

Endeks Üstü Getiri



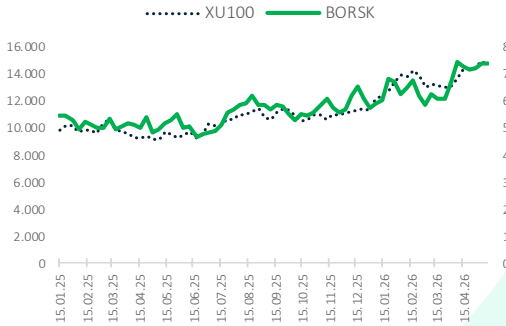
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	BORSK:TI	BORSK
Rapor Adı:	Şirket Raporu	
Şirket Adı	Bor Şeker	
Hisse Sektör	Gıda	
Rapor Tarihi	14.05.2026	
Öneri	AL	
Hedef Fiyat	10,94	
Kapanış Fiyatı - TL	7,18	
Getiri Potansiyeli	52,37%	

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	7.056
Firma Değeri - Milyon TL	6.828
Hacim - Milyon TL	104
Halka Açıklık - %	29,00
Ödenmiş Sermaye	960,00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık

	2025/12	2026T	2027T
Hasılat - Milyon TL	4.900	8.000	11.031
FAVÖK - Milyon TL	682	1.405	2.120
Net Kar - Milyon TL	-109	480	800

Çarpanlar

	2025/12	2026T	2027T
F/K (x)	--	14,70x	8,82x
FD/FAVÖK (x)	10,11x	4,91x	3,25x

Ortaklık Yapısı

Ortaklık Pay Yüzdesi

ARZ GAYRİMENKUL VE GİRİŞİ	35,42
DİĞER	29,07
EREN ALİ DİŞLİ	10,83
SADIK ENES DİŞLİ	10,83

Gökhan USKUAY – Araştırma Direktörü
guskuay@destekyatirim.com

Ali Emre YILDIRIM – Araştırma Kıdemli Uzmanı
eyildirim@destekyatirim.com

Bor Şeker: Konsolidasyondan Doğan Oyuncu

BORSK için kurguladığımız değerlendirme modelimize göre 12 Aylık Hedef Fiyatı 10,94 TL olarak belirlerken şirketi AL önerisi ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Şirket son kapanış fiyatına göre 52,37% getiri potansiyeline işaret etmektedir. Şirkete dair gelecek dönemdeki tahminlerimize göre 2026T 4,91x, 2027T 3,25x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

Yatırım Tezi

- 30 Nisan 2026 Rekabet Kurulu onayıyla nihaileşen Adapazarı Şeker (Ada Şeker) devralması yoluyla A kotasını ikiye katlayarak sektör payını %2,5'tan %5 seviyelerine çıkarması,
- Mayıs 2026 itibarıyla TBMM Genel Kurulu'nda temel kanun olarak görüşülmesi takvime alınan 4634 sayılı Şeker Kanunu değişikliğiyle pancar/şeker fiyatlarının idari belirleme rejiminden üretici-fabrika mutabakatına ve serbest piyasa fiyatlamasına geçmesi yoluyla şirketin fiyatlama gücünün yapısal olarak güçlenmesi,
- Niğde tesisindeki yan ürün Melas 'tan etil alkol ve sıvı gübre yatırımlarıyla katma değerli yan ürün ekonomisinin güçlenmesi tezleri üzerine kuruludur.

Şirket Profili

İş Modeli ve Operasyonel Yapı

Bor Şeker A.Ş., 1983 yılında kurulan ve Niğde'nin Bor ilçesinde faaliyet gösteren entegre bir pancar şekeri üreticisidir. Şirket 2018 özelleştirme programı kapsamında devraldıktan sonra kademeli modernizasyon ve kapasite genişletme yatırımlarıyla şekillendirilmiş; 15 Şubat 2024'te 26,54 TL halka arz fiyatıyla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Şirket, faaliyetlerini A kotası (yurt içi pancar şekeri), B kotası (üç aylık güvenlik stoku), C kotası (ihracat şekeri) ve Amasya Şeker fason üretim sözleşmesi olmak üzere dört ana ekseninde sürdürmektedir. Gelir yapısı yaklaşık olarak %70 A kotası yurt içi satışı, %15 B+C kotası ihracatı, %15 yan ürünler/gübre/etil alkol bileşimine dayanmaktadır.

Niğde-Bor tesisinin pratik üretim kapasitesinin gelecek yıl 150 bin ton/yıl şeker düzeyine gelmesi beklenmektedir. 2024/2025 sezonunda kapasite kullanım oranı yaklaşık %70 düzeyinde gerçekleşmiş, Aralık 2025'te imzalanan Amasya Şeker fason sözleşmesi ve 30 Nisan 2026 itibarıyla nihaileşen Adapazarı Şeker kota devriyle birlikte bu oranın 2026/2027 sezonunda %85 seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. 2018 özelleştirme sonrası dönemde Niğde tesisinde yapılan modernizasyon yatırımlarıyla günlük pancar işleme kapasitesini 3.600 tondan 10.000 tona çıkarmıştır (12 milyon EUR yatırım, 2024 devreye alma). 2019'da küp ve toz şeker paketleme tesisi, 2020'de düşey film evaporatör ve akışkan yataklı doymuş buhar kazanı, Nisan 2022'de 20 ton/gün kapasiteli sıvı gübre tesisi gibi adımlar bu modernizasyon sürecini desteklemiştir.

