Borusan Boru <BRSAN> — 3Ç26 BİLANÇO ANALİZİ

Ciro ve karlılık 3Ç25'in belirgin üzerinde gerçekleşti

Borusan Boru'nun 3Ç26 net satışları 3Ç25'e göre %38,0 artarak 30,46 milyar TL'ye yükseldi. Brüt kar %79,7, esas faaliyet karı %101,6, FAVÖK %81,6 arttı ve FAVÖK marjı %8,69'dan %11,44'e çıktı. Ana ortaklık net karı %126,3 artışla 2,12 milyar TL oldu. Şirketin fonksiyonel para birimi ABD doları olduğundan TL büyüme oranları, %17,3 yükselen dolar/TL çevrim kurunun etkisini de içeriyor. Dolar bazında 3Ç26'da 3Ç25'e göre net satışlar %17,6 artışla 638,1 milyon dolara, şirket tanımlı FAVÖK %61,6 artışla 77,4 milyon dolara, net kar %92,9 artışla 44,4 milyon dolara yükseldi

Ürün karması brüt marjı genişletti, gider oranı arttı

Brüt kar marjı 3Ç25'e göre 3,0 puan artarak %12,80'e yükseldi. Satış hacmi %7,4 azalırken ton başına gelir %27,0 artışla 1.415 dolardan 1.797 dolara, ton başına şirket tanımlı FAVÖK 125 dolardan 218 dolara çıktı. Faaliyet giderleri %49,9 artarak 1,16 milyar TL oldu ve ciroya oranı %3,50'den %3,80'e yükseldi. Bu artışa rağmen FAVÖK marjı 2,7 puan genişledi. 2Ç26'ya göre brüt marj 0,6 puan geriledi ve panel tanımıyla FAVÖK marjı %11,74'ten %11,44'e indi. Şirket tanımıyla FAVÖK marjı ise %11,5'ten %12,1'e çıktı; bu tanıma dahil diğer kalemler 2Ç26'da -1,5 milyon dolar, 3Ç26'da +4,4 milyon dolar oldu.

Altyapı ve Enerji büyüdü, Endüstri ve İnşaat zayıf kaldı

Toplam satış hacmi 3Ç25'e göre %7,4 azalarak 355,0 bin ton oldu ve 2Ç26'daki 323,2 bin tonun üzerine çıktı. 3Ç26'da Altyapı ve Proje gelirleri %32 artışla 359 milyon dolara yükselirken Enerji gelirleri %37 arttı. Dokuz ayda Altyapı ve Proje gelirleri %62,3 artışla 880 milyon dolara ulaştı ve toplam gelirdeki payı %55 oldu. Enerji gelirleri %14,4 artışla 347 milyon dolara, Otomotiv gelirleri %2,0 artışla 150 milyon dolara yükseldi. Avrupa ve Türkiye'deki zayıf talep ve yoğun rekabet ortamında Endüstri ve İnşaat hacmi %40,1, geliri %26,6 azalarak 239 milyon dolara geriledi. Yurt dışı gelirlerin payı %84'ten %90'a yükselirken ABD'nin payı %82'ye ulaştı.

Finansman gideri geriledi, vergi gideri arttı

Net finansal gider %48,7 azalarak 170 milyon TL'ye geriledi; dolar bazında finansman gideri 8,1 milyon dolardan 3,6 milyon dolara indi. Vergi öncesi kar %146,7 artışla 2,72 milyar TL oldu. Vergi gideri 167 milyon TL'den 602 milyon TL'ye yükseldi ve efektif vergi oranı %15,1'den %22,1'e çıktı. Bu nedenle net kardaki artış vergi öncesi karın gerisinde kaldı. Dokuz ayda yurt dışı gelirlerin payı %84'ten %90'a yükselirken ABD'nin payı %82'ye ulaştı.

Net borç geriledi, sipariş portföyü 3,6 milyar dolara ulaştı

Şirket tanımlı net finansal borç yıl başındaki 178 milyon dolardan %33 azalarak 118 milyon dolara, Net Borç/FAVÖK 0,6x'e indi (9A25: 2,3x). TL bazında net borç 6,19 milyar TL oldu (Eylül 2025: 10,07 milyar TL). Dokuz ayda 92,8 milyon dolar serbest nakit akışı yaratıldı (9A25: 65,2 milyon dolar) ve net yatırımlar 112,2 milyon dolara yükseldi. Alınan avanslar yıl başına göre 227 milyon dolardan 414 milyon dolara çıkarak stoklardaki 451 milyon dolardan 627 milyon dolara artışı karşıladı. Ağustos'ta alınan 915 milyon dolarlık iki projeyle 2026'daki yeni işler ~1,76 milyar dolara, 2028'e uzanan sipariş portföyü ~3,6 milyar dolara ulaştı.

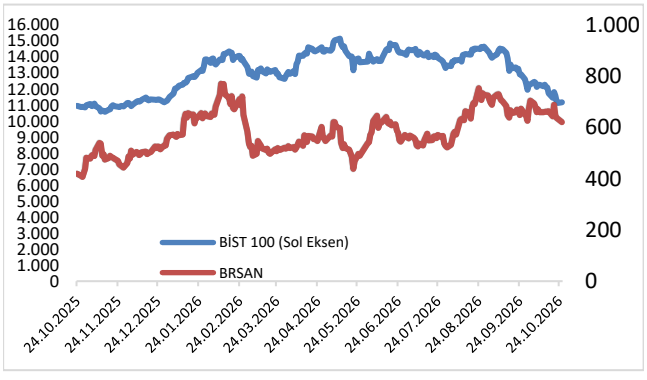
POZİTİF

Kapanış, TL (06.11.2026)	682
Bugünkü Sermaye (bin TL)	141.772
Halka Açıklık Oranı	%20
Piyasa Çarpanları	
F/K	39,14
PD/DD	2,23
FD/FAVÖK	15,45

