytown, doğrudan bir ikameden çok koşullara bağlı olarak devreye girebilecek potansiyel arz niteliğindedir ve üretimin hızla artırılması olası görünmüyor. Tesis, 31 Mart 2026'da sona eren 2026 mali yılında yalnızca yaklaşık 59 bin ton üretim gerçekleştirdi. Hesaplamalarımıza göre bu miktar, yaklaşık 499 bin ton/yıl tarihsel nominal kapasitenin yaklaşık %12'sine karşılık geliyor. Üretim artışını üç unsur sınırlıyor. İlk olarak, yaklaşık %44 kapasite kullanımıyla çalışan bitişikteki levha tesisinin modernizasyonunu tamamlaması ve gerekli levha kalitelerini güvenilir biçimde tedarik edebildiğini göstermesi gerekiyor. Devreye almanın yakın vadede gerçekleşmesi bekleniyor. İkinci olarak, Baytown'un ürün karması ağır muhafaza boruları, kazık boruları ve deniz uygulamalarına ağırlık veriyor. Berg Pipe'in karadaki iletim pazarına girmek, tesis kapasitelerinin yıllar öncesinden siparişlere ayrıldığı bir pazarda müşteri yeterlilik onayları alınmasını ve yerleşik tedarikçilere karşı proje kazanılmasını gerektirecektir. Üçüncü olarak, tesisin 1960'lı yıllara dayanan nominal kapasitesi, fiilen kullanılabilir kapasitesini muhtemelen olduğundan yüksek gösteriyor. (JSW Steel internet sitesi; JSW Steel 2021-22 Entegre Raporu; JSW Steel Ltd 2026 mali yılı finansal sonuç sunumu ve telekonferansı)

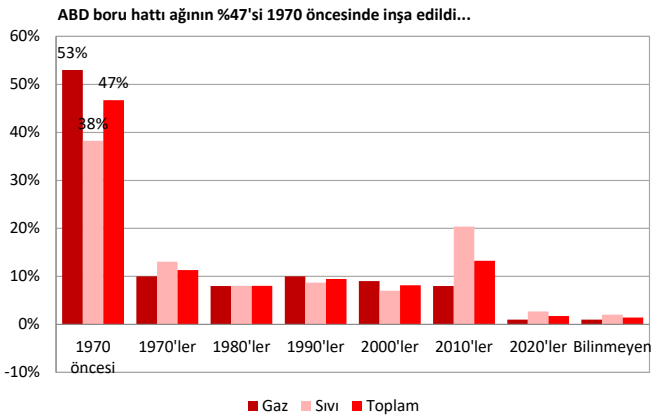
Yeni hat yatırımları öne çıksa da yenileme ihtiyacı tekrarlayan bir temel talep sağlıyor.

ABD'de yaklaşık 523 bin mil doğal gaz iletim ve sıvı boru hattı işletiliyor. Bunun yaklaşık 244 bin mili 1970'ten önce döşendi. PHMSA⁸'nin Mega Rule düzenlemesi, işletmecilerin yeterli kaydı bulunmayan 1970 öncesi doğal gaz iletim boru hatlarında izin verilen azami işletme basıncını yeniden doğrulamasını gerektiriyor. İlgili hat uzunluğunun %50'sinin Temmuz 2028'e, tamamının ise Temmuz 2035'e kadar kapsanması gerekiyor. Borunun yenilenmesi, izin verilen yöntemlerden yalnızca biridir. Dolayısıyla düzenleme, belirli bir boru talebi miktarı tanımlamaktan çok hat bütünlüğüne yönelik harcamaları destekliyor. (ABD Ulusal Bilimler Akademileri; PHMSA)

⁸ Boru Hattı ve Tehlikeli Maddeler Güvenliği İdaresi.

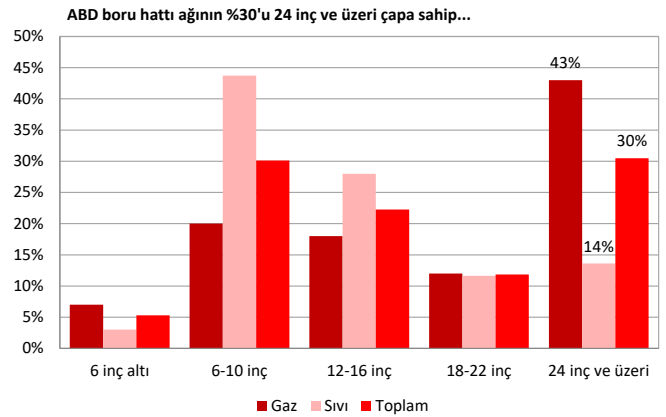
Yenileme talebi anlamlı bir talep bazı sunabilir. Örnek olarak, 1970 öncesinde kurulan 24 inç ve üzeri iletim şebekesinin yılda %1'inin yenilenmesi, yaklaşık 250 bin ton veya Preston Pipe'in 2025 büyük çaplı boru pazarı tahmininin yaklaşık %18'i kadar talebe işaret edecektir (Pipe Exchange üzerinden). Bunun bir talep tahmini veya **Borusan Boru**'nun karşılayabileceği hacim tahmini değil, örnek bir duyarlılık hesabı olduğunu belirtelim. Yatırım açısından önem taşıyan unsur, talebin niteliğidir. Yenileme faaliyetleri LNG nihai yatırım kararlarına veya veri merkezi yatırımlarına daha az bağlıdır ve yeni hat yatırımları döngüsü yavaşladığında daha kalıcı bir temel talep sağlayabilir.

Kurulum Dönemine Göre ABD İletim Boru Hattı Şebekesi



Kaynak: National Academies of Sciences, PHMSA, AK Yatırım Araştırma

Çapa Göre ABD İletim Boru Hattı Şebekesi

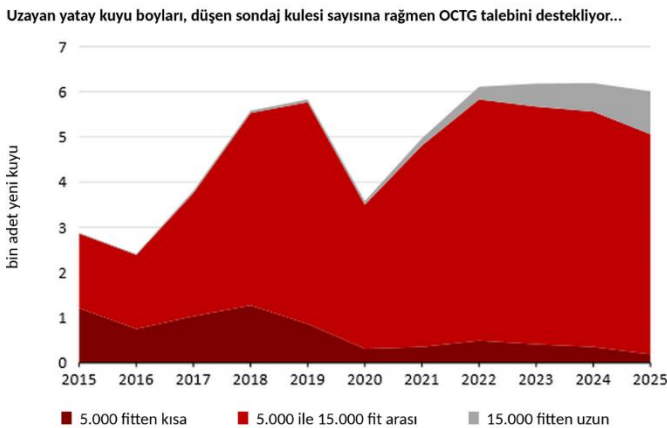


Kaynak: National Academies of Sciences, PHMSA, AK Yatırım Araştırma

Enerji: ABD Petrol Sahası Boru Ürünleri (OCTG) Pazarı

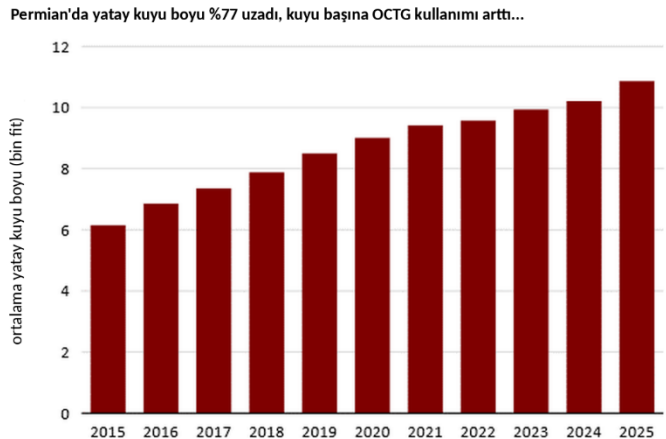
ABD, hacim talebinin büyük bölümünü karadaki kaya petrolü ve gazı sondajlarının oluşturduğu dünyanın en büyük OCTG⁹ pazarıdır. Talep, arama ve üretim yatırımlarına (E&P) duyarlı olmaya devam etse de daha uzun ve daha karmaşık kuyular, OCTG tüketimi ile toplam sondaj kulesi sayısı arasındaki ilişkiyi zayıflatı. Permian Havzası'nda ortalama yatay kuyu uzunluğu, 2015'teki 6.149 fitten 2025'te 10.867 fite çıkarak %77 arttı. 15.000 fitin üzerindeki çok uzun yatay kuyular ise 2025'te Permian'daki yeni kuyu tamamlamalarının %15'ini oluşturdu. Dolayısıyla kuyu başına artan muhafaza ve üretim borusu ihtiyacı, önceki döngülerin oldukça altında kalan sondaj kulesi sayısını kısmen dengeliyor. (EIA)

Yatay Uzunluğa Göre Açılan Yeni Kuyular, Permian Bölgesi



Kaynak: EIA

Yeni Kuyu Başına Ortalama Yatay Uzunluk, Permian Bölgesi



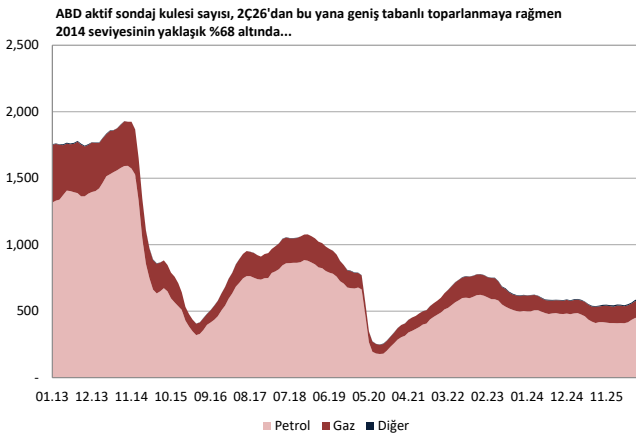
Kaynak: EIA

⁹ Petrol Sahası Boru Ürünleri. Petrol ve gaz kuyularında kullanılan muhafaza borusu, üretim borusu ve sondaj borusu.