Bor Şeker'i Sektör Emsallerinden Ayıran Unsurlar

Bor Şeker, özellikle sektör paydaşları ile karşılaştırıldığında üç temel özellikle ön plana çıkmaktadır. Birincisi, küçük-orta ölçekli yapısının sağladığı operasyonel ve fiyat esnekliği özellikle 2026'da yürürlüğe girmesi beklenen üretici-fabrika mutabakatı modelinde idari fiyat referansından bağımsız hareket edebilme kapasitesi yüksektir. İkincisi, melas → gübre ve melas → etil alkol gibi yan ürün entegrasyonu, katma değerli bir döngüsel üretim yapısı oluşturmakta etil alkolün dış piyasalara ihracatı şirkete döviz endeksli gelir akışı sunmaktadır. Üçüncüsü, 30 Nisan 2026 Rekabet Kurulu onayıyla Adapazarı Şeker (Ada Şeker) devralması yoluyla A kotasını ikiye katlayarak sektör payını %2,5'tan ~%5'e çıkarmasıdır. Bu yatırımlar, regüle pancar şekeri sektörünün dışına çıkarak yüksek marjlı tüketici gıdası kategorisine adım atılması açısından stratejik bir farklılaşma yaratmaktadır.

Yatırım Tezi

Adapazarı Şeker Devralması

Bor Şeker 21 Nisan 2026'da Yıldız Holding A.Ş. ile Adapazarı Şeker Fabrikası A.Ş.'nin (Ada Şeker) sermayesinin %99,584'ünü temsil eden paylarını 50 milyon USD bedelle devralma sözleşmesi imzalamıştır. Bedelin 10 milyon USD'lik kısmı imza esnasında avans olarak ödenmiş, kalan 40 milyon USD ise taksitler halinde ödenecek şekilde yapılandırılmıştır. Şirket 22 Nisan 2026'da Rekabet Kurumu'na başvurusunu yapmış, Rekabet Kurulu, 30 Nisan 2026 tarihli ve E-13183850-120-142605 sayılı yazıyla işleme izin vererek son düzenleyici engeli ortadan kaldırmıştır. Bu, Bor Şeker için 2018 özelleştirme sürecinden bu yana sektördeki en büyük kota konsolidasyonu niteliğindedir.

Devralmanın stratejik önemi sayılarda netleşmektedir. Bor Şeker'in 2025/26 pazarlama yılı A kotası 71.290 ton iken, Ada Şeker'in aynı dönemdeki A kotası 69.840 ton, 2026/27 dönemi için ise 71.410 tondur. Birleştirilmiş 2026/27 A kotası 142.760 tona ulaşmakta ve şirketin sektör payı %2,5'tan %5,03'e ikiye katlanmaktadır. Bu hamle Bor Şeker'i Türkşeker (1.023.820 ton), Kayseri Şeker (473.240 ton) ve Konya Şeker (457.270 ton) gibi köklü oyuncuların ardından, mevcut 4. büyük özel sektör oyuncusu olan Doğuş Çayı (131.810 ton) geride bırakacak biçimde, sektörün en büyük dördüncü oyuncusu konumuna taşımaktadır.

Satın alma işleminin kota devri odaklı olduğu, fabrika fiziksel varlıklarından ziyade kota ve operasyonel kontrolün el değiştirdiği bir operasyon olarak görülmektedir. Bu satın alma, Bor Şeker'in Niğde tesisindeki kapasite artışı yatırımları ve etil alkol kapasitesi genişlemesiyle birlikte değerlendirildiğinde, devralınan kotanın Bor Şeker'in mevcut tedarik bölgesinde değerlendirilmeye alınmasıyla operasyonel sinerjinin maksimize edilebileceğine işaret etmektedir.

Sakarya bölgesinde sınırlı pancar üretimi nedeniyle Ada Şeker'in pancarının önemli bölümünü tarihsel olarak Türkşeker'in ekim sahalarından temin ettiği geçmişi göz önüne alındığında, Bor Şeker'in Niğde-merkezli operasyonu bu sinerjiyi güçlü kılmaktadır.

Coğrafi tedarik analizi bu mantığı doğrulamaktadır. TÜİK 2024 verilerine göre Türkiye şeker pancarı üretiminin %59'u Konya (%30,3), Eskişehir (%7,0), Kayseri (%6,0), Aksaray (%5,3), Yozgat (%5,4) ve Sivas (%4,4) hattında yoğunlaşırken; Sakarya, ilk on üretici il listesinde yer almamaktadır. Ada Şeker'in tarihsel olarak pancarının önemli bölümünü Türkşeker'in ekim sahalarından temin ettiği gerçeği bu coğrafi resme oturmaktadır. Devralınan 71.410 tonluk A kotasının Bor Şeker'in Niğde-Bor merkezli operasyonunda üretilmesi — Konya–Kayseri ekseninin yüksek-verim havzalarına 100–200 km yarıçapta erişimle — hem polar avantajı hem nakliye maliyet avantajı kazandıracaktır. Konya Şeker'in 2025/2026 sezonunda %17,81'lik polar oranı açıklaması (önceki sezona göre 1,71 puanlık artış), bu hattaki verim toparlanmasının somut sinyalidir. Bu durum, satın alma bedelinin (50 milyon USD) geri dönüş süresini operasyonel sinerji üzerinden 3–4 yıllık bir bantta tutma potansiyeli taşımaktadır.

Yapısal Serbestleşme: 4634 Sayılı Şeker Kanunu Değişikliği

Türkiye şeker sektörü, son 25 yıllık temel mevzuatı oluşturan 4634 sayılı Şeker Kanunu çerçevesinde yapısal bir dönüşümün eşiğindedir. 2/3588 esas numaralı 262 Sıra Sayılı 'Toprak Koruma ve Arazi Kullanımı Kanunu ile Çeltik Kanunu ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Teklifi', 27 Mart 2026'da TBMM Tarım, Orman ve Köy İşleri Komisyonu'ndaki görüşmeler ardından kabul edilmiş ve komisyon raporu 3 Nisan 2026'da dağıtılarak TBMM Genel Kurul gündemine alınmıştır. Genel Kurul'un 25 Mart 2026 tarihli 73. Birleşim'inde alınan kararla teklifin İçtüzüğü'nün 91. maddesine göre temel kanun olarak görüşülmesine ve 30 maddenin iki bölümde (1–15 ve 16–30. maddeler) ele alınmasına karar verilmiş, 5–7 Mayıs 2026 Birleşimlerinde iki bölüm halinde görüşülmesi takvime alınmıştır. Teklifin yürürlüğe girmesi için Genel Kurul'da kabulünün ardından Cumhurbaşkanı tarafından onaylanması ve Resmî Gazete'de yayımlanması gerekmekte olup, bu rapor tarihi itibarıyla Resmî Gazete yayım süreci henüz tamamlanmamıştır.

