

Adapazarı Devralması

Toplantının ana gündem maddesi, Yıldız Holding'den devralınması planlanan Adapazarı Şeker Fabrikası ("Ada Şeker") aracılığıyla şirketin yurt içi şeker satış kotasının iki katına çıkması oldu. Kota, bir üreticinin yurt içinde satabileceği şeker miktarını belirliyor. İhracatta miktar sınırlaması bulunmuyor ancak yurt içi satış, ihracata göre belirgin biçimde daha yüksek kârlılık taşıyor.

Şirket, özelleştirmeden devralındığı 2018 yılında 62 bin tonluk kotaya sahipti ve bu kota üretim performansı ile yaklaşık 71 bin tona yükseldi. Ada Şeker'in benzer büyüklükteki kotasının devralınmasıyla yurt içi A kotası 142.760 tona çıkacak. Bu adımla Bor Şeker'in Türkiye'deki toplam şeker üretimi içindeki payının yaklaşık yüzde 2,5 seviyesinden yüzde 5'in üzerine çıkması, devletin kotası ve kooperatif fabrikaları dışarıda tutulduğunda şirketin en yüksek üretim kapasitesine sahip özel şeker üreticisi konumuna gelmesi öngörülüyor.

Devralınan kotanın karşılığı üretim, Sakarya'daki tesiste değil şirketin Niğde'deki mevcut fabrikasında gerçekleştirilecek. Bu nedenle Ada Şeker'in arsa ve makineleri işleme dahil edilmedi, devralınan esas olarak üretim hakkı oldu. Yönetim, devralmanın Şeker Dairesi'nin izniyle yürütüldüğünü, üretimin Niğde'ye taşınmasının ya da pancarın kendi bölgesinden temin edilmesinin kotanın iptali riskini doğurmadığını belirtti. İşlemin uzun vadeli ve taksitli bir satın alma olarak yapılandırıldığı, bu yapının yüksek finansman maliyetlerinin geçerli olduğu bu dönemde şirketin nakit akışına olumsuz etki yapmamasını sağladığı vurgulandı.

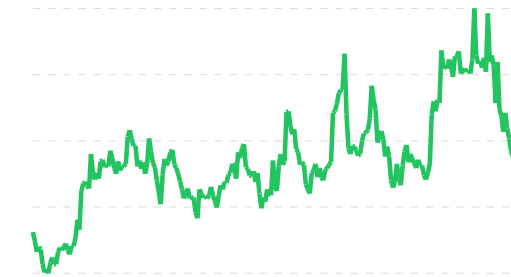
Üretim ve Maliyet Yapısı

Şirketin 2018'de 3.600 ton olan günlük nominal pancar işleme kapasitesi, ucuz finansman, öz kaynaklar ve 2024 halka arzından sağlanan gelire yapılan yatırımlar sonucunda 10 bin tonun üzerine taşındı. Geçen üretim döneminde randımanın bir önceki yıla göre yüzde 22 arttığı, bunun hem pancarın doğal şeker oranından hem de yapılan yatırımlardan kaynaklandığı aktarıldı.

Şeker üretiminde maliyetin yüzde 65 ile yüzde 75 arasındaki kısmını hammadde olan pancar oluşturuyor. Bütün pancarın Konya, Aksaray ve Niğde bölgesinden temin edilmesi, Türkiye'nin pancar üretiminin yoğunlaştığı bu bölgeye yakınlık üzerinden şirkete lojistik ve maliyet avantajı sağlıyor. Yönetim, geçmiş yıllarda Konya'dan Sakarya, Susurluk ve Amasya gibi uzak

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	BORSK
Hisse Fiyatı	6,00
Fiili Dolaşım Oranı	29,14
Hisse Başına Kar	-0,36
Ödenmiş Sermaye	960.000.000
Piyasa Değeri	5.760.000.000



1H	1A	3A	6A	YTD	1Y
%-10.2	%-17.9	%3.4	%-0.5	%5.3	%15.8

Piyasa Çarpanları

FD/FAVÖK	10,70
PD/DD	0,76
Net Borç/FAVÖK	1,38

Oranlar	2025/12	2024/12
Cari Oran	2,43	4,14
Kaldıraç Oranı	17,55	12,75
Özkaynak Karlılığı	-4,35	6,72
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	-0,97	8,92
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	0,51	6,05
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	-19,19	1,34

fabrikalara pancar taşındığını, kendi konumlarının bu nakliye yükünü ortadan kaldırdığını ifade etti. Enerji tarafında da fabrikanın ısı ihtiyacının doğal gaz yerine ağırlıkla yerli kömür kullanan kazanlarla karşılanması, doğal gazla üretim yapan fabrikalara kıyasla ek bir maliyet avantajı yaratıyor.