Yakın vadeli faaliyet göstergeleri destekleyici kalmaya devam ediyor. ABD’de sondaj kulesi sayısı 4 Eylül’de yıllık 51 artışla 588 seviyesindeydi. EIA, ABD ham petrol üretiminin 2025’teki 13,6 milyon varil/günden 2026’da 13,8 milyon varil/güne ve 2027’de 14,2 milyon varil/güne yükselmesini öngörüyor. ABD’nin brüt LNG ihracatının da aynı dönemde 15 milyar fit küp/günden sırasıyla 17 ve 19 milyar fit küp/güne çıkması bekleniyor. Bu artış, özellikle Haynesville Havzası’nda doğal gaz odaklı sondajı destekliyor. ABD sondaj kulelerinin %45’ini barındıran Permian, hacim açısından ana pazar olmaya devam ediyor. Deniz sondajları ise 13 kuleyle hacim açısından küçük kalıyor ve ağırlıklı olarak dikişsiz ve yüksek nitelikli ürünlerle karşılanıyor. (EIA, Baker Hughes)

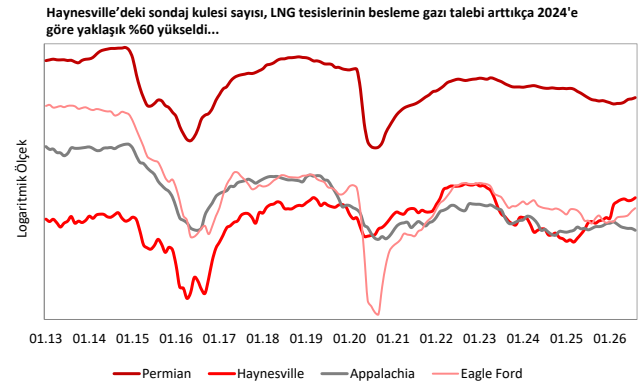
Sondaj kulelerinin bileşimi, toplam faaliyet kadar önem taşıyor. Baker Hughes’un aylık verilerine göre ABD’de sondaj kulesi sayısı, 2026’da ortalama yaklaşık 560 ile 2014 ortalamasının yaklaşık %68 altında bulunuyor. Bununla birlikte, yatay sondaj kulelerinin toplam içindeki payı 2013’teki yaklaşık %63’ten yaklaşık %90’a yükseldi. Bu durum, aktif kule başına daha yüksek muhafaza borusu ihtiyacına işaret ediyor. Ağustos 2026 ortalaması, Haynesville (+18), Eagle Ford (+10) ve Permian (+8) havzalarının öncülüğünde yıllık 52 kule arttı. Artan LNG gaz tedariki ihtiyacının doğal gaz sondajını desteklemesiyle Haynesville’de faaliyet, 2024 ortalamasının yaklaşık %60 üzerinde, yaklaşık 58 kuleye ulaştı. Permian’daki faaliyet ise 2024 ortalamasının yaklaşık %14 altında bulunuyor ve havzanın ABD kulelerindeki payını %51’den %45’e düşürüyor. Eagle Ford ve Permian kuyuları kaynaklı muhafaza borularında önemli talep yaratırken, daha derin Haynesville kuyuları dikişsiz ürünleri öne çıkarıyor. Baytown, daha yüksek teknik özelliklere sahip kaynaklı boru talebinin bir bölümünü karşılayabiliyor; ancak faaliyetlerinin ağırlığı standart kara uygulamalarında kalıyor. (Baker Hughes)

ABD Sondaj Kulesi Sayısı, Aylık Ortalama



Kaynak: Baker Hughes

Başlıca Petrol & Gaz Havzalarında ABD Sondaj Kulesi Sayısı, Aylık Ort.



Permian ve Eagle Ford petrol ağırlıklı, Haynesville ve Appalachia ise gaz ağırlıklı havzalardır; Appalachia, Marcellus ve Utica’yı kapsar. Ağustos 2026 itibarıyla bu dört havza ABD’deki toplam sondaj kulesi sayısının yaklaşık %69’unu oluşturuyor.

Kaynak: Baker Hughes

ABD OCTG pazarı, Tenaris (TEN) ve Vallourec'in (VK) öncülük ettiği yoğunlaşmış yüksek nitelikli dikişsiz ürün segmenti ile daha parçalı kaynaklı ürün segmentinden oluşuyor. Daha uzun ve karmaşık kuyular ile deniz projelerinin desteğiyle talep büyümesi giderek yüksek nitelikli dikişsiz ürünlere yöneliyor. Bu durum, toplam OCTG büyümesinin **Borusan Boru** talebine ne ölçüde yansıtacağını sınırlıyor. Baytown'ın enerji segmentine yönelik ERW¹⁰ boru tesisi, 300 bin ton/yıl kapasiteye sahiptir. 2024'te eklenen 100 bin ton/yıl SRM¹¹ tesisi ise Sanayi ve İnşaat altında raporlanıyor ve OCTG'ye yönelik kapasiteye dahil edilmiyor. Dolayısıyla **Borusan Boru**, yüksek nitelikli dikişsiz ürünlere yönelik genel yönelimden çok, karada kullanılan kaynaklı boru talebindeki büyümeden faydalanabilecek konumda bulunuyor.

Ticari koruma, yerli üreticilere en belirgin yapısal desteği sağlıyor. OCTG dahil ithal çeliğe uygulanan Section 232 tarifeleri Haziran 2025'te iki katına çıkarılarak %50'ye yükseltildi. Nisan 2026'daki yeniden düzenleme ise türev çelik ürünlerinde vergi matrahını tam gümrük kıymetini kapsayacak şekilde genişletti. Aynı ay ABD Ticaret Bakanlığı, Avusturya, Tayvan ve BAE'den yapılan OCTG ithalatına yönelik antidamping ve telafi edici vergi soruşturmaları da başlattı. Başvuru sahipleri; üyeleri arasında Borusan Pipe US, Tenaris USA ve Vallourec Star'ın bulunduğu ABD OCTG Üreticileri Birliği (USOMA), U.S. Steel ve United Steelworkers sendikasıydı. Süreç şu ana kadar başvuru sahipleri lehine ilerledi. ITC¹², mayısta oybirliğiyle zarara ilişkin makul emare bulunduğuna karar verdi. Ticaret Bakanlığı ise eylül başında Avusturya kaynaklı OCTG'ye yaklaşık %10 geçici telafi edici vergi getirdi. Üç ülke için de ön antidamping kararlarının 29 Ekim 2026'da, nihai kararların ise Ocak 2027'de açıklanması bekleniyor. Bu önlemler birlikte, ithal ürünlerin ülkeye giriş maliyetini artırıyor ve ABD'li üreticilerin kapasite kullanımını ve fiyatlamasını destekliyor. (Beyaz Saray; CBP¹³; ABD Ticaret Bakanlığı; ITC; Federal Register)

Yüksek tarifeler altında toplam çelik ithalatı gerilerken, OCTG ithalatı son dönemde arttı. AISI izin verileriyle yaptığımız hesaplamalara göre aylık çelik ithalat izinleri, Haziran 2025'ten bu yana önceki kota rejimindeki ortalamanın yaklaşık %22 altında, ortalama yaklaşık 1,9 milyon kısa ton (yaklaşık 1,7 milyon ton) seviyesinde bulunuyor. Ancak izinler temmuzda OCTG öncülüğünde tarife artışı öncesindeki seviyelere geri döndü. ABD Nüfus Sayım Bürosu verileri de fiili OCTG ithalatının aylık %45 arttığını gösteriyor. Bunu, ithalatçıların antidamping kararları öncesinde sevkiyatları öne çekmesi olarak değerlendiriyoruz. Ön kararların eylül başından ekim sonuna ertelenmesi de bu fırsat penceresini uzattı. Artış, 4Ç26'da kaynaklı OCTG fiyatlarını baskılayabilir. Bununla birlikte, kesinleşecek vergiler 2027'den itibaren ithalat rekabetini azaltarak yerli fiyatları destekleyebilir. (AISI¹⁴; ABD Nüfus Sayım Bürosu; USOMA; Federal Register)

¹⁰ Elektrik Direnç Kaynaklı. Çelik rulonun kenarlarının elektrikle ısıtılıp birleştirilmesiyle üretilen boru.

¹¹ Uzatarak Çap Azaltma Tesisi. HFW veya ERW ana borusunu daha küçük çaplara indiren sıcak boyutlandırma süreci.

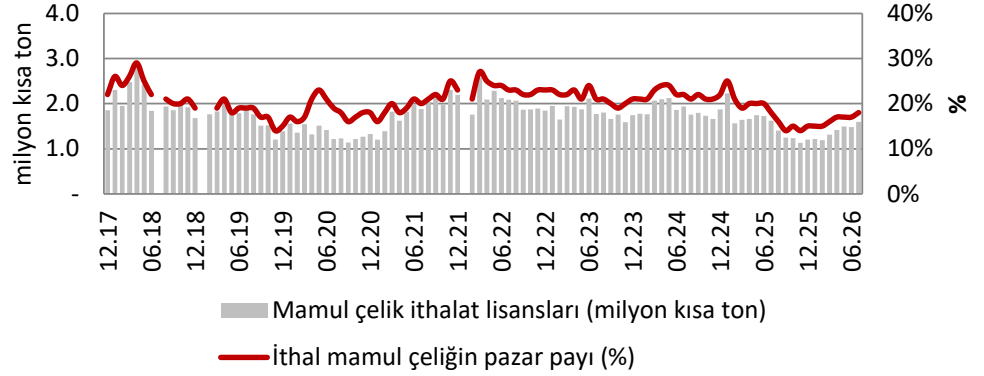
¹² ABD Uluslararası Ticaret Komisyonu.

¹³ ABD Gümrük ve Sınır Koruma Dairesi.