Teklifin Şeker Kanunu açısından getirdiği başlıca yapısal değişiklikler dört eksende toplanmaktadır. Pancar fiyatlandırmasında devletin tek taraflı baz fiyat tespiti dönemi sona ermekte, yerine 'şeker pancarı fiyatları her yıl şeker fabrikası işleten gerçek ve tüzel kişiler ile üreticiler ve/veya temsilcileri arasında varılan mutabakata göre belirlenir' hükmü getirilerek üretici-fabrika pazarlık modeli yasal düzeyde tesis edilmektedir. Şeker satış fiyatlarında ise serbestlik prensibi yeniden teyit edilmekte, geçmişte enflasyonla mücadele kapsamında zaman zaman uygulanan idari 'gönüllü kısıtlama' veya 'enflasyon altında zam' yaklaşımının kanun düzeyinde herhangi bir karşılığının bulunmadığı yasal güvence altına alınmaktadır. Buna ek olarak sözleşmesiz pancar ekimi yasaklanmakta, ekim alanları Bakanlık tarafından belirlenmekte ve şirketler ekim sahalarından yetersiz hammadde bulamadıklarında münavebe esasları dahilinde Bakanlık iznine bağlı olarak başka alanlardan ya da fazla pancar üreten şirketlerden tedarik yapabilmektedir. Son olarak kâğıt dışı pancar işleme yaptırımları iki ayrı rejime bağlanmıştır: sözleşmesiz ekim yapan üreticilere A kotası baz alım fiyatı üzerinden hesaplanacak tutar kadar idari para cezası uygulanırken, şirketlerin Bakanlık izni olmaksızın ekim alanı dışından pancar teminine A kotası satış fiyatı ülke ortalamasının %2'si oranında ceza öngörülmektedir, mevcut yönetmelikteki ağır 'A kotasından düşme + C şekerine dönüştürme' yaptırımı kaldırılmıştır. Şirketlere yönelik %2'lik oran düşük görünse de bu düzenleme sembolik nitelikte değildir ve yalnızca şirketin kendi ekim alanı dışından tedarik yaptığı senaryolarla sınırlıdır. Bu hüküm 1 Ocak 2027'de yürürlüğe girecektir.

Bor Şeker için fiyat serbestleşmesi paketinin net etkisi olumludur. Şeker satış fiyatlarındaki idari baskının kanun düzeyinde kaldırılması, özel sektör fabrikalarının fiyatlama gücünü yapısal olarak güçlendirmektedir. Geçmişte idari fiyat referansı dolayısıyla aşağı çekilen marjlar, yeni dönemde daha rasyonel bir piyasa oluşumuna yer açmaktadır. Pancar fiyatlandırmasının üretici-fabrika mutabakatına bırakılması, devletin tek taraflı sıçramalarını sınırlayıcı potansiyel taşımakta ancak güçlü kooperatif yapılarının pazarlık masasındaki ağırlığı da bu yapının pratik dinamiklerini belirleyecektir. Bor Şeker gibi kendi ekim alanı kontrolü yüksek, sermaye yapısı güçlü ve özel sektör kimliği belirgin oyuncular için kanun değişikliği fayda yaratmaktadır.

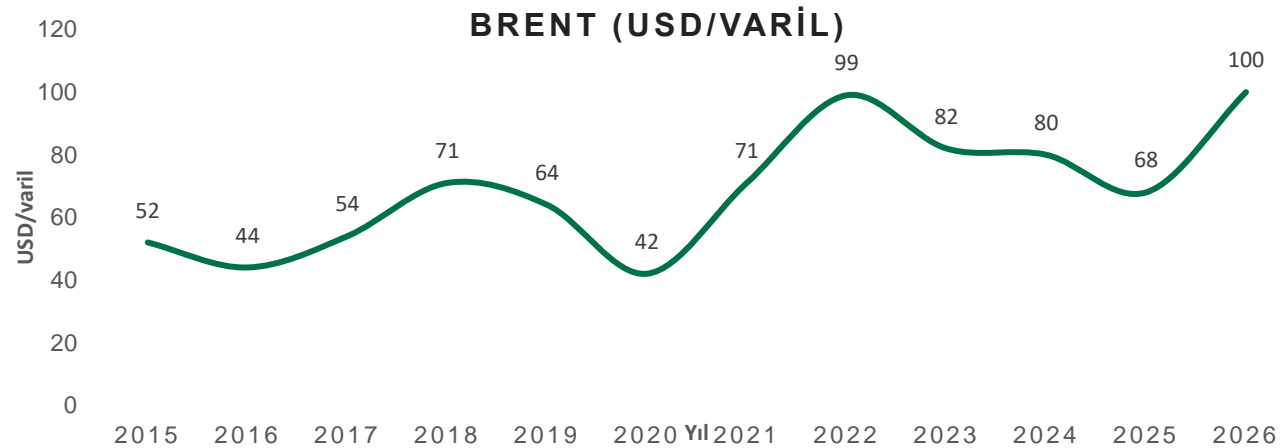
Çok Yıllı CAPEX Hikâyesi: Niğde'de Katma Değerli Genişleme

Bor Şeker'in Niğde-Bor'daki ana üretim tesisi, son 12 ayda eş zamanlı olarak ilerleyen birden fazla yatırım hattıyla saf kristal şeker üreticisinden katma değerli yan ürün portföyüne sahip entegre bir gıda-kimya kompleksine dönüşme sürecindedir.

- 1) Şeker fabrikası kapasite artışı,
- 2) Gübre üretim tesisi kapasite artışı ve
- 3) Etil Alkol tesisi kurulumu.

Bu dönüşüm Bor Şeker için klasik şeker pancarı işletmesinin sınırlarını aşan ve şirketi B2B kristal şeker satıcısından B2C nihai tüketici ürünlerine doğru ilerleten yapısal bir konumlanma değişikliğidir.