(BIST-100'e Göre Relatif Performans (TL)	Değ.(%)
1 Aylık	8,24
3 Aylık	40,58
Yılbaşına göre	20,52
Son 1 Yıl	34,70

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	3Ç26	3Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	30.464.063	22.079.838	38,0
Brüt satış karı	3.899.638	2.170.165	79,7
Faaliyet Giderleri	1.158.959	772.943	49,9
Finansal Gelir/Gider	-170.060	-331.267	a.d.
Esas Faaliyet Karı	2.890.925	1.434.214	101,6
FAVÖK	3.483.973	1.918.837	81,6
Ana Ortaklık Net Kar	2.118.875	936.214	126,3

Oranlar	3Ç26	3Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	12,8	9,8	3,0
Esas Faa.Kar Marjı (%)	9,5	6,5	3,0
FAVÖK Marjı (%)	11,4	8,7	2,7
Net Kar Marjı (%)	7,0	4,2	2,7



2026 FAVÖK marjı beklentisinin alt sınırı yükseltildi. Şirket FAVÖK marjı beklentisini %9-11'den %10-11'e çekti. Satış hacmi beklentisini 1,15-1,25 milyon ton, satış geliri beklentisini 2,2-2,4 milyar dolar olarak korudu. Mayıs'ta %8-10, Ağustos'ta %9-11 olan marj beklentisindeki bu yeni revizyon, proje teslimatları ve verimlilik çalışmalarının katkısının sürdüğüne işaret ediyor.

Beklentiler

	9A25	9A26	Değ.	2025 Gerç.	2026 Önceki	2026 Güncel	4Ç26 Gerekli
Satış hacmi (bin ton)	968,1	957,8	-%1,1	1.310	1.150-1.250	1.150-1.250	192-292
Satış geliri (milyon dolar)	1.317,2	1.615,0	+%22,6	1.800	2.200-2.400	2.200-2.400	585-785
FAVÖK marjı (şirket tanımı)	%7,7	%10,4	+2,7 puan	%7,4	%9-11	%10-11	%8,9-12,7
FAVÖK marjı (panel tanımı)	%7,37	%9,86	+2,5 puan	-	-	-	-

Son çeyrekte gereken performans

Güncel beklentiler 4Ç26'da 192-292 bin ton satış hacmi ve 585-785 milyon dolar satış geliri gerektiriyor. 3Ç26'daki 638,1 milyon dolarlık gelir bu aralığın içinde kalırken 355,0 bin tonluk hacim üst sınırın üzerinde bulunuyor. Hacim beklentisinin üst sınırı bile 4Ç26'da 3Ç26'ya göre %17,7 gerileme anlamına geliyor. FAVÖK marjı beklentisi, yıl sonu gelirine bağlı olarak 4Ç26'da %8,9 ile %12,7 arasında bir marj gerektiriyor ve 3Ç26'daki %12,1 bu aralığın üst bölümünde yer alıyor.

Değerlendirme

Şirketin 3Ç26 sonuçlarını pozitif olarak değerlendiriyoruz. Dolar bazında gelirde %17,6, şirket tanımlı FAVÖK'te %61,6 ve net kârda %92,9'luk artış, %12,1 ile 2026'nın ilk dokuz ayındaki en yüksek çeyreklik FAVÖK marjı ve FAVÖK marjı beklentisinin %9–11'den %10–11'e yükseltilmesi güçlü performansa işaret ediyor. Net Borç/FAVÖK'ün 0,6x'e gerilemesi ve Altyapı ve Proje segmentinin yaklaşık 3,6 milyar dolarlık sipariş portföyünün gelir görünürlüğünü 2028'e taşıması da bu görünümü destekliyor. Buna karşılık Endüstri ve İnşaat'taki zayıflık, 3Ç26 hacmindeki yıllık %7,4'lük düşüş, 2Ç26'ya göre gerileyen brüt kâr marjı ve artan vergi gideri görünümü sınırlıyor. 9 Kasım 2026 itibarıyla 26,47 F/K ve 12,39 FD/FAVÖK çarpanlarının ancak kâr artışının sürmesiyle destek bulacağını düşünüyoruz. Proje teslimat takvimi, ABD'de OCTG talebi ve fiyatlaması, Avrupa ve Türkiye talebi, CBAM ve kota uygulamaları, alınan avansların seyri ile 2027'de devreye alınması planlanan Panama City JCO yatırımı ve 2027'de tamamlanması hedeflenen Gemlik konsolidasyonu temel takip noktalarımız olacak.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Çekince: Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dahil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez. Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

İntegral Yatırım Araştırma

Sevgül YIRTAR
Araştırma Müdürü
sevgulyirtar@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3289

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Bankacılık, Holding, Savunma

Harun Raşit DEMİRCAN
Araştırma Uzmanı
harundemircan@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3288

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji-Üretim, Perakende, GYO, İnşaat, Sigorta

Sena ÇOBAN
Araştırma Uzman Yardımcısı
senacoban@integralyatirim.com.tr
0212 329 3286

SORUMLU OLDUĞU SEKTÖRLER
Enerji - Dağıtım, İlaç - Sağlık, Teknoloji, Gıda

Ertuğrul AKSOY
Araştırma Uzman Yardımcısı
ertugrulaksoy@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3285

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Demir-Çelik, Çimento

Ahmet Server DEDE
Araştırma Uzman Yardımcısı
ahmetserverdede@integralyatirim.com.tr
+90 212 329 3287

DESTEK VERDİĞİ SEKTÖRLER
Otomotiv, Petrokimya, Telekom, Havacılık

www.integralyatirim.com.tr