¹⁴ Amerikan Demir ve Çelik Enstitüsü.

ABD Toplam Çelik İthalat İzinleri ve Nihai Mamul İthalat Pazar Payı

%50 ek gümrük vergisiyle birlikte nihai ürün ithalatının payı yaklaşık %18'e geriledi, ancak ithalat lisansları vergi öncesi seviyelerin yakınına döndü...

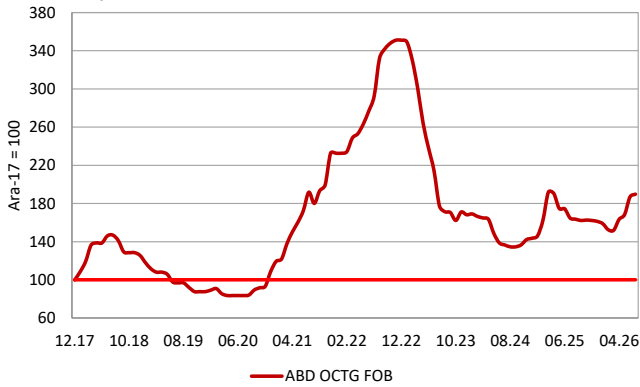


Kaynak: AISI SIMA ithalat izni açıklamaları

OCTG fiyatları ve spot dönüşüm marjları (delta), 2022 zirvelerinden sırasıyla %46 ve %67 gerilemelerine rağmen pandemi öncesi seviyelerin üzerinde bulunuyor. ABD OCTG FOB fiyatı, 2022 zirvesinden %46 düşmüş olmasına karşın pandemi öncesi seviyelerin %63 üzerinde kalıyor. ABD OCTG FOB fiyatından ABD sıcak haddelenmiş rulo fiyatının çıkarılmasıyla hesaplanan ve Aralık 2017'ye endekslenen göstergemiz de benzer bir seyir izliyor. Gösterge, 2022 zirvesinin %67 altında ancak pandemi öncesi ortalamasının %73 üzerinde bulunuyor. Son dönemde momentum da iyileşti. OCTG fiyatları Mart 2026'daki dip seviyeden yaklaşık %25 yükselirken, spot dönüşüm marjı (delta) aynı dönemde %38 genişledi. (Bloomberg; AK Yatırım Araştırma)

ABD OCTG FOB Fiyatları

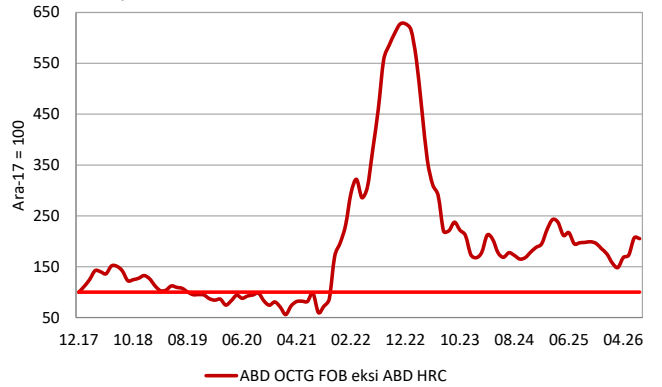
ABD OCTG fiyatları 2022 öncesi seviyenin üzerinde kalmaya devam ediyor...



Kaynak: Bloomberg (Aralık 2017 = 100), AK Yatırım Araştırma

ABD OCTG FOB Spot Dönüşüm Marjı (Delta)

ABD OCTG spot dönüşüm marjı (delta) 2022 öncesi seviyelerin üzerinde normalleşti...



Kaynak: Bloomberg (Aralık 2017 = 100), AK Yatırım Araştırma

Daha uzun yatay kuyular, artan LNG ihracatı ve ithalata karşı korumanın desteğiyle ABD OCTG talebinin yakın vadede büyük ölçüde yatay kalmasını, orta vadede ise sınırlı büyüme göstermesini bekliyoruz. Başlıca aşağı yönlü risk, petrol fiyatlarının düşmesidir. EIA, Orta Doğu arzının toparlanmasıyla Brent'in 3Ç26'daki yaklaşık 85 USD/varilden 2027'de ortalama yaklaşık 69 USD/varile gerileyerek 2025 ortalamasına dönmesini bekliyor. Bu durum sondaj bütçelerini baskılayabilir. Üreticilerin sermaye disiplini, distribütörlerin stok azaltması ve ticaret politikasındaki değişiklikler diğer aşağı yönlü risklerdir. Jeotermal, karbon yakalama ve depolama (CCS) ile deniz projeleri daha uzun vadeli yukarı yönlü potansiyel sunuyor; ancak genellikle dikişsiz boruları, gelişmiş alaşımları ve yüksek nitelikli bağlantıları öne çıkarıyor. Dolayısıyla bu pazarlar, **Borusan Boru** için temel talep unsurlarından çok ek fırsat niteliği taşıyor.

Sanayi ve İnşaat

Türkiye ve Avrupa'da talep zayıf kalmaya devam ediyor. Türkiye'de inşaat sektörünün büyümesi, 2025'teki %10,6'dan 1Ç26'da %3,2'ye yavaşladıktan sonra 2Ç26'da yıllık %1,9 daralmaya döndü. Temmuz hazır beton göstergeleri de negatif kaldı. EUROFER, 2026 AB çelik tüketimi büyüme tahminini %3,0'ten %0,4'e indirdi. Türkiye'nin kaynaklı boru ihracatı, 2026'nın ilk yarısında %1,2 azalarak 964,4 bin tona geriledi. Buna karşılık, 2025'te yaklaşık %5 düşen ortalama satış fiyatı yaklaşık 865 USD/ton seviyesinde dengelendi. 2025'teki 2,09 milyon ton ihracata karşılık yaklaşık 7,5 milyon ton boru kapasitesi bulunması nedeniyle kapasite fazlası, başlıca yapısal sorun olmaya devam ediyor. İthalat baskısı hafiflese de değişen dahilde işleme kuralları artık ihracatçıların çelik ihtiyaçlarının %25'ini yurt içinden karşılamasını gerektiriyor. Bu düzenleme yerli HRC üreticilerini desteklerken boru ihracatçılarının girdi maliyetlerini artırıyor. (TÜİK¹⁵; THBB¹⁶; EUROFER¹⁷; SteelOrbis; TÇÜD¹⁸; SOGAD¹⁹)

Ticari koruma önlemleri, Borusan Boru'nun Türkiye ve ABD faaliyetleri arasında belirgin bir ayrışma yaratıyor. AB, Temmuz 2026'dan itibaren ithalat kotasını yaklaşık %47 azaltırken kota dışı vergiyi iki katına, %50'ye çıkardı. Türkiye'nin dört boru kategorisindeki 3Ç26 tahsisatının yıllıklandırılmış karşılığı yaklaşık 493 bin ton olup, 2025'te dört büyük AB pazarına yapılan 686 bin ton sevkiyatın altında kalıyor ve hacim baskısına işaret ediyor. SKDM²⁰, ilave maliyet yükü getiriyor. Buna karşılık Section 232, Türkiye'den ihracatı daha az rekabetçi hale getirirken Baytown'daki yerel üretimi yapısal olarak destekliyor. (Avrupa Komisyonu; EUROMETAL²¹; SteelOrbis)

¹⁵ Türkiye İstatistik Kurumu.

¹⁶ Türkiye Hazır Beton Birliği.

¹⁷ Avrupa Çelik Birliği.

¹⁸ Türkiye Çelik Üreticileri Derneği.

¹⁹ Soğuk Haddeleme, Galvanizli ve Boyalı Sac Üreticileri Derneği.

²⁰ Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması. İthal ürünlerin karbon maliyetini AB Emisyon Ticaret Sistemi ile uyumlu hale getiren AB düzenlemesi.

²¹ Avrupa Çelik, Boru ve Metal Tüccarları Birlikleri Federasyonu.

Otomotiv

Avrupa’da otomotiv talebi dengeleniyor; ancak yerel üretim zayıf kalıyor. AB’de yeni otomobil tescilleri 2025’te %1,8 artarken, büyüme 2026’nın ilk yarısında yıllık %5,7’ye hızlandı. Buna karşılık, Avrupa hafif araç üretimi 2025’te %1,7 düşerek 14,38 milyon adede geriledi. Güçlenen araç talebinin Avrupa üretiminde artışa dönüşmemesi nedeniyle, tesciller ile üretim arasındaki ayrışma boru tedarikçileri için önem taşıyor. İthalat pazardan giderek daha fazla pay alıyor. Çinli markaların Avrupa tescillerindeki payı, bir yıl önceki yaklaşık %4,5’ten 2026’nın ilk yarısında yaklaşık %9,2’ye yükseldi. (ACEA²²; EUROFER; OSD²³)

Kısıtlayıcı unsur, güç aktarma sistemi türlerinden çok hacimdir. Amortisör boruları geleneksel, hibrit ve elektrikli araçların tamamında kullanılıyor. Güçlü hibrit talebi de yakıt ve egzoz borusu kullanımını desteklemeye devam ediyor. Bu nedenle güç aktarma sistemi karmasındaki değişim, önemli bir aşağı yönlü risk oluşturmuyor.

Düşük üretim hacmi ve artan işçilik maliyetleri, marjlar üzerindeki temel baskı unsurlarıdır. Segmentin yaklaşık %52 seviyesindeki düşük kapasite kullanımı, birim maliyetleri yüksek tutuyor. Sözleşmelerdeki fiyat artış hükümleri işçilik maliyeti artışlarını kapsamıyor. Bu durum, Türkiye faaliyetlerini ücret enflasyonuna açık bırakıyor ve marjlar üzerinde ek baskı yaratıyor.

²² Avrupa Otomobil Üreticileri Birliği.

²³ Otomotiv Sanayii Derneği.