Etil alkol tarafında, Afyon'daki etil alkol tesisinin Niğde-Bor'a taşınması ve kapasitenin yıllık 5,52 milyondan 19,97 milyon litreye çıkarılması için Tarım ve Orman Bakanlığı Tütün ve Alkol Dairesi Başkanlığı'na 21 Şubat 2025 tarihinde başvuru yapılmıştır. Aynı tarihte mevcut tesise üretim, faaliyet ve dağıtım uygunluk belgeleri tahsis edilmiş, kapasite artışı ve taşıma onayı ise henüz alınmamıştır. Etil alkol, hem yurt içi sanayi talebine hem de döviz endeksli ihracat fırsatlarına açık olması nedeniyle TFRS 29 enflasyon muhasebesi rejimi altında Bor Şeker için reel kâr yaratıcı önemli bir akış sağlama potansiyeli taşımaktadır. Brent petrol fiyatlarının yüksek seyrettiği konjonktürde, küresel etanol talebinin Brezilya kamış şekeri arzını sıkıştırması ve şeker fiyatlarına yukarı baskı yaratması da Bor Şeker için dolaylı pozitif bir köprü oluşturmaktadır.



Kaynak: FED, IMF

Şirketin açıklamasına göre etil alkol hedef segmentleri olarak "tıbbi, kozmetik ve temizlik sektörleri" tanımlanmıştır. Bu konumlanma, Katılım Endeksi uyumunun korunmasını garanti altına alırken yüksek-marjlı kanallara odaklanma stratejisini açığa çıkarmaktadır. Üretim yan ürünü olan şlempenin Bor Tarım bünyesinde sıvı/organik gübre hammadde olarak yeniden değerlendirilmesi, klasik bir şeker fabrikasında atık sayılan akışı ikinci kez gelir üretici bir hammaddeye çeviren döngüsel bir entegrasyondur.

Düzenleyici tarafta dikkat edilmesi gereken bir gelişme olarak, 31 Ekim 2025 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan EPDK tebliğ değişikliği ile benzine zorunlu biyoetanol harmanlama oranı %2'den %1,5'e düşürülmüştür. Düşüşün temel gerekçesi Türkiye'deki biyoetanol arzının iç talebi karşılamada yaşadığı yapısal yetersizliktir — üreticiler kendi optimizasyonları çerçevesinde biyoetanol yerine daha kârlı tıbbi/kozmetik etil alkol üretimini tercih edebilmektedir. Bu durum, Bor Şeker'in başlangıçtan itibaren biyoetanol değil yüksek-marjlı endüstriyel etil alkol segmentine yönlendirilmiş konumlanma seçimini doğrulamaktadır.

Operasyonel kapasite kullanımı tarafında ise Amasya Şeker A.Ş. ile imzalanan 150.000 tonluk fason üretim sözleşmesi kritik bir değer sağlamaktadır. Hammadde mülkiyeti Amasya Şeker'de kaldığı için Bor Şeker işletme sermayesi baskısı yaratmadan yalnızca işleme hizmeti sunmakta bu da Niğde tesisinin tam doluluğa yakın çalıştırılarak sabit gider tabanının kullanım yoğunluğunu artırmaktadır. Sektörün 2024–2025 sezonunda yaşadığı kuraklık ve düşük polar sorunlarına karşı bu fason yapı, Bor Şeker'in kendi pancar tedariki dışında ek bir gelir ayağı oluşturmaktadır.

Niğde-Bor Tesisinde Sekiz Yıllık Yatırım Disiplini (2018–2026)

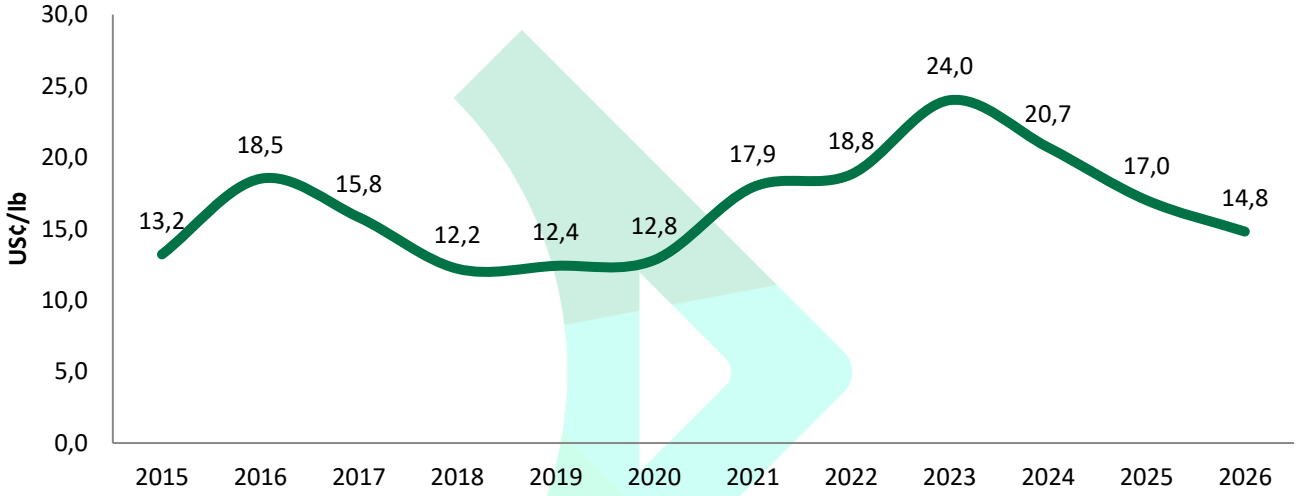
Yukarıdaki çok-eksenli CAPEX programı yeni veya münferit bir hamle değil, 2018 özelleştirmesinden bu yana kesintisiz sürdürülen bir yatırım disiplinin son halkasıdır. Önemli kilometre taşları:

- 1) 2018: Özelleştirme, filtreler, santrifüjler, eşanjörler, küspe presi yenileme.
- 2) 2019: Küp ve toz şeker paketleme tesisleri ile bigbag ünitesi devreye alınması.
- 3) 2020: 40 ton/saat doymuş buhar kazanı, 3.000 m² düşey film evaporatör ve soğutma kulesi.
- 4) Nisan 2022: 20 ton/gün kapasiteli sıvı gübre tesisi (Bor Tarım) ile ilk yan ürün diversifikasyonu.
- 5) Şubat 2024: Halka arz (26,54 TL), halka arz gelirleri GES, modernizasyon ve gübre tesisinde kullanıldı.
- 6) Eylül 2024: Ekstraksiyon kapasitesi 3.600 → 10.000 ton/gün (12 mln EUR yatırım).
- 7) Kasım 2024: Etil alkol üretim tesisinin 7,2 mln USD bedelle Redoks Analitik'ten devralınması.
- 8) Şubat 2025: Etil alkol kapasitesinin 5,52 → 19,97 mln Lt/yıl yükseltilmesi için Bakanlık başvurusu.
- 9) Aralık 2025: "Şeker fabrikası + gübre + çikolata-gofret-bar" projeleri için ÇED Olumlu kararı. 150.000 ton Amasya Şeker fason sözleşmesi.
- 10) Nisan 2026: Adapazarı Şeker %99,584 hissesinin 50 mln USD bedelle devralınması, 30 Nisan'da Rekabet Kurulu onayı.

Sektör Yapısı: Kotalı Piyasada Bor Şeker'in Konumu

Türkiye şeker sektörü, 4634 sayılı Şeker Kanunu çerçevesinde A (yurt içi tüketim), B (üç aylık güvenlik stoku) ve C (ihracat) kotaları üzerinden yönetilen, yüksek tarife duvarlarıyla korunan kapalı bir piyasadır. Pancar şekeri üreten 15 firma ve 33 fabrika bulunmakta, buna 5 nişasta bazlı şeker (NBŞ) firması eşlik etmektedir. Türkşeker 14 fabrikasıyla en büyük oyuncu konumunu korurken, kooperatif kanadında Konya Şeker (Pankobirlik) ve özel sektörde Kayseri Şeker takip etmektedir. NBŞ kotası, 2018'deki kısa süreli %5'e çıkış girişiminin geri alınmasının ardından 2019/20 pazarlama yılından bu yana A kotasının %2,5'inde sabitlenmiş olup pancar şekercilerinin pazarını fruktoz ikamesinden koruyan kritik bir düzenleyici sınır niteliğindedir.

ICE Sugar No. 11 — Küresel Ham Şeker Fiyatı (US\$/lb)



Kaynak: FED, IMF

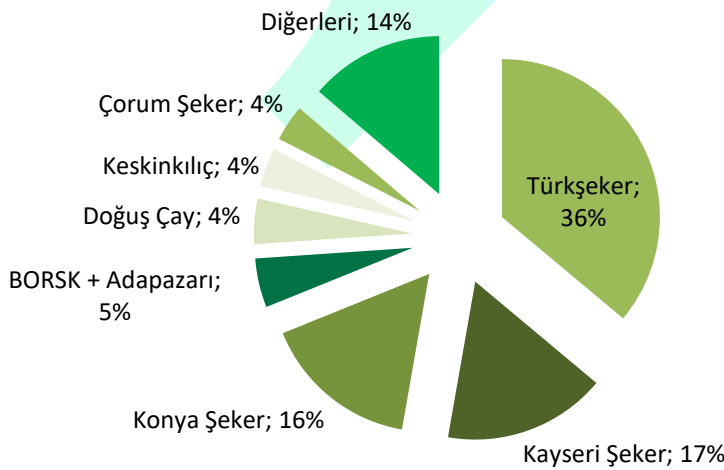
21 Kasım 2025 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanan 10603 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 2026/2027 pazarlama yılı kotaları belirlenmiş, toplam A kotası 2.910.000 ton (pancar şekeri A kotası 2.837.250 ton, B kotası 99.304 ton ve NBŞ kotası 72.750 ton) olarak açıklanmıştır. B kotası oranının %5'ten %3,5'e düşürülmesi düzenleyici planlamanın stok yapısına göre rasyonelize edildiğine işaret etmektedir. NBŞ kotası ise %2,5 sınırında korunarak pancar şekercileri için pozitif düzenleyici bir sinyal sunmaktadır. Bor Şeker'in 2026/27 A kotası yaklaşık 71.350 ton seviyesinde tutulmuş, Adapazarı Şeker'in 71.410 tonluk kotasıyla birleştiğinde toplam 142.760 tona ulaşılmaktadır bu, sektör payının %5,03 düzeyine yükselmesi anlamına gelmektedir.

2025/26 Pazarlama Yılı Pancar Şekeri Şirket Bazlı A Kotaları

Şirket	A Kotası (ton)	B Kotası (ton)	Pay (%)
Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş. (Türkşeker)	1.023.820	51.191	36,1
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	473.240	23.662	16,7
Konya Şeker San. ve Tic. A.Ş.	457.270	22.864	16,1
Doğuş Çay ve Gıda Mad. A.Ş.	131.810	6.591	4,6
Keskinkılıç Gıda San. ve Tic. A.Ş.	112.360	5.618	4,0
Çorum Şeker Fabrikası A.Ş.	105.670	5.284	3,7
Sukkar Şeker Üretim A.Ş.	75.610	3.781	2,7
Tutgu Gıda A.Ş.	75.600	3.780	2,7
Amasya Şeker Fabrikası A.Ş.	74.490	3.725	2,6
Bor Şeker A.Ş.	71.290	3.564	2,5
Adapazarı Şeker Fabrikası A.Ş.	69.840	3.492	2,5
Bor Şeker + Adapazarı (2026/27 birleşik)	142.760	—	5,03

