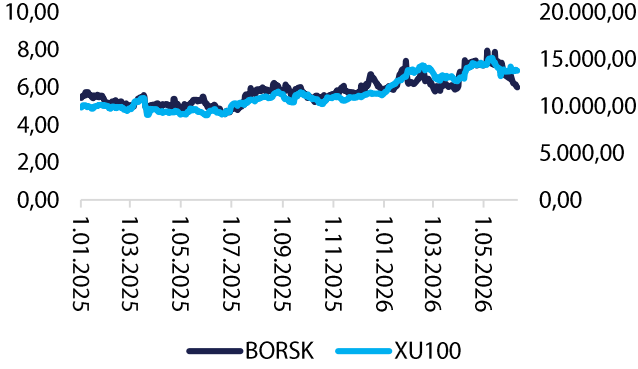


Son Fiyat	6,00
Piyasa Değeri (mln TL)	5.760
Piyasa Değeri (mln \$)	125
FD/FAVÖK	10,70
PD/DD	0,76
Hisse Sayısı (mln lot)	960
FDPO (%)	29,14
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	49



ORTAKLIK YAPISI	%
Arz Portföy	35,42
Dişli Ailesi	35,41
Diğer	29,17

BORSK	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-0,83	-17,92	18,43
Getiri (\$)	-0,87	-19,48	0,49
Getiri (XU100-Rölatif)	0,03	-9,15	-26,42

	2025/09	2025/12
Çeyreklik Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	9,59	3,37
Brüt Kar Marjı (Ç%)	13,26	11,94
FAVÖK Marjı (Y%)	8,26	11,76
FAVÖK Marjı (Ç%)	26,00	3,93
Net Kar Marjı (Y%)	9,68	-6,49
Net Kar Marjı (Ç%)	13,62	-14,91
Net Borç (mln TL)	211,78	853,62
İşletme Sermayesi (mln TL)	2.750,34	2.446,08
Cari Oran	4,14	2,43
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	128,12	-521,34
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	0,85	1,37
Brüt Kar Büyüme (Y%)	131,93	-74,23
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	-76,56	-74,23
FAVÖK Büyüme (Y%)	-67,70	35,66
FAVÖK Büyüme (Ç%)	202,18	-56,53
Net Kar Büyüme (Y%)	-53,02	0,00
Net Kar Büyüme (Ç%)	127,35	0,00

Kaynak: Finnet

## Bor Şeker – BORSK - Olumlu

### Gelecek net pozitif!

Bor Şeker'in 2018 yılındaki özelleştirme sürecinden bu yana ortaya koyduğu büyüme hikayesi, üretim kapasitesi artışı, kota genişlemesi ve operasyonel verimlilik odaklı stratejik yatırımlarla şekillenmiştir. Halka arz süreciyle birlikte sağlanan kaynaklar ve öz kaynaklarla desteklenen yatırımlar sayesinde şirket, hem üretim kapasitesini önemli ölçüde artırmış hem de Türkiye'nin en yüksek kapasiteli şeker üreticilerinden biri konumuna gelmiştir. Devralma döneminde yaklaşık 3.600 ton seviyesinde olan günlük pancar işleme kapasitesi, yapılan yatırımlar ve dijital dönüşüm süreçlerinin katkısıyla çok daha yüksek seviyelere taşınmış; üretim verimliliği de yaklaşık %22 artarak maliyet avantajı yaratmıştır. Bu süreçte şirket, paketleme tesisi, sıvı gübre tesisi, yakın dönemde devreye alınacak etil alkol tesisi ve Adapazarı Şeker devralımı gibi yatırımlarla entegre ve ölçeklenen bir üretim yapısı oluşturmuştur.

Şirketin en önemli rekabet avantajlarından biri hammaddeye olan yakınlığıdır. Konya, Aksaray ve Niğde gibi pancar üretim merkezlerine yakın konumlanması sayesinde lojistik maliyetler düşerken, toplam maliyet içinde %65-75 paya sahip olan hammadde daha düşük maliyetle temin edilmektedir. Bu yapı, borçluluğun düşük tutulduğu ve finansal disiplinin korunduğu bir modelle birleşerek şirketin maliyetsiz büyüme kabiliyetini güçlendirmiştir. Zorlu maliyet ortamına rağmen güçlü nakit akışı ve düşük borçluluk yapısı operasyonel sürdürülebilirliği desteklemiştir.