ŞİRKET PROFİLİ

Borusan Boru (BRSAN), 12 Eylül 1994'teki halka arzından bu yana Borsa İstanbul'da işlem görüyor. Şirket, Ocak 2025'te ana ortağı BMB Holding A.Ş.'yi devralarak birleşti. Böylece ortaklık yapısı sadeleşti ve Borusan Grubu'nun payı doğrudan halka açık şirket seviyesine taşındı. Borusan Grubu, Borusan Holding A.Ş. ve Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş. (BRYAT) üzerinden nihai kontrolü elinde tutuyor.

Borusan Boru, son on yılda Türkiye merkezli bir ERW boru üreticisinden ABD merkezli bir enerji sektörü tedarikçisine dönüştü. Şirket; Türkiye, ABD, İtalya ve Romanya'daki on tesiste yaklaşık 2,0 milyon ton/yıl kaynaklı ve soğuk çekilmiş boru kapasitesi işletiyor. Baytown, Panama City ve Mobile tesislerinin toplam 950 bin ton/yıl kapasite sağladığı ABD, artık faaliyetlerde ağırlıklı konumda bulunuyor. ABD'nin net satışlardaki payı 2025'te %73, 2026'nın ilk yarısında ise %79 oldu.

Borusan Boru dört segmentte faaliyet gösteriyor. Altyapı ve Proje, ABD doğal gaz iletim projelerine büyük çaplı hat borusu sağlıyor. Enerji, ABD sondaj faaliyetleriyle bağlantılı OCTG ve ERW doğal gaz borusu üretiyor. Sanayi ve İnşaat, Türkiye ve Avrupa inşaat pazarlarına hizmet veriyor. Otomotiv ise Türkiye ve Avrupa'da soğuk çekilmiş hassas borular ve işlenmiş parçalar tedarik ediyor.

Şirket, 2025'te Şirket tanımına göre %7,4 FAVÖK marjıyla 1,8 milyar USD net satış elde etti. Ağustos 2025'ten bu yana alınan 3,6 milyar USD tutarındaki ABD hat borusu sözleşmeleri, yönetimin 2026 için 2,2-2,4 milyar USD net satış ve Şirket tanımına göre %9-11 FAVÖK marjı beklentisini destekliyor.

Borusan Boru'nun gelişimi üç ayrı dönemde ele alınabilir. Bunlar, Türkiye'de ERW üreticisi olarak gelişimi, Mannesmann ile 25 yıllık ortaklığı ve mevcut ABD odaklı büyüme dönemidir.

Kilometre Taşları

Borusan Boru, üç dönemde Türk ERW üreticisinden ABD odaklı proje borusu tedarikçisine dönüştü...

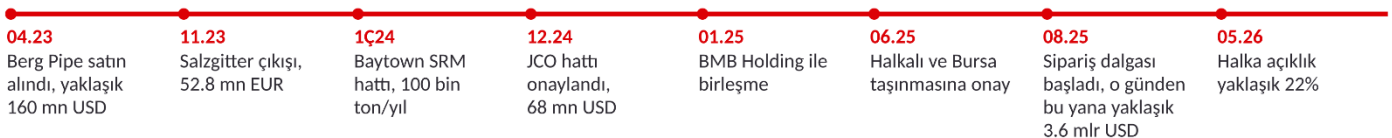
1. Dönem 1958-1998 Türkiye'de ERW üreticisi



2. Dönem 1998-2023 Mannesmann ortaklığı



3. Dönem 2023 sonrası ABD'ye yöneliş ve sadeleşme



Not: Mannesmann adı, Salzgitter'in çıkışıyla eş zamanlı olarak Kasım 2023'te bırakıldı.

Kaynak: Şirket verileri, AK Yatırım Araştırma

Birinci dönem (1958-1998): Türkiye'de ERW üreticisi olarak gelişim

Asım Kocabıyık, 1958'de Borusan Grubu'nun ilk sanayi girişimi olarak boru faaliyetini kurdu. Halkalı ERW tesisi 1968'de açıldı ve Şirket ilk ihracatını 1969'da gerçekleştirdi. Gemlik ERW boru tesisi 1976'da faaliyete başladı. Grup, aynı sahadaki ilk limanını 1979'da devreye aldı. **Borusan Boru**, 1994'te Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladı.

İkinci dönem (1998-2023): Mannesmann ortaklığı

Borusan Boru, 1998'de boru faaliyetlerini Mannesmann'ın Türkiye faaliyetleriyle birleştirdi ve Şirketin unvanı 2004'te Borusan Mannesmann Boru olarak değiştirildi. Ortaklık, Şirketin ilk yurt dışı yatırımı olan İtalya'daki Vobarno soğuk çekilmiş boru tesisiyle 2001'de başlayan uluslararası büyümeyi destekledi. Gemlik sahasına 2011'de HSAW spiral boru tesisi eklendi; bunu 2016'da Bursa otomotiv işleme merkezi izledi. En önemli yatırım ise 2014'te 300 bin ton/yıl kapasiteyle devreye alınan 150 milyon USD tutarındaki Baytown OCTG ve hat borusu tesisi oldu. Bu yatırım, **Borusan Boru**'nun ABD pazarına girişini sağladı.

Üçüncü dönem (2023 ve sonrası): ABD'ye yönelim ve sadeleşme

Borusan Boru; ABD'de büyüme, daha sade bir ortaklık yapısı ve Türkiye tesislerinin konsolidasyonu ile faaliyet yapısını yeniden şekillendirdi. ABD'deki büyüme, Nisan 2023'te Berg Pipe'in Panama City ve Mobile tesislerinin yaklaşık 160 milyon USD'ye satın alınmasıyla hızlandı ve 550 bin ton/yıl büyük çaplı boru kapasitesi eklendi. Satın alınan faaliyetler, Ağustos 2025'ten bu yana yaklaşık 3,6 milyar USD ABD hat borusu sözleşmesi kazandı.

Ortaklık yapısı iki aşamada sadeleştirildi. Salzgitter, BMB Holding'de %23 paya sahipti. Bu pay, **Borusan Boru**'nda %16,9 dolaylı ortaklığa karşılık geliyordu. Borusan Grubu, Kasım 2023'te bu payı 52,8 milyon EUR karşılığında satın alarak dolaylı ortaklık oranını %56,6'dan %73,5'e yükseltti ve BMB Holding'in tamamına sahip oldu. Aynı ay Şirket, Mannesmann adını unvanından çıkardı ve Borusan Birleşik Boru Fabrikaları unvanını aldı. Ardından BMB Holding, **Borusan Boru** bünyesinde birleştirildi. Ocak 2025'te tescil edilen işlem, aradaki holding yapısını ortadan kaldırdı. Ayrıca Mayıs 2026'daki hızlandırılmış talep toplama işlemi, halka açıklık oranını yaklaşık %22'ye yükseltti.

Borusan Boru, Türkiye'deki üretim yapısını da konsolide ediyor. Yönetim Kurulu, Haziran 2025'te Halkalı üretim hatlarının ve Bursa ileri işleme merkezinin entegre Gemlik kampüsüne taşınmasını onayladı. 2027'de tamamlanması planlanan 24 aylık program; üretimi sadeleştirmeyi, kapasite kullanımını artırmayı ve sabit maliyetleri azaltmayı hedefliyor. Yönetim, 2024 konsolide verileri üzerinden programın 29 milyon USD yatırım ve 27 milyon USD tek seferlik nakit gider gerektirmesini, buna karşılık işletme sermayesinde 30 milyon USD iyileşme ve konsolide FAVÖK marjına 50-100 bp katkı sağlamasını bekliyor.

Büyüme yatırımları ise Kuzey Amerika'ya yöneldi. Baytown'da 2024'te devreye alınan SRM hattı, 100 bin ton/yıl kapasite ekledi ve Sanayi ve İnşaat segmenti için ABD'de yerel üretim oluşturdu. Hat; müşterilerin yerli üreticileri tercih ettiği sanayi, inşaat, mekanik boru, yangın sprinkler sistemi ve yapısal uygulamalara hizmet veriyor. Panama City'de 2027'de faaliyete başlaması planlanan 68 milyon USD tutarındaki JCO şekillendirme hattı, **Borusan Boru**'nun yüksek katma değerli büyük çaplı boru portföyünü uzun mesafeli ve yüksek basınçlı enerji iletimi, deniz altı boru hatları ve yenilenebilir enerji platformlarına genişletecek. Bize göre yerel üretim, Şirketin korumacı önlemlerle desteklenen ABD pazarındaki rekabet konumunu da güçlendiriyor.

Ortaklık Yapısı, Pay Sınıfları ve Kurumsal Yönetim

Borusan Holding, **Borusan Boru**'nun doğrudan %68,85'ine sahipken, halka açık grup şirketi Borusan Yatırım ve Pazarlama'nın ilave %9,08 payıyla Grubun toplam doğrudan ortaklığı %77,93'e ulaşıyor. Borusan Holding, Borusan Yatırım'ın da %66,22'sine sahiptir. Hesaplamalarımıza göre bu yapı, Borusan Holding'in **Borusan Boru**'ndaki doğrudan ve dolaylı etkin ekonomik payını %74,87'ye getiriyor. Diğer ortaklar sermayenin kalan %22,07'sini elinde tutarken, açıklanan fiili dolaşım oranı %22,03 seviyesinde bulunuyor.

Kökleri 1944'e uzanan ve 1972'de kurulan Borusan Holding, 13.000'den fazla kişiyi istihdam eden, Türkiye'nin önde gelen aile kontrolündeki holdinglerinden biridir. Portföyü; **Borusan Boru** üzerinden çelik boruyu, Borçelik üzerinden yassı çeliği, Borusan Otomotiv üzerinden otomotiv dağıtımını, Borusan Cat üzerinden iş makinelerini ve Supsan, Borusan Port, Borusan EnBW Enerji ile Borusan Ventures dahil diğer faaliyetleri kapsıyor.

Borusan Yatırım ve Pazarlama, Borusan Grubu'nun Borsa İstanbul'da işlem gören yatırım şirketidir ve Grubun sanayi ile hizmet portföyüne çeşitlendirilmiş yatırım imkanı sunuyor.