Kaynak: Şirket verileri, Destek Yatırım

2025/26 Pancar Şekeri A Kotası Dağılımı

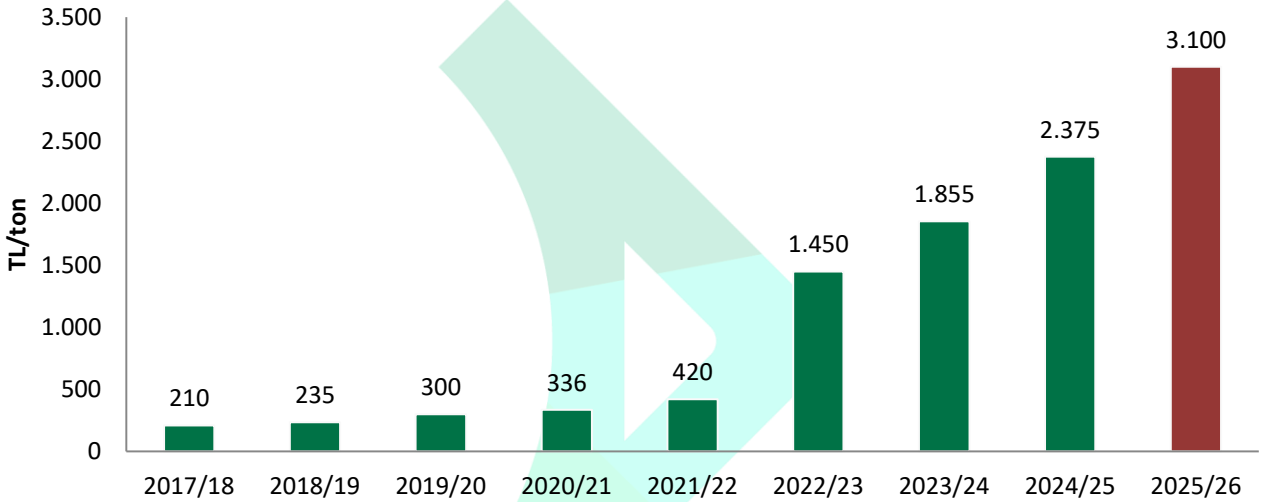


Kaynak: Şirket verileri, Destek Yatırım

Fiyatlandırma Dinamikleri

2025/2026 sezonu şeker pancarı alım fiyatlandırma süreci, maliyet enflasyonu ve üretici taleplerinin etkisiyle yukarı yönlü revizyonlara sahne olmuştur. Türkşeker tarafından 30 Eylül 2025 tarihinde kota primi dâhil 2.975 TL/ton (yıllık %25,3 artış) olarak açıklanan ilk alım fiyatı, mazot ve gübre gibi temel girdi maliyetlerindeki ivmelenme ile diğer tarımsal emtialardaki yüksek zam oranlarına kıyasla geride kalması nedeniyle üretici örgütleri tarafından yetersiz bulunmuştur. Sektör paydaşlarının 3.500 TL/ton taban fiyat beklentisiyle dile getirdiği tepkiler neticesinde kamu otoritesi devreye girmiş ve 2 Ekim 2025 tarihinde kota tamamlama primi artırılarak nihai alım fiyatı 3.100 TL/ton (yıllık %30,5 artış) seviyesine güncellenmiştir. Belirlenen bu yeni rakam, sektörün talep ettiği seviyelerin altında kalmaya devam etmiştir.

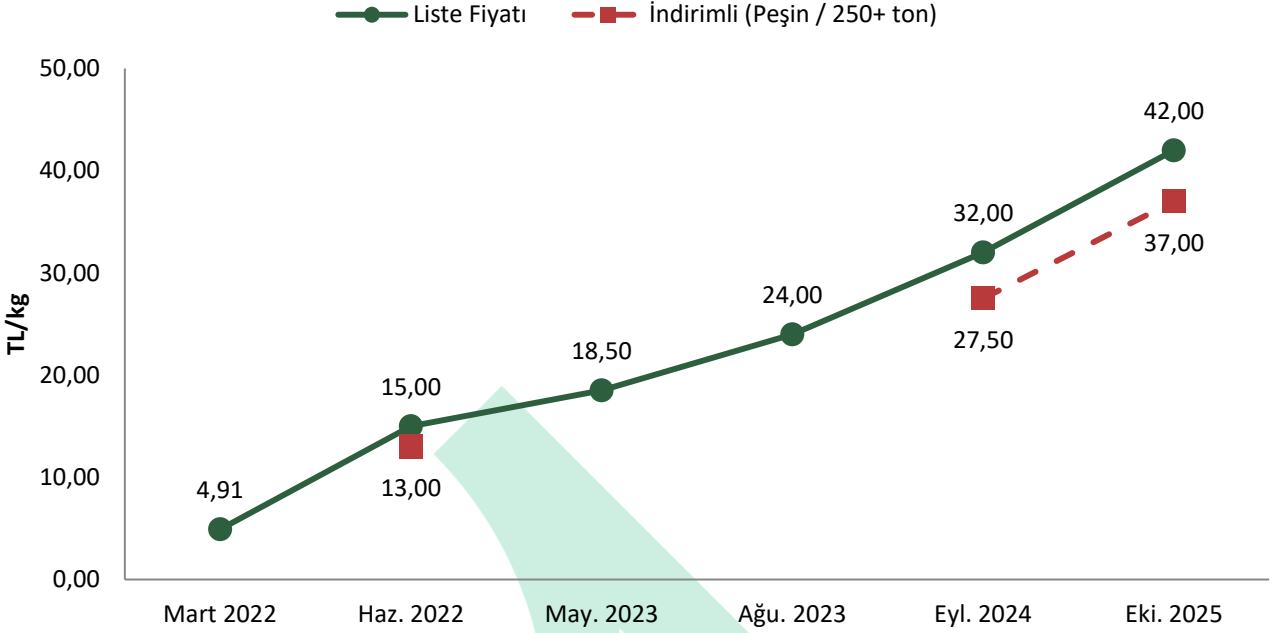
Türkşeker Pancar Alım Fiyatı (TL/ton)