Kota tarafı şirketin büyümesinde kritik bir rol oynamaktadır. Yurt içi şeker satışını belirleyen kota başlangıçta 62 bin ton seviyesindeyken 70 bin tonun üzerine çıkarılmış, Adapazarı Şeker devralımıyla birlikte bu kapasitenin yaklaşık iki katına çıkması hedeflenmiştir. Yurt içi satışların ihracata kıyasla daha yüksek kar marjı sağlaması, şirketin toplam karlılığını doğrudan desteklemektedir. Bu genişleme ile birlikte şirketin Türkiye toplam şeker üretimi içindeki payının %5'in üzerine çıkması ve en yüksek kota sahip özel üretici konumuna ulaşması beklenmektedir.

Şirketin maliyet avantajı sadece hammaddeye yakınlıkla sınırlı kalmamış, entegre üretim yapısı ve yan ürünlerin değerlendirilmesiyle de güçlendirilmiştir. Şeker üretiminin doğal çıktıları olan melas ve küspe, hem hayvan yemi hem de etil alkol üretiminde kullanılarak ek değer yaratmaktadır. Özellikle Afyon'da devralınan etil alkol tesisi yaklaşık 7,5-10 milyon dolar yatırım maliyetine karşılık 20-25 milyon dolar ciro ve 6-7 milyon dolar seviyesinde karlılık potansiyeli ile şirketin kar marjını destekleyen önemli bir yapı haline gelmiştir.

Dijital dönüşüm süreci ise üretimden satışa, tarla yönetiminden hammadde planlamasına kadar tüm süreçleri kapsayan entegre bir yapı oluşturmuştur. ERP sistemi üzerinden tüm operasyonların birbirine bağlı şekilde yönetilmesi sağlanmış, yaklaşık 100 bin hektarlık tarım alanı dijital olarak takip edilmiştir. Mönavebeli ekim uygulamalarıyla toprak verimliliği artırılırken hammadde kalitesi ve maliyet yapısı daha etkin yönetilmiştir. Ayrıca tahsilat garantili satış modeli, özellikle tarımsal girdilerde nakit akışını güçlendiren önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Finansal tarafta şirket düşük borçluluk yapısını koruyarak büyümüş, halka arz gelirleri ve öz kaynaklarla desteklenen yatırımlar sayesinde güçlü bir mali yapı oluşturmuştur. Bu yapı, şirketin hem yatırım yapabilmesini hem de kar marjını %15–20 bandına taşıma potansiyelini korumasını sağlamıştır. Zorlu fiyatlandırma koşullarına rağmen operasyonel karlılık güçlü şekilde korunmuş, iç piyasadaki yüksek marjlı satışlar finansalları desteklemiştir.

Önümüzdeki dönemde Adapazarı Şeker devralımıyla birlikte üretim kapasitesi ve kota yapısı daha da genişleyecek, yurt içi satış hacmi artacaktır. Bu genişleme sayesinde ciro seviyesinin 10 milyar TL'nin üzerine çıkması ve karlılıkta 1,5–2 milyar TL bandında belirgin bir artış potansiyeli oluşması beklenmektedir. Genel olarak Bor Şeker; üretim kapasitesi, kota avantajı, halka arz desteği, hammaddeye yakınlık, düşük borçluluk, maliyet disiplini, güçlü kar marjı yapısı, melas ve küspe gelirleri, etil alkol yatırımı, dijital dönüşüm ve tahsilat garantili satış modeli sayesinde entegre ve sürdürülebilir büyüme sağlayan bir üretim şirketi görünümündedir.

Toplantıyı net şekilde olumlu buluyoruz.

**YASAL UYARI**—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

**ÇEKİNCE**—Bu rapor tarafımızca doğruluğu 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 ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

[arastirma@pusulayatirim.com.tr](mailto:arastirma@pusulayatirim.com.tr)

Kısıklı Mah. Seher Yeli Sokak Dış Kapı No: 4 İç Kapı No: 2 Üsküdar / İstanbul