

Borusan Boru <BRSAN> — 2Ç26 BİLANÇO ANALİZ
2Ç26'da güçlü operasyonel toparlanma...

Borusan Boru 2Ç26'da net satışlarını yıllık %43,0, çeyreklik %37,1 artırarak 25.210 mn TL'ye yükseltti. Brüt kâr yıllık %84,8, çeyreklik %179,3 artışla 3.382 mn TL olurken, FAVÖK yıllık %90,8 ve çeyreklik %243,7 artışla 2.960 mn TL'ye ulaştı. Ana ortaklık net kârı ise yıllık %72,6, çeyreklik %456,7 artarak 1.523 mn TL oldu. Böylece zayıf geçen 1Ç26'nın ardından ikinci çeyrekte hem operasyonel kârlılık hem de net kâr tarafında belirgin bir toparlanma gerçekleştiği görülmektedir.

Marjlarda belirgin genişleme...

Brüt kâr marjı yıllık 3,0 puan, çeyreklik 6,8 puan artarak %13,4'e yükseldi. Satışların maliyetindeki %38,2'lik artışın ciro büyümesinin altında kalması, brüt kârlılıktaki iyileşmeyi destekledi. FAVÖK marjı ise %11,7 ile 2Ç25'e göre 2,9 puan, 1Ç26'ya göre 7,1 puan yükseldi. Esas faaliyet kârı yıllık %117,8 artışla 2.286 mn TL'ye ulaşırken, esas faaliyet kâr marjı %6,0'dan %9,1'e çıktı. Faaliyet giderlerinin satışlara oranının %4,34'ten %4,33'e sınırlı gerilemesi, marj genişlemesinde gider kontrolünden ziyade brüt kârlılıktaki iyileşme ve operasyonel kaldıraç etkisinin öne çıktığını göstermektedir. Bununla birlikte, FAVÖK marjının 1Ç26'daki %4,7'den %11,7'ye yükselmesi oldukça güçlü bir çeyreklik iyileşmeye işaret ettiğinden, mevcut marj seviyelerinin sürdürülebilirliği açısından önümüzdeki dönemlerde satış ve ürün karması ile proje teslimatlarının seyri önem taşımaktadır.

Gelir büyümesinde güçlü operasyonel performans öne çıkıyor...

2026/06 itibarıyla net satışlar **43.593 mn TL** seviyesine ulaşırken, ikinci çeyrekte satışlardaki güçlü büyümenin kârlılık tarafına daha yüksek oranda yansıdığı görülmektedir. Nitekim satışlar yıllık %43,0 artarken FAVÖK'ün %90,8 yükselmesi, operasyonel kârlılıkta belirgin bir iyileşmeye işaret etmektedir. Bu doğrultuda, ikinci çeyrekteki güçlü kârlılık performansının satış büyümesinin yanı sıra **marj gelişiminden de destek almaktadır**. Önümüzdeki dönemde mevcut kârlılık seviyelerinin korunması, şirketin operasyonel performansı açısından önemli olacaktır.

İlk yarı sonuçları güçlü...

1Y26'da net satışlar 43.593 mn TL, FAVÖK 3.821 mn TL ve ana ortaklık net kârı 1.797 mn TL seviyesinde gerçekleşti. İlk yarı FAVÖK marjı yaklaşık %8,8 olurken, ikinci çeyrekteki %11,7'lik marj seviyesi ilk yarı ortalamasının üzerinde gerçekleşti. Böylece şirketin ilk yarıda güçlü bir operasyonel kârlılık ortaya koyduğu görülmektedir. Bununla birlikte, ikinci çeyrekte ulaşılan yüksek marj seviyesinin yılın geri kalanında ne ölçüde korunabileceği, sonuçların sürdürülebilirliği açısından önemli bir takip noktası olacaktır.

Net kârda güçlü toparlanma...