Kaynak: Türk Şeker

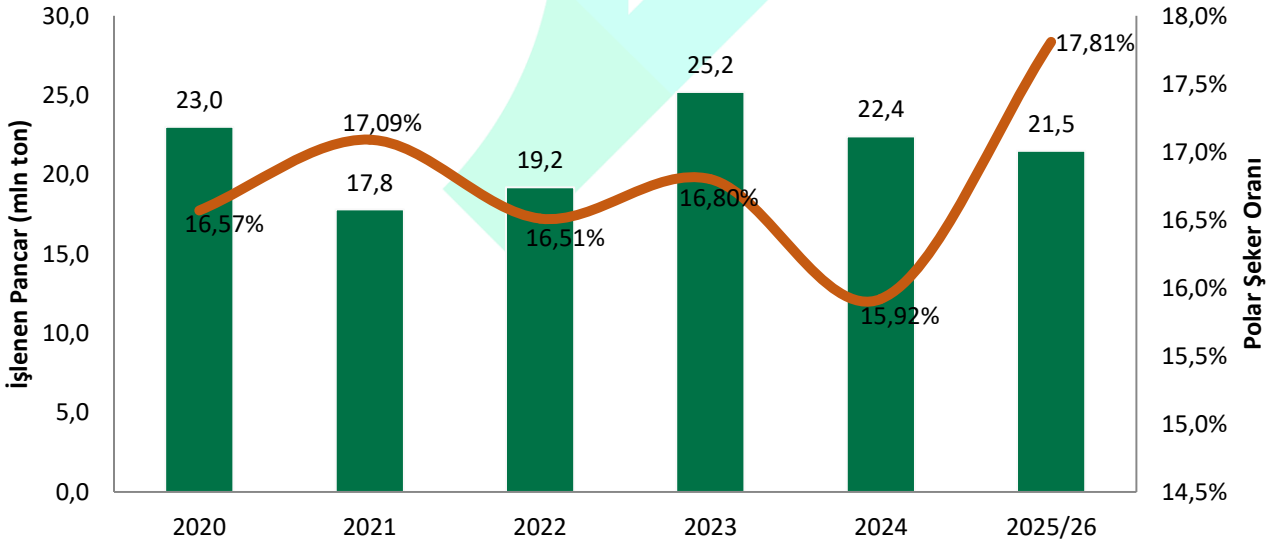
Hammadde alım fiyatlarındaki maliyet artışlarına karşılık, nihai ürün tarafında Türkşeker fabrika çıkışı satış fiyatlarında indirim gitmiştir. 6 Ekim 2025 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere toptan şeker satış fiyatı %11,9 oranında düşürülerek KDV hariç 37,00 TL/kg seviyesine çekilmiştir. En az 250 tonluk toplu alımlarda ve çevrim içi randevu sistemi (PASAR) üzerinden uygulanan bu indirimli tarife, kamunun enflasyonla mücadele kapsamında sektördeki fiyat istikrarını sağlama politikasının sürdüğüne işaret etmektedir. Diğer yandan, yürürlüğe giren yeni kanun değişikliği, özel ve kooperatif fabrikalarının kendi fiyatlamalarını serbest piyasa koşullarında belirleme inisiyatifini yasal zeminde güvence altına almıştır.

Türkşeker Toptan Kristal Şeker Satış Fiyatı (TL/kg, KDV hariç)



Kaynak: Şirket verileri, Destek Yatırım

Türkiye Pancar İşleme Hacmi ve Polar Şeker Oranı



Kaynak: Şirket verileri, Destek Yatırım

Riskler ve Düzenleyici Belirsizlikler

Yatırım tezimizin önündeki başlıca riskler düzenleyici belirsizlikler, operasyonel entegrasyon zorlukları ve makro-iklim koşulları ekseninde toplanmaktadır.

Düzenleyici ve Yasal Riskler

Yasalaşma takvimi. TBMM Tarım Komisyonu'ndan geçen 4634 sayılı Şeker Kanunu değişikliklerinin Genel Kurul'da 5–7 Mayıs 2026 tarihli Birleşimlerde temel kanun olarak görüşülmesi takvime alınmıştır. Bu raporun hazırlandığı tarih itibarıyla teklifin Genel Kurul'daki kabul sürecinin kesinleşip kesinleşmediği, Cumhurbaşkanı onayı ve Resmî Gazete'de yayım süreci tamamlanana kadar resmen doğrulanmamış olup olası önergelerle metnin değişip değişmeyeceği de açık bir risk oluşturmaya devam etmektedir. Ayrıca, şirketlere yönelik %2'lik kâğıt dışı tedarik cezasının yürürlük tarihinin 1 Ocak 2027 olarak belirlenmesi, kanun çıksa dahi Bor Şeker için bu yöndeki fiili etkinin 2027/28 pazarlama yılından itibaren başlayacağı anlamına gelmektedir. Fiyat serbestleşmesi hükümleri yayım tarihinde yürürlüğe gireceğinden bu kanaldaki etki daha erken hissedilebilir. Ekim alanı kontrolü güçlü oyuncular için yaptırım rejimi nötr kalırken, ekim sahası genişleme stratejisi güdenler için sınırlayıcı etki taşımaktadır.

Şeker fiyatına idari müdahale riski. Kanun düzeyinde 'serbest fiyat' hükmü teyit edilse de, geçmişte enflasyonla mücadele dönemlerinde şeker fiyatlarına yönelik idari 'gönüllü kısıtlama' çağrılarının yaşandığı hatırlanmalıdır. TÜFE'nin Mart 2026'da aylık %1,94 ve yıllık %30,88, Nisan 2026'da aylık %4,18 ve yıllık %32,38 olarak açıklandığı mevcut makro ortamda enflasyonla mücadele öncelikli politika gündemi olmaya devam etmekte bu nedenle şeker fiyatlamasına yönelik idari "gönüllü kısıtlama" çağrılarının yeniden gündeme gelme riski sınırlı olarak değerlendirilebilir.

NBŞ kotasının kalıcılığı. %2,5 NBŞ kotası 2019/20'den bu yana her yıl Cumhurbaşkanı Kararı ile uzatılmaktadır. Yapısal bir kanun değişikliği değil yıllık bir karardır. NBŞ üreticilerinin altında bu oranın geçmişteki gibi yukarı revize edilme riski (uzak da olsa) yapısal bir risk olarak kalmaya devam etmektedir.

