3Ç26 Finansal Sonuçları

9 Kasım 2026

BORUSAN BORU

Endeksin Üzerinde Getiri

Kârlılık beklentinin üzerinde, teslimatlar 2027-28'de yoğunlaşıyor.

Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Borusan Boru (BRSAN; EÜG; 12A HF: 938 TL) 3Ç26'da 638 milyon USD net satış açıkladı (y/y: +%18, ç/ç: +%15). Toplam satış hacmi y/y %7 gerilemesine rağmen Altyapı ve Proje segmentinin geliri y/y %32, Enerji segmentinin geliri y/y %37 arttı. FAVÖK y/y %55 artışla 73 milyon USD'ye yükseldi (marj: %11,4). Şirket tanımlı FAVÖK y/y %60 artışla 77 milyon USD'ye çıkarken marj %12,1 ile yılın en yüksek çeyreklik seviyesine ulaştı. Net kâr y/y %93 artışla 44 milyon USD oldu. Net borç çeyrek sonunda 118 milyon USD'ye geriledi ve net borç/FAVÖK oranı 0,6x'e indi.

Tahminlerle karşılaştırma: Net satışlar ve FAVÖK hem piyasa beklentisinin hem de tahminimizin hafif üzerinde gerçekleşti. Şirket tanımlı FAVÖK, daha yüksek marjın etkisiyle 71 milyon USD olan tahminimizi %8 aştı (marj tahminimiz: %11,4). Net kâr piyasa beklentisini %11, tahminimizi %14 aştı.

Şirket 2026 marj beklentisini yükseltti: Şirket 2026 FAVÖK marjı beklentisini %9-11'den %10-11'e yükseltti, hacim ve gelir beklentilerini ise korudu.

Sipariş defteri: Altyapı ve Proje sipariş defteri yaklaşık 3,6 milyar USD'de korundu. Şirketin açıkladığı teslimat takvimi, bizim tahmini dağılımımıza göre 2026 için yaklaşık 200 milyon USD daha düşük, 2027 ve 2028 için daha yüksek gelir ima ediyor. Bu tablo, Şirketin 13 Ağustos'ta yaptığı, güncellenen üretim ve sevkiyat takvimleri doğrultusunda mevcut sipariş portföyünün 2028 gelirlerine katkısının artmasının beklendiğine ilişkin açıklamayla uyumlu.

Yorum: Pozitif sapma hacimden değil faaliyet kârlılığından geldi. Bu, ürün karmasının Altyapı ve Proje ile Enerji segmentlerine kaymasının marjları desteklemeye devam ettiğini gösteriyor. 2026T için 2,2-2,4 milyar USD'lik beklenti aralığının alt ucunda 2.214 milyon USD net satış, 1.150-1.250 bin tonluk aralığın üst sınırında 1.250 bin ton satış hacmi ve %10-11'lik beklenti aralığının üst yarısında %10,7 şirket tanımlı FAVÖK marjı tahmin ediyoruz. Teslimatların ileriye kayması Altyapı ve Proje gelirinin bir kısmını 2027-28'e taşıyor ve şirket tanımlı FAVÖK marjının %12,3'e yükselmesini beklediğimiz 2027T tahminlerimizi destekliyor. Bu sipariş defteri görünürlüğü yatırım tezimizin merkezinde yer alıyor (ayrıntılar için 23 Ekim 2026 tarihli raporumuza bakınız).

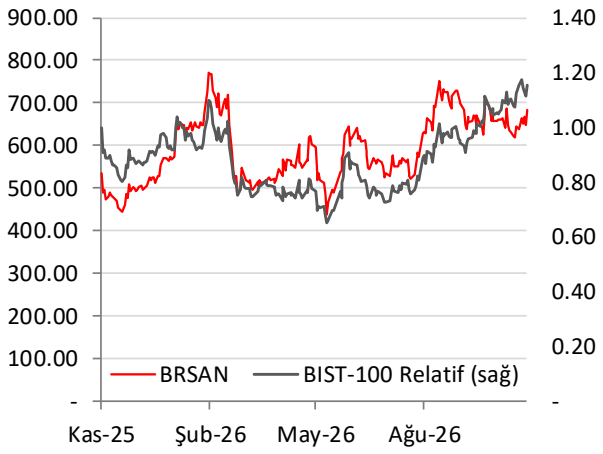
Öneri: 12 aylık hedef fiyatımızı 922 TL'den 938 TL'ye yükseltiyor ve Endeksin Üzerinde Getiri önerimizi koruyoruz. Artış ağırlıklı olarak Enerji segmentinde dönüşüm marjı (delta) varsayımlarımızın yükselmesini ve 2027'den itibaren üretim kazançlarına uygulanacak daha düşük kurumlar vergisi oranını yansıtıyor.