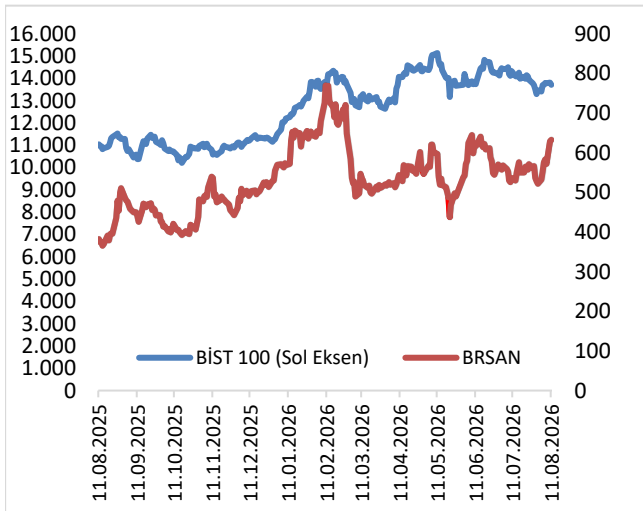
Ana ortaklık net kârı 1Ç26'daki 273,6 mn TL'den 1.523,2 mn TL'ye yükselerek çeyreklik bazda %456,7 artış gösterdi. Net kâr marjı da %1,5'ten %6,0'ya yükseldi. Operasyonel kârlılıktaki güçlü toparlanmanın net kâra belirgin şekilde yansıdığı görülmektedir. Finansal gelir/gider kalemlerindeki gelişmelerin de net kâr performansında etkili olduğu değerlendirilmektedir. Bu nedenle önümüzdeki dönemlerde net kâr performansı açısından operasyonel kârlılığın yanı sıra finansman maliyetleri ve kur hareketlerinin etkisinin de izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Şirketin 2Ç26 sonuçlarını operasyonel açıdan güçlü değerlendiriyoruz. Satışların yıllık %43,0 artışına karşılık FAVÖK'ün %90,8 yükselmesi ve FAVÖK marjının 2Ç25'teki %8,8 seviyesinden %11,7'ye çıkması, ikinci çeyrekte kârlılıkta belirgin bir iyileşmeye işaret ediyor. Ana ortaklık net kârının yıllık %72,6 artışla 1.523 mn TL seviyesine ulaşması da güçlü operasyonel performansı destekliyor. Önümüzdeki dönemde %11,7'lik FAVÖK marjının korunması, yüksek katma değerli işlerin satış karmasındaki payının seyri ve operasyonel kârlılığın nakit akışına dönüşümü temel takip noktaları olacaktır. Bununla birlikte, ikinci çeyrekte görülen güçlü marj artışının kalıcılığı, önümüzdeki dönem sonuçlarında operasyonel kârlılık seviyelerinin korunmasıyla daha net değerlendirilecektir.

POZİTİF

Kapanış, TL (11.08.2026)	632,00 TL
Bugünkü Sermaye (bin TL)	141.772
Halka Açık Sermaye (bin TL)	28.354
Halka Açıklık Oranı	20,00
Piyasa Çarpanları	
F/K	36,27
PD/DD	2,06
FD/NS	1,13

Özet Gelir Tablosu (bin TL)	2Ç26	2Ç25	Değ.(%)
Net Satışlar	25.209.917	17.623.726	43,0
Brüt satış kârı	3.382.341	1.830.386	84,8
Faaliyet Giderleri	1.092.532	764.079	43,0
Finansal Gelir/Gider	-93.212	-114.941	a.d.
Esas Faaliyet Kârı	2.289.809	1.066.307	114,7
FAVÖK	2.959.656	1.550.895	90,8
Ana Ortaklık Net Kar	1.523.180	882.308	72,6
Oranlar	2Ç26	2Ç25	Fark
Brüt Kar Marjı (%)	13,42	10,39	3,0
Esas Faa.Kar Marjı (%)	9,08	6,05	3,0
FAVÖK Marjı (%)	11,74	8,80	2,9
Net Kar Marjı (%)	6,04	5,01	1,0