Borusan Boru'nun iki pay grubu bulunuyor. Bu yapı, Grubun oy haklarının sermaye payını aşmasına yol açıyor. Nama yazılı A grubu paylar sermayenin %10'unu oluşturuyor, borsada işlem görmüyor ve pay başına beş oy hakkı taşıyor. A grubu pay sahipleri, Yönetim Kurulu üyeliklerinin yarısı için aday gösterme hakkına da sahiptir. Hamiline yazılı B grubu paylar ise sermayenin kalan %90'ını oluşturuyor, borsada işlem görüyor ve pay başına bir oy hakkı taşıyor. Borusan Holding, %68,85 sermaye payıyla oy haklarının %74,22'sini; Borusan Yatırım ve Pazarlama ise %9,08 sermaye payıyla oy haklarının %10,02'sini kontrol ediyor. Diğer ortaklar sermayenin %22,07'sine sahip olmalarına rağmen oy haklarının yalnızca %15,76'sını elinde tutuyor. Dolayısıyla iki grup şirketi, toplam %77,93 sermaye payıyla oyların %84,24'ünü kontrol ediyor.

Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetim			
Hissedar	Nominal Sermaye (TL)	Sermaye Payı	Oy Hakkı
Borusan Holding A.Ş.	97,613,970.36	68.85%	74.22%
Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.	12,876,505.68	9.08%	10.02%
Halka açık	31,281,106.24	22.07%	15.76%
Toplam	141,771,582.28	100.00%	100.00%
Kaynak: KAP			

Hızlandırılmış Talep Toplama Süreci

Borusan Holding, Mayıs 2026'da sermayenin yaklaşık %6'sına karşılık gelen 8,5 milyon B grubu payı 540 TL/hisse (11,92 USD/hisse)²⁴ fiyatla satarak 4,59 milyar TL brüt gelir elde etti. Güçlü talep, işlemin başlangıçta açıklanan %5,01 seviyesinden büyütülmesini sağladı. Borusan Holding'in doğrudan payı %74,85'ten %68,85'e gerilerken fiili dolaşım oranı yaklaşık %22'ye yükseldi. Küresel koordinatörlere verilen 90 günlük satış kısıtı taahhüdü Ağustos 2026'da sona erdi ve başka bir kısıtlama açıklanmadı. Satış, önceki kapanışa göre yaklaşık %9,5 iskontoyla fiyatlandı ve hisse, fiyatlama gününde BİST-100'ün yaklaşık 7 yp altında performans gösterdi. Bununla birlikte hisse, 11 işlem günü içinde satış fiyatını yeniden gördü. Hesaplamalarımıza göre sermayenin ilave 5 yp'sine karşılık gelen bir satış, mevcut halka açık payların yaklaşık %23'üne ve son üç aylık ortalama günlük işlem hacminin yaklaşık 3,5 gününe karşılık gelecektir. Mayıs ayındaki satış ise yaklaşık dört günlük hacme denk geliyordu.

Daha uzun vadeli etkiler, ilk satış iskontosundan daha önemli olabilir. Mayıs işlemi, Grubun satış yapmaya istekli olduğunu gösterdi. İşlem büyüklüğünün artırılması da yatırımcı talebinin kısıtlayıcı olmadığını düşündürüyor. Satış kısıtının sona ermesiyle yeni satış olasılığı, hisse üzerinde kalıcı baskı yaratabilir. Borusan Holding'in oy kontrolü ve Yönetim Kurulu aday gösterme hakları, satabileceği B grubu paylardan çok borsada işlem görmeyen A grubu paylardan kaynaklandığı için A grubu pay yapısı ilave esneklik sağlıyor. Böylece ekonomik payını kontrolü kaybetmeden azaltabiliyor.

Yönetim Kurulu ve Üst Yönetim

Borusan Boru'nun Yönetim Kurulu, tamamı icracı olmayan beş A grubu pay sahibi temsilcisi ve üç bağımsız üyeden oluşmaktadır. Ali Ahmet Kocabıyık, Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapıyor ve sermayenin %0,75'ine sahip bulunuyor. Semih Özmen ise Başkan Yardımcılığı görevini yürütüyor. Bağımsız olmayan diğer üyeler; Borusan Grup CEO'su Özgür Günaydın, Defne Kocabıyık Narter ve Erkan Kafadar'dır. İbrahim Romano, Tayfun Bayazıt ve Didem Gordon bağımsız üye olarak görev yapıyor. Günaydın ve Gordon, Nisan 2026'da Yönetim Kuruluna katıldı. İcra yönetiminin başında, Gruba 1991'de katılan ve 2005-2008 döneminde Vobarno faaliyetlerini yöneten Global CEO Zafer Atabey ile Ekim 2021'de atanan Global CFO Anıl Karaca bulunuyor. Bölgesel faaliyetleri Borusan Berg Pipe'ta Uğur Onbaşı, Borusan Pipe US'te 2026'dan itibaren Oğuzhan Kuşcuoğlu ve Türkiye'de Serdar Erçal yönetiyor.

²⁴ Hızlandırılmış talep toplamının başlatıldığı ve fiyatlandığı 11 Mayıs tarihli 45,2951 TCMB gösterge USD/TL kuru ile çevrilmiştir.

Bağı Ortaklıklar ve İştirakler

Borusan Boru'nun uluslararası boru faaliyetlerini ve kurumsal holding yapısını destekleyen, kontrol ettiği on bağı ortaklığı bulunuyor. Bunların dokuzu tamamen Şirkete aitken, Hollanda'daki Borusan Pipe Cooperatie'nin %99'una sahip bulunuyor. Operasyonel şirketler arasında Borusan Pipe US, Borusan Tube Products, Borusan Tube International, Borusan Vobarno Tubi, Berg Pipe Mobile, Berg Pipe Panama City ve Borusan Berg Pipe Logistics yer alıyor. Borusan Pipe Holding, Borusan Pipe Cooperatie ve Borusan Berg Pipe Holding ise holding şirketleri olarak faaliyet gösteriyor.

Borusan Boru, yassı çelik üreticisi Borçelik'te de %11,78 azınlık payına sahip bulunuyor. İştirak olarak sınıflandırılan bu yatırım, açıklanan portföyde kontrol edilmeyen tek yatırımı oluşturuyor. Borçelik, Türkiye'nin ilk özel ve ikinci büyük yassı çelik üreticisi olarak 1990'da kuruldu ve 1994'te üretime başladı. Toplam yaklaşık 530 milyon USD yatırımın ardından Borçelik, 600 bin ton/yıl soğuk haddelenmiş çelik ve 900 bin ton/yıl sıcak daldırma galvanizli çelik üretim kapasitesine ulaştı. Kerim Çelik markası ise ilave 500 bin ton/yıl metal işleme kapasitesi sağlıyor. Şirket, Borusan Grubu ile ArcelorMittal'in (MT) ortak girişimi olarak Gemlik'teki 240 bin m² tesiste faaliyet gösteriyor. Ürün portföyü, geniş bir ticari ve yapısal uygulama alanına yönelik soğuk haddelenmiş, galvanizli ve asitlenmiş yağlanmış çelikten oluşuyor. Borçelik, 2025'te yaklaşık 1,5 milyon ton satış hacmiyle 1.238 milyon USD net satış, 87 milyon USD FAVÖK ve 29 milyon USD net kâr elde etti.

Bağı Ortaklıklar ve İştirakler

Şirket	Konum	Ana Faaliyet	Nominal Sermaye	Sahiplik Oranı
Borçelik Çelik Sanayii Ticaret A.Ş. (Borçelik)	Türkiye	Yassı çelik üretimi	243,000,000.00 TL	11.78%
Borusan Pipe US Inc. (BP US)	ABD	Çelik boru üretimi	135,000,000.00 USD	100.00%
Borusan Pipe Holding B.V. (BP Holding B.V.)	Hollanda	Holding	18,000.00 EUR	100.00%
Borusan Pipe Cooperatie U.A. (BP Coop)	Hollanda	Holding	3,465,572.00 EUR	99.00%
Borusan Tube Products S.A. (Borusan Tube Romania)	Romanya	Çelik boru üretimi	1,350,000.00 EUR	100.00%
Borusan Tube International GmbH (Borusan Tube Germany)	Almanya	Çelik boru üretimi	500,000.00 EUR	100.00%
Borusan Vobarno Tubi S.p.A. (Vobarno)	İtalya	Çelik boru üretimi	12,895,732.00 EUR	100.00%
Borusan Berg Pipe Holding Corp. (Berg Pipe)	ABD	Holding	193,946,757.00 USD	100.00%
Berg Pipe Mobile Corp.	ABD	Çelik boru üretimi	88,543,908.00 USD	100.00%
Berg Pipe Panama City Corp.	ABD	Çelik boru üretimi	92,904,514.00 USD	100.00%
Borusan Berg Pipe Logistics Corp.	ABD	Çelik boru faaliyetleri	10.00 USD	100.00%

Kaynak: KAP

Üretim Ağı

Borusan Boru, Gemlik'teki 250 bin ton/yıl büyük çaplı hat borusu kapasitesinin yeniden devreye alınmasıyla kaynaklı ve soğuk çekilmiş boru kapasitesini 2025 sonundaki yaklaşık 1,78 milyon ton/yıldan 2026'nın ilk yarısında yaklaşık 2,0 milyon ton/yıla yükseltti.

Borusan Boru, 2025'te 1,31 milyon ton satış gerçekleştirdi. Bu hacim, daha önce açıklanan 1,78 milyon ton/yıl kapasiteye göre yaklaşık %74 kapasite kullanımına işaret ediyor. Segment dağılımımıza göre kapasite kullanımı Altyapı ve Proje'de yaklaşık %85, Enerji'de yaklaşık %80, Sanayi ve İnşaat'ta yaklaşık %71 ve Otomotiv'de yaklaşık %52 oldu. ABD'deki büyük çaplı boru tesislerinin kapasitesi 2026 ve 2027 için fiilen tamamen siparişlere ayrılmış durumda bulunurken, 2028 ek siparişlere açık kalıyor. Atıl kapasitenin büyük bölümü Türkiye'deki ERW ve otomotiv faaliyetlerinde yoğunlaşıyor. Dolayısıyla kârlılıktaki yukarı yönlü potansiyel, konsolide kapasite kullanımındaki artıştan çok daha yüksek katma değerli ürün ve coğrafya karmasına bağlı bulunuyor.