Geçen mali yıl, maliyetlerin yükseldiği ancak bunun şeker fiyatına yansımadağı bir dönem oldu ve sektör için en zor yıllardan biri olarak tanımlandı. Buna rağmen şirketin yaklaşık yüzde 12 faaliyet marjı oluşturabildiği, şeker fiyatında son bir ayda yaklaşık yüzde 20 toparlanma görüldüğü paylaşıldı. Modernizasyonun maliyet düşüşündeki belirleyici rolü ayrıca vurgulandı.

Etil Alkol Yatırımı

Şirket, şeker üretiminin doğal yan ürünü olan melası değerlendirmek için Afyon'da mevcut bir tesisi devraldı. Melas kotalı bir üretim olduğundan yalnızca şeker fabrikaları tarafından elde edilebiliyor ve bugüne kadar alkol, maya ve yem fabrikalarına satılıyordu. Tesisin yaklaşık 7,5 milyon dolara devralındığı, iyileştirmelerle birlikte toplam maliyetin 10 milyon dolar düzeyinde kaldığı, aynı tesisin yurt dışından sıfırdan kurulması halinde 17-18, hatta 20 milyon dolara mal olacağı belirtildi.

Yatırımdan yıllık 20-25 milyon dolar ciro ve önümüzdeki mali yıldan itibaren 6-7 milyon dolar düzeyinde faaliyet kârı katkısı, litre başına 30-40 cent kârlılık bekleniyor. Tesiste bu ay sonunda deneme üretimine başlanması, önümüzdeki 2-3 ay içinde tam kapasiteye geçilmesi öngörülüyor. Yönetim, tamamlandığında şirketin borsada etil alkol üreten tek şirket olacağını, etil alkol ve sıvı gübrenin dolar bazlı ürünler olduğunu ve küresel fiyatlarının son dönemdeki jeopolitik gerilimle yüzde 50'nin üzerinde yükseldiğini aktardı. Bu yatırım da etil alkol tesisi gibi uzun vadeli ödeme yapısıyla devralındığından nakit akışına yük getirmede.

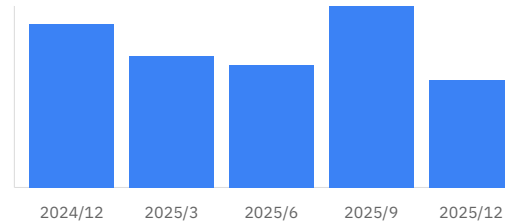
Sektörel Görünüm

Şeker üretiminin kotaya bağlı yapılması nedeniyle ürünün elde kalma riskinin sınırlı olduğu, Türkiye'de şekerin tüketildiği kadar üretildiği ifade edildi. Türkiye'de yıllık yaklaşık 2,9 milyon ton şeker üretiliyor. Devletin sahibi olduğu Türk Şeker'in bir milyon tona yakın kotayla toplam üretimin yaklaşık üçte birini yönetebildiği, fiyat üzerinde etkili olabildiği ancak piyasanın tamamını yönlendiremediği aktarıldı. Geçen yıl devletin enflasyonla mücadele kapsamında şeker fiyatını baskılaması, özel şirketlerin zararına ya da düşük kârlılıkla satış yapmasına yol açtı.