Biyoetanol harmanlama oranı. 31 Ekim 2025 tarihli EPDK tebliğ değişikliği ile benzine zorunlu biyoetanol harmanlama oranı %2'den %1,5'e düşürülmüş ve 2023–2026 yükümlülük dönemi tek bir dönem olarak değerlendirilmeye başlanmıştır. Bu düşüş, Bor Şeker'in etil alkol yatırımı için biyoetanol pazarındaki üst tavanı kısa vadede sınırlamaktadır. Ancak şirketin başlangıçtan itibaren tıbbi, kozmetik ve temizlik segmentlerine yönlendirilmiş konumlanması nedeniyle doğrudan yapısal bir etki sınırlıdır. Biyoetanol Üreticileri Derneği'nin oranın AB ortalamalarına (%5–10) çıkartılmasına yönelik baskısı ve Brent petrol fiyatlarının yüksek seyri ise orta-uzun vadede oranın yeniden yukarı revize edilme olasılığını canlı tutmaktadır.

Sonuç ve Tavsiye

Bor Şeker A.Ş., Türkiye pancar şekeri sektörünün 25 yılda en kapsamlı yapısal dönüşümünü yaşadığı kritik bir konjonktürde, düzenleyici serbestleşme + sektörel konsolidasyon + entegre yan ürün ekonomisine geçiş üçgeninin kesişiminde yer alan az sayıda şirketten biri olarak öne çıkmaktadır. Adapazarı Şeker devralmasının Rekabet Kurulu onayıyla nihaileşmesi, A kotasının ikiye katlanarak %5 sektör payı seviyesine ulaşılması ve şirketin sektörün dördüncü büyük oyuncusu konumuna yükselmesi, Bor Şeker için yapısal bir yeniden derecelendirme tetikleyicisidir. Bunun üzerine, 25 Mart 2026'da TBMM Genel Kurul gündemine alınan ve 5-7 Mayıs 2026 Birleşimlerinde temel kanun olarak görüşülmesi takvime alınan 4634 sayılı Şeker Kanunu değişikliğinin yasalaşması durumunda pancar/şeker fiyatlarındaki idari baskının yapısal olarak gevşemesi ve Bor Şeker'in fiyatlama gücünün kalıcı biçimde güçlenmesi söz konusudur. Niğde tesisindeki çikolata-gofret-bar üretim tesisi, etil alkol kapasitesi (yıllık 19,97 milyon litre) ve gübre yatırımları çok yıllık bir CAPEX hikâyesi sunmakta, şirketi B2B kristal şeker üreticisinden katma değerli yan ürün portföyüne sahip entegre bir gıda-kimya kompleksine dönüştürmektedir.

Bu çerçevede İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemiyle gerçekleştirdiğimiz değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatımız 10,94 TL olup, %52,37 yükseliş potansiyeli ile birlikte AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

Bor Şeker Değerleme 2030T

(TL mn,)	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış Gelirleri	4.900	8.000	11.031	12.141	13.955	15.818
Büyüme (%)	-2,30%	63,27%	37,89%	10,06%	14,94%	13,35%
FAVÖK	682	1.405	2.120	2.525	3.025	3.638
Marj (%)	13,9%	17,6%	19,2%	20,8%	21,7%	23,0%
Esas Faaliyet Karı	118	1.064	1.600	1.845	2.205	2.594
Kaldıraçsız Vergi	30	266	400	461	551	649
Efektif Vergi Oranı (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%
FAVÖK	682	1.405	2.120	2.525	3.025	3.638
Vergi	30	266	400	461	551	649
Yatırım Harcamaları	1.485	450	500	550	600	500
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-1.200	400	300	250	150	100
Serbest Nakit Akımı	-2.033	1.089	1.520	1.764	2.024	2.590
AOSM		30,06%	26,11%	25,01%	22,11%	21,36%
İskonto Faktörü		84,55%	65,01%	51,55%	41,24%	33,77%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı		921	988	909	835	875
DCF Toplam		10.346				
İndirgenmiş Terminal Değer		5.819				
İndirgenmiş Bugünkü Değer		4.527				
Uç Değer Büyüme Oranı		5,50%				
Net Borç		-160,88				
Azınlık Payları		0				
Ödenmiş Sermaye		960,00				
Firma Değeri		10.507				
Sonuç						
Hedef Fiyat (TL)		10,94				
Hisse Fiyat (TL)		7,18				
Getiri Potansiyeli		52,37%				

Yasal Uyarı

Bu içerikte yer alan bilgiler genel nitelikte olup, herhangi bir getiri garantisi veya doğrudan yatırım tavsiyesi niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararları kişisel risk ve tercihlere göre verilmelidir. Yatırımcıların, burada yer alan bilgilere dayanarak işlem yapmadan önce kendi araştırmalarını yapmaları ve ilgili verileri doğrulamaları önemle tavsiye edilir. Burada yer alan bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden doğabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan Destek Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bağlı kuruluşları, çalışanları ve danışmanları sorumlu tutulamaz.

Sunulan veriler güvenilirliği kabul edilen kaynaklardan elde edilmiş olmakla birlikte, bilgilerdeki doğruluk, eksiksizlik ve değişmezlik garanti edilmemektedir. Destek Yatırım adına sizinle iletişime geçen kişi veya kurumların kaynağını mutlaka doğrulayınız. Kurumumuz Telegram vb. uygulamalar veya sahte internet siteleri üzerinden hiçbir şekilde bilgi talep etmez, nakit yatırma veya çekme işlemlerine yönlendirmez. Tüm resmi bilgilere yalnızca kurumumuzun web sitesi üzerinden ulaşabilir ve doğruluğunu teyit edebilirsiniz.

Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak sözleşme çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Bu nedenle, yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu içerikte yer alan bilgi ve verilerden kaynaklanabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan veya üçüncü kişilerin uğrayabileceği zararlardan Destek Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu değildir.