Üretim Ağı				
Tesis	Konum	Segment	Teknoloji	Kapasite Başlangıç
Baytown, TX	ABD	Enerji	ERW (HFW), OCTG ve hat borusu	300 bin ton/yıl 2014
Baytown, TX	ABD	Sanayi ve İnşaat	SRM (uzatarak çap azaltma)	100 bin ton/yıl 2024
Panama City, FL	ABD	Altyapı ve Proje	LSAW (üç silindirli bükme; 2027'den itibaren JCO)	330 bin ton/yıl 2023
Mobile, AL	ABD	Altyapı ve Proje	HSAW (spiral)	220 bin ton/yıl 2023
ABD toplam				950 bin ton/yıl
Gemlik, Bursa	Türkiye	Sanayi ve İnşaat, Enerji	ERW	550 bin ton/yıl 1976
Gemlik, Bursa*	Türkiye	Altyapı ve Proje	HSAW büyük çaplı	250 bin ton/yıl 2011
Gemlik, Bursa	Türkiye	Otomotiv	ERW ve soğuk çekme	60 bin ton/yıl 2019 50 bin ton/yıl
Halkalı, İstanbul**	Türkiye	Sanayi ve İnşaat, Otomotiv	ERW ve soğuk çekme	100 bin ton/yıl 1968 40 bin ton/yıl
Türkiye toplam				1.05 milyon ton/yıl
Vobarno	İtalya	Otomotiv	ERW ve soğuk çekme	30 bin ton/yıl 2001
Toplam kaynaklı ve soğuk çekme				~2.03 milyon ton/yıl
Bursa	Türkiye	Otomotiv	Otomotiv işleme	21 milyon adet/yıl 2016
Ploiești	Romanya	Otomotiv	Otomotiv işleme	21 milyon adet/yıl 2024

* Yeniden faaliyete alındı. ** Makinelerin Gemlik'e taşınmasının 24 ay içinde aşamalı olarak tamamlanması planlanmaktadır.

Kaynak: Şirket verileri

Ürünler, Segmentler ve Nihai Pazarlar

Segment Dağılımı			2025 Raporlanan*		AK Yatırım Tahminleri**			Ortalama satış fiyatı (USD/ton)***
Segment	Ana ürünler	Tesisler	Net satışlar (milyon USD)	y/y	Net satış payı	Hacim (bin ton)	Hacim payı	
Altyapı ve Proje	LSAW ve HSAW büyük çaplı hat borusu, ERW hat borusu	Panama City, Mobile, Gemlik	795	-0.2%	44%	468	36%	~1,710
Enerji	OCTG muhafaza ve üretim boruları, ERW doğal gaz hat borusu	Baytown	399	+2.6%	22%	241	18%	~1,670
Sanayi ve İnşaat	Hidrolik silindir borusu, su borusu, inşaat borusu ve içi boş profiller	Gemlik, Halkalı, Baytown SRM	410	+36.3%	23%	459	35%	~900
Otomotiv	Soğuk çekme hassas borular, ileri işlenmiş parçalar ve hassas profiller	Gemlik, Vobarno, Bursa, Ploiești	192	-5.3%	11%	145	11%	~1,330
Toplam			1,796	+6.3%	100%	1,309	100%	~1,380

* 2025 Yatırımcı Sunumu.

** Segment hacimleri, çeyreklik sunumlar kullanılarak oluşturulan AK tahminleridir. Toplam hacim Şirket tarafından açıklanmıştır.

*** Ortalama satış fiyatları, Rasyonet'ten temin edilen USD bazlı finansal veriler kullanılarak hesaplanan AK tahminleridir ve kur çevrimi ile yuvarlama gibi nedenlerle raporlanan rakamlardan farklılık gösterebilir.

Kaynak: Şirket verileri, Rasyonet, AK Yatırım Araştırma

Altyapı ve Proje, büyümenin motoru ve yatırım tezindeki değişimin temel nedenidir.

Segment, 2025'te net satışların %44'ünü, 2026'nın ilk yarısında ise %53'ünü oluşturdu. Büyük çaplı hat borularını ağırlıklı olarak Permian havzasından gaz çıkışı, LNG tesislerine gaz tedariki ve veri merkezi talebi dahil doğal gazla elektrik üretimi için iletim kapasitesini genişleten ABD'li ara akım operatörlerine sağlıyor. Siparişler, genellikle miktarları, teknik özellikleri ve fiyatları başlangıçta sabitleyen tedarik sözleşmeleriyle proje bazında alınıyor. Ham maddeler sözleşmeye bağlanan siparişlere karşılık tedarik edilirken, müşteri avansları genellikle proje başlangıcında alınıyor. Daha kısa döngülü boru faaliyetlerine kıyasla bu yapı, daha güçlü net satış ve marj görünürlüğü sağlıyor, ham madde fiyat hareketlerine maruz kalmayı sınırılıyor ve işletme sermayesi ihtiyacını azaltıyor.

Berg Pipe, Kuzey Amerika'da petrol ve doğal gaz sektörüne yönelik özel büyük çaplı çelik hat borularının önde gelen üreticilerinden biri olarak konumlanıyor. Panama City ve Mobile tesisleri, Körfez kıyısında bulunuyor ve Texas ile Louisiana'daki başlıca enerji altyapısı koridorlarına lojistik erişim sağlıyor. **Borusan Boru**, Ağustos 2025'ten bu yana 2028'e kadar uzanan teslimatlarla toplam yaklaşık 3,6 milyar USD tutarında yedi sözleşme açıkladı. Bu tutar, segmentin 2025'teki 795 milyon USD net satışının yaklaşık 4,5 katına karşılık geliyor. Sipariş portföyünün teslimatlara dönüşmesinin hızlanması, 2026'nın ilk yarısında segment hacimlerinde yıllık %72,6 artışı destekledi. Diğer segmentlerde faaliyetler ise daraldı veya büyük ölçüde yatay kaldı. Gemlik spiral hattı, bölgesel doğal gaz ve su iletim projeleri ile ihracat siparişleri için ek kapasite sağlıyor.

Tahminlerimize göre yaklaşık 1.710 USD/ton olan segment ortalama satış fiyatı, konsolide ortalamanın yaklaşık %24 üzerinde bulunuyor. Yüksek nitelikli ürünler, siparişlere dayalı faaliyet modeli ve işletme sermayesi yoğunluğunu azaltan müşteri avanslarıyla desteklenen Altyapı ve Proje, **Borusan Boru**'nun en kârlı ve sermayeyi en verimli kullanan segmentidir. Portföydeki en güçlü kârlılık görünürlüğüyle birlikte bu özellikler, segmenti **Borusan Boru**'nun yatırım tezinde temel büyüme ve değer unsuru haline getiriyor.

Hat Borusu Sipariş Defteri

Ağustos 2025'ten bu yana **Borusan Boru**, Borusan Berg Pipe tarafından alınan yedi ABD büyük çaplı hat borusu siparişi açıkladı. Sözleşmelerin toplamı yaklaşık 3,6 milyar USD olup, **Borusan Boru**'nun 2025 konsolide net satışlarının yaklaşık 2,0 katına ve Altyapı ve Proje segmentinin 2025 net satışlarının 4,5 katına karşılık geliyor.

Açıklanan tek müşteri, Ağustos 2025'teki Eiger Express siparişinde adı verilen Eiger Supply LLC'dir. WhiteWater'ın liderliğindeki proje, ONEOK, MPLX ve Enbridge tarafından destekleniyor. Ağırlıklı olarak yatırım yapılabilir kredi notuna sahip taşıma müşterileriyle imzalanan bağlayıcı taşıma anlaşmaları da proje kalitesine ilişkin bir ölçüde güven sağlıyor.

Eiger Express'in çapı daha sonra 42 inçten 48 inçe çıkarıldı. Tahminlerimize göre et kalınlığının sabit tutulması varsayımı altında bu değişiklik, 450 millik ana hattın çelik ihtiyacına yaklaşık 43-56 bin ton ekleyebilir.

Hat Borusu Sipariş Defteri (aksi belirtilmedikçe milyon USD)

Siparişin açıklandığı tarih	Teslimat Takvimi				Notlar
	Tutar	2026T	2027T	2028T	
27 Ağustos 2025, Eiger Express (WhiteWater)	567	567	--	--	Teslimatın 2026'da gerçekleştirileceği açıklanmıştır. Sözleşme 42 inç spesifikasyona göre alınmıştır. Projenin boru çapı Kasım 2025'te 48 inçe çıkarılmış, ancak ilave kapsam açıklanmamıştır.
30 Ekim 2025	686	549	137	--	%80/%20 dağılımına dayanan tahminimizdir.
19 Aralık 2025	553	--	553	--	Teslimatın 2027'de gerçekleştirileceği açıklanmıştır.
Nisan 2026	100	--	100	--	Teslimatın 2027'de gerçekleştirileceği açıklanmıştır.
1 Haziran 2026	742	--	371	371	%50/%50 dağılımına dayanan tahminimizdir.
14 Ağustos 2026	360	--	180	180	%50/%50 dağılımına dayanan tahminimizdir.
21 Ağustos 2026	555	--	--	555	Teslimatın 2028'de gerçekleştirileceği açıklanmıştır.
Toplam açıklanan sipariş defteri	3,563	1,116	1,341	1,106	Açıklanan sözleşmelerin toplamı yaklaşık 3,6 milyar USD'dir.