Çeyreklik Özet

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma			
(milyon USD)	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark	AK Fark
Net Satışlar	638	542	+18%	555	+15%	618	622	+3%	+3%
FAVÖK	73	47	+55%	65	+12%	70	70	+4%	+4%
FAVÖK Marjı	*11.4%*	*8.7%*	*+2.7y.p.*	*11.7%*	*-0.3y.p.*	*11.3%*	*11.3%*	*+0.1y.p.*	*+0.2y.p.*
Şirket Tanımlı FAVÖK	77	48	+60%	64	+20%	--	71	--	+8%
Şirket Tanımlı FAVÖK Marjı	*12.1%*	*8.9%*	*+3.2y.p.*	*11.5%*	*+0.5y.p.*	--	*11.4%*	--	*+0.7y.p.*
Net Kar	44	23	+93%	34	+32%	40	39	+11%	+14%

Bloomberg Kodu	BRSAN TI
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat, TL	938.00 (önceki 922.00)
Güncel Fiyat, TL	682.00
Getiri Potansiyeli	38%
Piyasa Değeri, mn TL	96,688
Firma Değeri, mn TL	103,140

Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	71,454	103,468	145,919	177,672
FAVÖK, mn TL	4,775	10,591	17,219	21,242
Net Kâr, mn TL	1,272	5,651	10,436	13,251
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	7,793	8,673	2,068	-11,711
Net Borç/FAVÖK	1.6	0.8	0.1	-0.6
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	6.7%	10.2%	11.8%	12.0%
Net Marj	1.8%	5.5%	7.2%	7.5%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	29.8%	44.8%	41.0%	21.8%
FAVÖK, y/y	n.m.	121.8%	62.6%	23.4%
Net Kâr, y/y	n.m.	344.4%	84.7%	27.0%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	44.9	17.1	9.3	7.3
FD/FAVÖK	13.6	9.9	5.7	4.0
FD/Ciro	0.9	1.0	0.7	0.5
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	0.4%	17.0%	39.7%	22.9%
BİST-100 Relatif	8.2%	40.2%	32.5%	18.8%
AOİH, mn TL	948	1,378	1,211	1,280



Piyasa verileri 6 Kasım 2026 tarihlidir.

Tahmin revizyonları: Enerji segmenti dönüşüm marjı (delta) varsayımlarımızı 9A26 sonuçlarının ardından 2026-29T için sırasıyla %6, %4, %4 ve %3 yükseltiyoruz. Ayrıca Endüstri ve İnşaat segmentindeki zorlu pazar koşulları nedeniyle bu segmentin hacim varsayımını düşürüyor ve 2026T satış hacmi tahminimizi %1 indirerek 1.150-1.250 bin tonluk beklenti aralığının üst sınırına çekiyoruz.

AK bazlı düzeltilmiş FAVÖK tahminlerimiz, Enerji segmentindeki daha yüksek dönüşüm marjları (delta) sayesinde 2026T'de %4, 2027-28T'de %1 artıyor, 2029T'de ise değişmiyor. Diğer faaliyet gelirlerini 9A26 gerçekleşmeleriyle uyumlu olarak düşürdüğümüz için şirket tanımlı FAVÖK tahminlerimizi 2026-29T döneminde %1-2 indiriyoruz. 237 milyon USD olan 2026T şirket tanımlı FAVÖK tahminimiz %10,7 marj ima ediyor ve Şirketin beklentisiyle uyumlu. Raporlanan FAVÖK tahminimiz 2026T'de %3 artıyor, 2027-29T'de ise büyük ölçüde değişmiyor.