Beklentiler

	2021	2022	2023	2024	2025	2026 Önceki Beklenti (Mayıs 2026)	2026 Güncel Beklenti
Satış Hacmi (mn ton)	0,76	0,85	1,06	1,17	1,31	1,15–1,25	1,15–1,25
Satış Geliri (mlr \$)	0,8	1,3	1,7	1,7	1,8	2,1–2,3	2,2–2,4
FAVÖK Marjı (%)	9,8	14,9	18,2	6,0	7,4	8–10	9–11

Kaynak: Borusan Boru

2026 beklentileri yukarı yönlü revize edildi...

Şirketin satış geliri beklentisi 2,1-2,3 mlr USD'den 2,2-2,4 mlr USD'ye, FAVÖK marjı beklentisi %8-%10'dan %9-%11'e yükseltilirken, satış hacmi beklentisi 1,15-1,25 mn ton seviyesinde korundu. Hacim hedefinin sabit tutulmasına karşın gelir ve marj hedeflerinin yukarı çekilmesi, büyümede hacimden ziyade fiyatlama ve ürün karmasının daha belirleyici olacağına işaret etmektedir. Hacim hedefinin orta noktası, 2025'teki 1,31 mn ton gerçekleşmenin %8,4 altında kalmaktadır. 1Y26'da 976,9 mn USD gelir elde edilirken, güncellenen beklentinin alt bandı olan 2,2 mlr USD'ye ulaşılabilmesi için yılın ikinci yarısında yaklaşık 1,22 mlr USD gelir yaratılması gerekmektedir. Bu rakam, ilk yarıya kıyasla yaklaşık %25'lik bir artış anlamına gelmekte olup, 2Ç26'da gerçekleşen 555 mn USD gelir ve ikinci yarıda beklenen teslimat yoğunlaşması dikkate alındığında ulaşılabilir görünmektedir. Üst bant olan 2,4 mlr USD ise ikinci yarıda yaklaşık 1,42 mlr USD, yani ilk yarıya kıyasla %46'lık bir gelir artışı gerektirmektedir. FAVÖK marjında %9'luk alt banda ulaşılması için ilk yarıdaki yaklaşık %9,2'lik marjın korunması yeterli olurken, %11'lik üst banda ulaşılması daha yüksek bir operasyonel marj performansı gerektirmektedir. Nitekim 2Ç26'da görülen yaklaşık %11,7'lik FAVÖK marjının ikinci yarıda da korunması halinde, yıl sonu FAVÖK marjı toplam gelir hedefinin gerçekleşme seviyesine bağlı olarak yaklaşık %10,6-%10,7 aralığında kalacaktır. %11'lik üst banda ulaşılabilmesi için ise ikinci yarıda yaklaşık %12,2-%12,4 seviyesinde FAVÖK marjı elde edilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, güncellenen gelir beklentisinin alt bandı ulaşılabilir, üst bandı ise daha güçlü teslimat performansına bağlı; FAVÖK marjında ise %9'luk alt bandın daha makul olduğunu, %11'lik üst bandın ise daha güçlü ikinci yarı performansına bağlı olduğunu düşünmekteyiz.

Değerlendirme...

Küresel ticaret politikaları, ticaret koruma önlemleri ve karbon düzenlemelerine ilişkin belirsizlikler, Avrupa'daki zayıf talep ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar başlıca riskler olmaya devam etmektedir. Buna karşılık 2Ç26'da operasyonel performansın güçlü seyretmesi ve ikinci yarıda proje teslimatlarının hızlanmasının beklenmesi olumlu görünümü desteklemektedir. Özellikle 2Y26'da FAVÖK marjının %10'un üzerine çıkıp çıkmayacağı, efektif vergi oranının seyri ve işletme sermayesi performansı takip edilmesi gereken temel başlıklar olacaktır.

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 dayanarak 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 dâhil 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.