Kaynak: Şirket verileri, Pipeline Technology Journal, AK Yatırım Araştırma

Enerji, 2014'te Baytown'da kurulan OCTG faaliyetidir. 300 bin ton/yıl kapasiteli tesis, ABD'deki kara sahası operatörleri ve distribütörler için API standartlarında muhafaza ve üretim boruları üretiyor. Talep esas olarak ABD'deki sondaj ve kuyu tamamlama faaliyetleriyle şekilleniyor. Fiyatlamaya ise genel olarak Pipe Logix OCTG endekslerini izliyor ve Section 232 tarifeleri ile antidamping (AD) ve telafi edici vergi (CVD) önlemlerinin ithalat maliyetleri üzerinden sağladığı fiyat korumasından faydalananıyor.

Hacimler genel olarak yatay kaldı; 2025'te %1,1 arttıktan sonra 2026'nın ilk yarısında yıllık %0,3 geriledi. Net satışlar ise fiyatlamasının desteğiyle 2025'te %2,6 ve 2026'nın ilk yarısında yıllık %1,9 yükseldi.

Tahminlerimize göre yaklaşık 1.670 USD/ton olan segment ortalama satış fiyatı, konsolide ortalamanın yaklaşık %21 üzerinde bulunuyor. Enerji, şu anda **Borusan Boru**'nun en kârlı segmentlerinden biridir. Bununla birlikte, projelere dayalı Altyapı ve Proje segmentinden farklı olarak sipariş görünürlüğü genellikle bir veya iki çeyrekle sınırlı kalıyor. Bu durum, kârlılığı petrol fiyatlarına, sondaj faaliyetlerine ve ABD çelik fiyatlarına daha açık hale getiriyor. ABD'deki yerel üretim altyapısı, mevcut tarife çerçevesinde ithal OCTG'ye karşı yapısal avantaj sağlayarak bu döngüselliği kısmen azaltıyor.

Sanayi ve İnşaat, Borusan Boru'nun Türkiye'deki mevcut ERW faaliyetlerini yeni Baytown SRM hattıyla bir araya getiriyor. Gemlik'teki ERW tesisleri, Türkiye inşaat ve makine sektörleri ile AB, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ve ABD'ye ihracat için kaynaklı boru, kutu profil, profil, su borusu ve hidrolik silindir borusu üretiyor. Segment hacimleri, Baytown SRM hattının üretim artışı ve Türkiye'deki toparlanmanın desteğiyle 2025'te %26,7 yükseldi. Ardından Avrupa ve Türkiye talebinin zayıflaması ve rekabetin yoğunlaşmasıyla 2026'nın ilk yarısında yıllık %36,2 geriledi.

Tahminlerimize göre yaklaşık 900 USD/ton olan segment ortalama satış fiyatı, konsolide ortalamanın yaklaşık %35 altında bulunuyor. Sonuç olarak Sanayi ve İnşaat, konsolide hacmin üçte birinden fazlasını ancak net satışların dörtte birinden azını oluşturuyor. Segment ayrıca AB korunma önlemi kotalarına, 2026'dan itibaren SKDM kaynaklı maliyetlere ve Türkiye'nin görece yüksek üretim maliyetlerine maruz kalıyor. Türkiye faaliyetlerinin Gemlik'te konsolide edilmesi; kapasite kullanımını artırarak, faaliyet yapısını sadeleştirerek ve birim maliyet rekabetçiliğini yeniden sağlayarak bu baskıları gidermeyi hedefliyor.

Otomotiv, temel olarak Avrupa'da niş bir hassas boru faaliyetidir. Borusan Boru, Halkalı, Gemlik ve Vobarno'dan soğuk çekilmiş borular ve hassas profiller tedarik ediyor. Son işlemler, her biri 21 milyon adet/yıl kapasiteye sahip Bursa ve Ploiești işleme merkezlerinde gerçekleştiriliyor. Segment, Türkiye ve Avrupa'da soğuk çekilmiş hassas borular ve işlenmiş parçalar sağlıyor. Bursa merkezi, amortisör borularının ve diğer özel uygulama borularının işlenmesi ve hassas kesiminde uzmanlaşıyor.

Net satışlar 2025'te %5,3 azalarak 192 milyon USD'ye gerilemiş, ardından 1Y26'da y/y %1,6 artarak 100 milyon USD'ye yükselmiştir. Üretim zincirinin Türkiye'deki kısmının Gemlik'te konsolide edilmesine ilişkin çalışmalar sürüyor.

Tahminlerimize göre yaklaşık 1.330 USD/ton olan segment ortalama satış fiyatı, konsolide ortalamanın yalnızca %3,6 altında olup genel olarak ortalamaya paralel bulunuyor. Segment, Sanayi ve İnşaat faaliyetlerine benzer şekilde AB korunma önlemlerine maruz kalıyor. Niş ve daha fazla işlenmiş ürünleri ortalama satış fiyatını desteklese de sözleşmelerdeki fiyat artış mekanizmaları işçilik maliyeti enflasyonunu telafi etmiyor. Bu nedenle ücretler müzakere edilen fiyatlardan daha hızlı yükseldiğinde marjlar baskıya açık kalıyor.

Coğrafi Dağılım

Net satışların coğrafi dağılımı beş yılda önemli ölçüde değişti. ABD'nin net satışlardaki payı, 2021'deki %36'dan 2022'de %47'ye ve nisan ayındaki Berg Pipe satın almasının ardından 2023'te %64'e yükseldi. Bu oran, konsolidasyonun ilk tam yılı olan 2024'te %69'a, 2025'te %73'e ve 2026'nın ilk yarısında %79'a ulaştı. Türkiye'nin payı ise 2021'deki %40'tan 2025'te %15'e geriledi.

Borusan Boru'nun net satış karmasında ABD'ye yönelik yapısal değişim, ABD faaliyetlerini kârlılığın temel belirleyicisi haline getirdi. Net satışların ve maliyetlerin büyük bölümünün ABD pazarıyla bağlantılı olması nedeniyle Section 232 tarifeleri, antidamping ve telafi edici vergi önlemleri ile ABD'deki altyapı izin süreçleri, artık kârlılık üzerinde Türkiye iç talebinden daha fazla etkiye sahiptir.

Coğrafi Dağılım					
<u>Net Satışların Coğrafi Dağılımı</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>
ABD	36%	47%	64%	69%	73%
Türkiye	40%	24%	23%	19%	15%
Türkiye'den ihracat ve diğer pazarlar	24%	29%	13%	12%	12%
Kaynak: Şirket verileri					

Devam Eden Yatırımlar

JCO Şekillendirme Hattı

Yönetim Kurulu projeyi Aralık 2024'te onayladı. Harcamalar 2025 ve 2026 yıllarına bütçelendi; devreye alma ise 2027 için planlandı. 2025 konsolide FAVÖK'ünün yaklaşık %55'ine karşılık gelen 68 milyon USD tutarındaki proje, Berg Pipe satın alımından bu yana **Borusan Boru**'nun ABD'deki ilk organik büyük çaplı boru yatırımdır. Desteklediği sipariş portföyüne kıyasla sınırlı bir yatırım tutarı oluşturuyor.

Yatırım, Panama City'nin mevcut üç silindirli bükme prosesine JCO şekillendirme teknolojisini ekleyecek. JCO, boyuna dikiş kaynağı öncesinde çelik levhayı aşamalı olarak J, C ve O biçimlerine dönüştüren, LSAW boru üretimine yönelik esnek ve kademeli bir yöntemdir. Proses, geniş bir boru çapı, et kalınlığı ve yüksek dayanımlı çelik kalitesi aralığına uyum sağlayarak **Borusan Boru**'nun daha zorlu uygulamalar için daha yüksek teknik özelliklere sahip borular üretmesine olanak tanıyor.

Stratejik fayda, ilave kapasiteden çok ürün karmasında yatıyor. Panama City'nin mevcut üç silindirli bükme prosesi, 24-60 inç çapları ve 1,5 inç kadar et kalınlıklarını kapsıyor. JCO hattı ise aralığı 16-60 inç çapa ve 2 inç kadar et kalınlığına genişletecek. Bu yatırım, **Borusan Boru**'nun yüksek katma değerli portföyünü uzun mesafeli ve yüksek basınçlı enerji iletimi, deniz altı boru hattı projeleri ve yenilenebilir enerji platformlarına genişletecek. Yönetim, yatırımın yaklaşık 150 bin ton büyüklüğünde karşılanabilir bir pazara erişim sağlayacağını ve **Borusan Boru**'nu ABD çelik boru pazarında bu teknolojiyi kullanan yerel bir üretici haline getireceğini öngörüyor. Böylece ithal ürünlerin yerini alma ve yerli üretici statüsünden faydalanma kabiliyeti güçlenecek. Yönetim, hem daha yüksek ortalama satış fiyatından hem de artan üretim verimliliğinden operasyonel katkı bekliyor. Daha zorlu uygulama alanları ve gerekli yeterliliklere sahip tedarikçi sayısının daha az olması nedeniyle, daha yüksek teknik özellikli ürünlerin primli fiyatlanması bekleniyor. Daha verimli bir şekillendirme prosesinin de dönüşüm maliyetlerini azaltması bekleniyor.

Yönetim, beklenen finansal faydaya ilişkin sayısal bir beklenti paylaşmadı. Bu ürünlerin niş niteliği nedeniyle gözlemlenebilir fiyat verileri de sınırlı kalıyor. Dolayısıyla Panama City'nin mevcut LSAW portföyüne göre oluşabilecek ortalama satış fiyatı primini güvenilir biçimde tahmin edemiyor veya bunun yaratacağı FAVÖK artışını sayısallaştıramıyoruz. Bu nedenle ilave marj katkısını şimdilik tahminlerimize dahil edilmeyen yukarı yönlü potansiyel olarak değerlendiriyoruz. Devreye alma sonrasındaki müşteri yeterlilik onayları, gerçekleşen satış fiyatları ve üretim verimliliği, bu potansiyeli doğrulayacak temel göstergeler olacaktır.