Net kâr tahminlerimiz 2026T'de %3, 2027T'de %1 artıyor, 2028-29T'de ise büyük ölçüde değişmiyor. Türkiye'de üretim kazançlarına uygulanacak %12,5'lik kurumlar vergisi oranını yansıtmak için 2027T'den itibaren efektif vergi oranı varsayımımızı yaklaşık %25'ten %22,5'e indiriyoruz. Daha düşük diğer faaliyet gelirleri ve 9A26'da satış amaçlı elde tutulan varlıkların maddi duran varlıklara yeniden sınıflandırılması ile yeniden değerleme sonrası artan amortisman giderleri bu olumlu etkinin büyük bölümünü dengeliyor. 2026T yatırım harcaması tahminimizi de yaklaşık 128 milyon USD'ye yükseltiyoruz (9A26: 97 milyon USD).

Tahmin Güncellemeleri

	Yeni				Eski			
	2026T	**2027T**	**2028T**	**2029T**	**2026T**	**2027T**	**2028T**	**2029T**
Özet Tahminler (milyon USD)								
Net satışlar	2,214	2,578	2,582	2,573	2,213	2,571	2,575	2,568
y/y	*+22.4%*	*+16.4%*	*+0.2%*	*-0.4%*	*+22.4%*	*+16.2%*	*+0.2%*	*-0.3%*
Raporlanan FAVÖK	225	302	306	297	218	301	306	299
Raporlanan FAVÖK marjı	*10.1%*	*11.7%*	*11.9%*	*11.5%*	*9.9%*	*11.7%*	*11.9%*	*11.6%*
Şirket tanımlı FAVÖK	237	317	322	312	238	321	326	319
Şirket tanımlı FAVÖK marjı	*10.7%*	*12.3%*	*12.5%*	*12.1%*	*10.8%*	*12.5%*	*12.7%*	*12.4%*
Düzeltilmiş FAVÖK (AK)	227	304	309	299	217	301	306	299
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	*10.2%*	*11.8%*	*12.0%*	*11.6%*	*9.8%*	*11.7%*	*11.9%*	*11.6%*
Net kâr	121	184	193	194	117	183	192	194
y/y	*+275.7%*	*+52.5%*	*+4.5%*	*+0.5%*	*+263.5%*	*+56.4%*	*+4.9%*	*+1.0%*
Tahminlerde Değişimler								
Net satışlar	+0%	+0%	+0%	+0%				
Raporlanan FAVÖK	+3%	+0%	+0%	-1%				
Raporlanan FAVÖK marjı	*+0.3yp*	*-0.0yp*	*-0.0yp*	*-0.1yp*				
Şirket tanımlı FAVÖK	-1%	-1%	-1%	-2%				
Şirket tanımlı FAVÖK marjı	*-0.1yp*	*-0.2yp*	*-0.2yp*	*-0.3yp*				
Düzeltilmiş FAVÖK (AK)	+4%	+1%	+1%	+0%				
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	*+0.4yp*	*+0.1yp*	*+0.1yp*	*-0.0yp*				
Net kâr	+3%	+1%	+0%	-0%				
Hedef Fiyat & Öneri								
12A HF	938.00 TL		15.83 USD		922.00 TL		15.56 USD	
Değişim	*+2% (TL bazında)*		*+2% (USD bazında)*					
Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri				Endeksin Üzerinde Getiri			
Değişim	↔							

Kaynak: AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon USD)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	**542**	**479**	**421**	**555**	**638**
Brüt Kar	**53**	**33**	**28**	**74**	**82**
Operasyonel Giderler	19	23	21	24	24
Faaliyet Karı	**34**	**11**	**6**	**50**	**57**
FAVÖK	**47**	**24**	**20**	**65**	**73**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(7)	(5)	2	(2)	(0)
Vergi Öncesi Kar	**27**	**5**	**8**	**48**	**57**
Vergi Geliri / (Gideri)	(4)	(12)	(2)	(15)	(13)
Vergi Sonrası Net Kar	**23**	**(6)**	**6**	**34**	**44**
Azınlık Payları	–	–	–	–	–
Net Kar	**23**	**(6)**	**6**	**34**	**44**