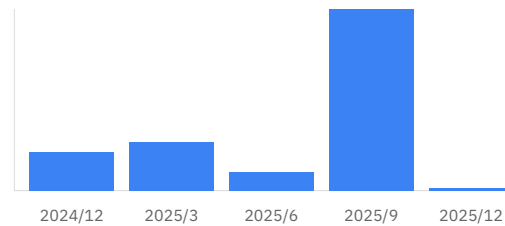
Özet Gelir Tablosu	2025/12	2024/12	%
Satışlar	5.3 mr	5.5 mr	%-5
Brüt Kar	627.5 mn	634.1 mn	%-1
Faal. Karı	316.4 mn	417.9 mn	%-24
FAVÖK	618.0 mn	455.6 mn	%36
Net Kar	-341.1 mn	534.1 mn	%-164

Özet Bilanço	2025/12	2025/9	%
Dönen Var.	3.0 mr	4.5 mr	%-33
Duran Var.	6.2 mr	6.3 mr	%-2
Fin. Borçlar	961.8 mn	458.8 mn	%110
Net Borç	853.6 mn	-177.0 mn	%-582
Özkaynaklar	7.6 mr	7.8 mr	%-3

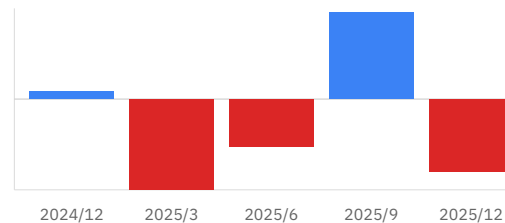
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



Mecliste gündemde olan şeker kanunu revizyonunun, üreticilerin yalnızca kendilerine tanımlı bölgelerden pancar temin etmesini zorunlu kılarak bölge dışı kaçak ekimi engelleyeceği, bunun kendi bölgesinde yüksek şeker oranlı pancar yetiştiren Bor Şeker için avantaj yaratacağı değerlendirildi. Dahilde işleme rejimi kapsamındaki ithalat kısıtının A kotası dışındaki üretimle ilgili olduğu, yurt içinde A kotası üretimi sürdükçe ithal şekerin önünün açılmasının beklenmediği belirtildi. Şekerli ürünlerde gündeme gelen sağlıklı hayata katkı fonuna ilişkin olarak yönetim, pancar şekerinin yapay tatlandırıcılar ve nişasta bazlı şekerlere göre daha sağlıklı bir alternatif olduğunu, tüketici bilincinin artmasıyla bu durumun şirket lehine işleyebileceğini ifade etti.

Sıvı gübre tesisinde üretim ve satış sürüyor. Şirket bu alanda çiftçiye hammaddeyi toplu ve uygun maliyetle temin edip tahsilat garantili satış yaparak bayilerdeki yüksek vade farkını ortadan kaldırdığını aktardı. Katı gübre tesisi için fizibilite çalışmaları devam ediyor.

2026 Beklentileri

Şirket, Ada Şeker kotasıyla birlikte yurt içi 142.760 tonluk A kotasına ek olarak yaklaşık 15 bin ton ihraç şekeri üreterek toplam 155-160 bin tonluk üretim öngörüyor. Sektörün doğası gereği üretilen miktarın tamamına yakını satıldığından bu rakam aynı zamanda satış beklentisini ifade ediyor. Önümüzdeki dönemde 10 milyar TL'ye yakın ciro ve 1,5-2 milyar TL düzeyinde kârlılık hedefleniyor.

Faaliyet marjı tarafında yüzde 15-20 aralığı hedefleniyor ve bu aralığa etil alkol katkısı dahil. Yönetim, yüzde 15 seviyesini baz ya da bazın bir miktar altındaki bir senaryo olarak tanımladı; şeker fiyatlarındaki toparlanmayla bu oranın üzerine çıkılabileceğini değerlendirdi. Aynı fabrikada ek bir ekipman yatırımı ve kayda değer bir personel artışı olmadan iki katı şeker üretilecek olması, sabit maliyetler üzerinden ölçek avantajı sağlayacak.

Mali yılın 1 Nisan-31 Mart olması nedeniyle, eylül ayında başlayan ve aralık ayına doğru tamamlanan üretimin satışa yansımaları iki mali yıla dağılıyor. Şirket, kotası iki katına çıkan üretimin yaklaşık yarısının bu mali yıl satışlarına yansımalarını, gelir ve kârlılık tarafında önümüzdeki dönemde iki katına yakın bir büyüklüğe ulaşmayı öngörüyor.