Gemlik Konsolidasyonu

Yönetim Kurulu, Haziran 2025'te Halkalı üretim hatlarının ve Bursa ileri işleme merkezinin entegre Gemlik kampüsüne taşınmasını onayladı. 24 aylık aşamalı geçişin 2027'de tamamlanması ve ilk faydaların 2028'de görülmesi planlanıyor. Konsolidasyon, faaliyet gösteren tesis sayısını azaltacak. Yönetim, 2024 konsolide verileri üzerinden programın 29 milyon USD yatırım ve 27 milyon USD tek seferlik gider gerektirmesini bekliyor. Buna karşılık işletme sermayesinden 30 milyon USD serbest bırakılması ve daha yüksek kapasite kullanımı, daha düşük birim maliyetler ve daha sade organizasyon yapısıyla FAVÖK marjının 50-100 bp iyileşmesi öngörülüyor.

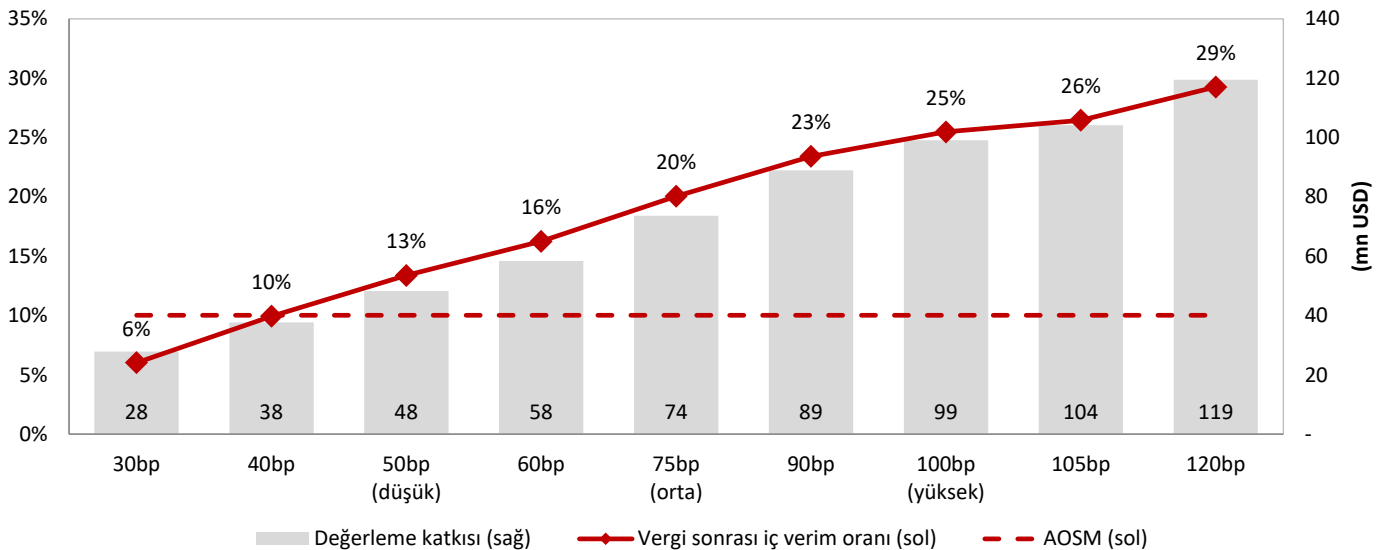
Taşınma, Halkalı tesisindeki arazinin nakde dönüştürülmesi için de alan yaratacaktır. Yönetim, arazinin gelecekteki kullanımına ilişkin bir plan açıklamadığından, bu potansiyel tahminlerimize dahil edilmeyen yukarı yönlü bir unsur olarak kalıyor.

Yönetimin marj beklentisinin alt sınırında vergi sonrası %13, orta noktasında %20 ve üst sınırında %26 iç verim oranı hesaplıyoruz. Yıllık nakit akımı takvimimiz, gerçek zamanlamaya yaklaşım olarak yatırım harcamalarını ve tek seferlik giderleri 24 aylık program boyunca dağıtıyor. İşletme sermayesinin 2027T ve 2028T'de serbest kalacağını, marj katkısının %50'sinin 2028T'de ve tamamının 2029T'den itibaren gerçekleşeceğini varsayıyoruz. Nakit akımları, sürdürme yatırımları düşüldükten sonra hesaplanıyor ve amortismanın vergi kalkanını içeriyor. Proje, beklenti aralığının alt sınırının altında bulunan yaklaşık 40 bp marj artışında başa baş noktasına ulaşıyor.

74 milyon USD baz senaryo proje değerini, İNA firma değerimize ayrı bir kalem olarak ekliyoruz. Bu tutar, Haziran 2026 değerleme tarihinden önce yapılan ve halihazırda net borca yansımış harcamalar ile yatırım harcaması tahminlerimize dahil edilen kalan yatırımı kapsamıyor. Tahminlerimiz, Halkalı arazisinin olası nakde dönüştürülmesini de içermiyor. Gerçekleşen getiriler, uygulama başarısına ve nakit akımlarının zamanlamasına bağlı olacaktır.

Marj artışına göre gösterge niteliğinde vergi sonrası iç verim oranı ve değerlemeye katkı

Gemlik konsolidasyonu, beklenti aralığının alt ucunda yaklaşık %13, orta noktasında yaklaşık %20 iç verim oranı sağlıyor...



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

SÖZLÜK

<u>Terimler</u>	<u>Açıklamalar</u>
ERW	Elektrik Direnç Kaynaklı. Çelik rulonun kenarlarının elektrikle ısıtılıp birleştirilmesiyle üretilen boru.
HFW (HF-ERW)	Yüksek Frekans Kaynaklı. Yüksek frekanslı akım kullanan modern ERW süreci.
HFIW	Yüksek Frekans İndüksiyon Kaynaklı. Kenarları indüksiyon bobinleriyle ısıtan HFW süreci.
LF/MF-ERW	Düşük ve Orta Frekanslı ERW. Eski nesil ERW süreci.
SAW	Toz Altı Kaynağı. Ağırlıklı olarak büyük çaplı borularda kullanılan kaynak süreci.
HSAW	Helisel Toz Altı Kaynaklı. Çelik rulonun helisel biçimde şekillendirilmesiyle üretilen büyük çaplı boru.
LSAW	Boyuna Toz Altı Kaynaklı. Çelik levhadan düz dikişle şekillendirilen büyük çaplı boru.
UOE	U şekillendirme, O şekillendirme ve genişletme. U ve O preslerini kullanan LSAW üretim yöntemi.
JCO / JCOE	J, C ve O şekillendirme; E genişletmeyi ifade eder. Çelik levhayı aşamalar halinde şekillendiren LSAW üretim yöntemi.
RB / RBE	Silindirle Bükme; E genişletmeyi ifade eder. Çelik levhayı üç veya dört silindirle şekillendiren LSAW üretim yöntemi.
SRM	Uzatarak Çap Azaltma Tesisi. HFW veya ERW ana borusunu daha küçük çaplara indiren sıcak boyutlandırma süreci.
OCTG	Petrol Sahası Boru Ürünleri. Petrol ve gaz kuyularında kullanılan muhafaza borusu, üretim borusu ve sondaj borusu.
OD	Dış Çap.
API 5L	Amerikan Petrol Enstitüsü Şartnamesi 5L. Hat borusu standardı.
PSL2	Ürün Şartname Seviyesi 2. API 5L kapsamındaki iki kalite seviyesinden daha sıkı olanı.
HRC	Sıcak Haddelenmiş Rulo. Kaynaklı borunun başlıca çelik girdisi.
SKDM	Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması. İthal ürünlerin karbon maliyetini AB Emisyon Ticaret Sistemi ile uyumlu hale getiren AB düzenlemesi.
AD	Antidamping vergisi. Adil değer altında satılan ithal ürünlere uygulanan vergi.
CVD	Telafi edici vergi. Yabancı devlet sübvansiyonlarını dengelemek amacıyla uygulanan vergi.
E&P	Arama ve Üretim.
FID	Nihai Yatırım Kararı.
LNG	Sıvılaştırılmış Doğal Gaz.
CCS	Karbon Yakalama ve Depolama.
FOB	Gemide Teslim. Varış noktasına kadar navlun ve sigortayı içermeyen yükleme limanı fiyatı.
MENA	Orta Doğu ve Kuzey Afrika.
ACEA	Avrupa Otomobil Üreticileri Birliği.

<u>Terimler</u>	<u>Açıklamalar</u>
AISI	Amerikan Demir ve Çelik Enstitüsü.
EIA	ABD Enerji Enformasyon İdaresi.
EUROFER	Avrupa Çelik Birliği.
EUROMETAL	Avrupa Çelik, Boru ve Metal Tüccarları Birlikleri Federasyonu.
CBP	ABD Gümrük ve Sınır Koruma İdaresi.
ITC	ABD Uluslararası Ticaret Komisyonu.
OSD	Otomotiv Sanayii Derneği.
KAP	Kamu Aydınlatma Platformu. Türkiye'nin düzenleyici bildirim platformu.
PHMSA	Boru Hattı ve Tehlikeli Maddeler Güvenliği İdaresi.
SIMA	Çelik İthalatı İzleme ve Analiz Sistemi. AISI tarafından kullanılan ABD çelik ithalat izni veri tabanı.
SOGAD	Soğuk Haddeleme, Galvanizli ve Boyalı Sac Üreticileri Derneği.
THBB	Türkiye Hazır Beton Birliği.
TÇÜD	Türkiye Çelik Üreticileri Derneği.
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu.
USOMA	ABD OCTG Üreticileri Birliği.
kısa ton / bin kısa ton	1 kısa ton = 0,9072 ton.
Bcf/gün	Günde milyar fit küp.
milyon varil/gün	Günde milyon varil.
bp	Baz puan.
yp	Yüzdelik puan.
G12A	Gelecek on iki ay.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgiler dayanılarak alınan kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.