Büyüme (Yıllık)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Satış Gelirleri	36.1%	36.7%	32.1%	21.9%	17.6%
Operasyonel Giderler	-9.0%	3.6%	7.8%	21.8%	27.8%
Faaliyet Karı	-850.7%	-184.9%	-306.3%	83.0%	67.2%
FAVÖK	688.5%	-2,991.1%	132.5%	62.6%	54.7%
Net Kar	-334.7%	-60.2%	-179.8%	47.1%	92.9%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Brüt Kar Marjı	9.8%	7.0%	6.6%	13.4%	12.8%
Operasyonel Gider Marjı	3.5%	4.7%	5.1%	4.3%	3.8%
Faaliyet Kar Marjı	6.3%	2.2%	1.5%	9.1%	9.0%
FAVÖK Marjı	8.7%	4.9%	4.7%	11.7%	11.4%
Efektif Vergi Oranı	15.1%	215.5%	21.4%	30.6%	22.1%
Net Kar Marjı	4.2%	-1.3%	1.5%	6.0%	7.0%
Parasal Kazanç (Kayıp)	– %	– %	– %	– %	– %
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	1.8%	22.3%	20.5%	15.5%	8.8%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-1.5%	15.8%	13.4%	6.7%	4.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	21.3%	451.0%	438.6%	132.4%	76.7%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	3.2%	6.4%	8.0%	6.1%	4.7%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-5.7%	15.0%	5.1%	4.0%	-2.2%

Nakit Akım Tablosu (milyon USD)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	**10**	**107**	**87**	**86**	**56**
Düzeltme Öncesi Kar	23	(6)	6	34	44
Amortisman ve İtfa Payları	13	13	13	15	16
İşletme Sermayesindeki Değişim	(31)	72	21	22	(14)
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	5	28	46	16	10
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	**(18)**	**(31)**	**(30)**	**(49)**	**(30)**
Sabit Sermaye Yatırımları	(17)	(31)	(34)	(34)	(30)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	(1)	(0)	3	(15)	(1)
Serbest Nakit Akımı	**(8)**	**76**	**56**	**37**	**25**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	**(29)**	**(29)**	**15**	**(19)**	**(5)**
Finansal Borçlardaki Değişim	(20)	(20)	49	(14)	(4)
Temettü	–	–	–	–	–
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(9)	(9)	(34)	(4)	(1)
Çevrim Farkları	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**(37)**	**47**	**71**	**19**	**20**

Bilanço (milyon USD)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	**888**	**874**	**1,029**	**1,120**	**1,201**
Nakit ve Nakit Benzerleri	84	127	193	202	212
Finansal Yatırımlar	–	–	–	–	–
Ticari Alacaklar	213	200	181	222	263
Stoklar	490	451	558	600	627
Diğer Dönen Varlıklar	101	97	97	96	99
Duran Varlıklar	**890**	**904**	**932**	**976**	**990**
Finansal Yatırımlar	101	96	96	96	96
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	–	–	–	–	–
Maddi Duran Varlıklar	733	746	768	807	822
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	29	34	33	33	34
Şerefiye	–	–	–	–	–
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	–	–	–	–	–
Diğer Duran Varlıklar	27	28	35	40	37
Toplam Varlıklar	**1,778**	**1,778**	**1,961**	**2,096**	**2,191**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**731**	**741**	**918**	**1,008**	**1,062**
Finansal Borçlar	246	238	290	282	266
Ticari Borçlar	271	208	218	243	294
Müşteri Sözleşmelerinden Yükümlülükler	150	228	353	416	418
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	65	67	58	68	84
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**156**	**156**	**155**	**156**	**154**
Finansal Borçlar	81	72	72	79	73
Müşteri Sözleşmelerinden Yükümlülükler	–	–	–	–	–
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	71	79	78	71	76
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5	5	5	6	5
Özkaynaklar	**891**	**881**	**887**	**932**	**975**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	891	881	887	932	975
Azınlık Payları	–	–	–	–	–
Toplam Kaynaklar	**1,778**	**1,778**	**1,961**	**2,096**	**2,191**
Yatırım Sermayesi	1,209	1,147	1,139	1,167	1,183
Toplam Borç	327	309	362	360	338
Net İşletme Sermayesi (NİS)	432	442	522	579	597
NİS / S12A Satışlar	25.9%	24.6%	27.5%	29.0%	28.5%
Net Borç (NB)	243	182	169	159	126
NB / S12A FAVÖK	2.6	1.5	1.3	1.0	0.7
NB / Özkaynaklar	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	162	110	97	80	54
KV ND / S12A FAVÖK	1.7	0.9	0.7	0.5	0.3
YPP (Türev Korunma Dahil)	(3)	(17)	(2)	(12)	(6)

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 bilgilere dayanılarak aldıkları 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 bilgiler dolayısıyla 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 Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026